

Lichtblau, Karl (Ed.); Pascha, Werner (Ed.); Storz, Cornelia (Ed.)

**Working Paper**

## Workshop Klein- und Mittelunternehmen in Japan V - Themenschwerpunkt: M&A in Japan - ein neues Instrument der Unternehmenspolitik?

Duisburg Working Papers on East Asian Studies, No. 29/2000

**Provided in Cooperation with:**

University of Duisburg-Essen, Institute of East Asian Studies IN-EAST

*Suggested Citation:* Lichtblau, Karl (Ed.); Pascha, Werner (Ed.); Storz, Cornelia (Ed.) (2000) : Workshop Klein- und Mittelunternehmen in Japan V - Themenschwerpunkt: M&A in Japan - ein neues Instrument der Unternehmenspolitik?, Duisburg Working Papers on East Asian Studies, No. 29/2000, Gerhard-Mercator-Universität Duisburg, Institut für Ostasienwissenschaften, Duisburg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/41033>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

**DUISBURGER ARBEITSPAPIERE OSTASIENWISSENSCHAFTEN  
DUISBURG WORKING PAPERS ON EAST ASIAN STUDIES**

No. 29/2000

**Workshop Klein- und Mittelunternehmen in Japan V**

**- Themenschwerpunkt: M&A in Japan – ein neues  
Instrument der Unternehmenspolitik? -**

**Karl Lichtblau, Werner Pascha, Cornelia Storz (Hrsg.)**

**Institut für Ostasienwissenschaften (Institute for East Asian Studies)  
Gerhard-Mercator-Universität Duisburg  
D-47048 Duisburg, Germany  
Tel.: +49-203-379-4191  
Fax: +49-203-379-4157  
e-mail: oawiss@uni-duisburg.de**

**©by the author**

**März 2000**



*Title/Titel:*

Workshop Klein- und Mittelunternehmen in Japan V  
- Themenschwerpunkt M & A in Japan – ein neues Instrument der Unternehmenspolitik? -

*Editors/Herausgeber:*

Karl Lichtblau, Werner Pascha, Cornelia Storz

*Authors/Autoren:*

Silke Bromann, Arno Burckhardt, Udo Henkel, Markus Janssen, Karl Lichtblau, Werner Pascha, Gisela Philipsenburg, Jörg Raupach-Sumiya, Cornelia Storz

*Series/Reihe:*

Duisburg Working Papers on East Asian Studies, No. 29 / Duisburger Arbeitspapiere Ostasienwissenschaften, Nr. 29

*Abstract/Zusammenfassung:*

The volume is a collection of papers on “M&A in Japan – a new instrument for corporate policy”, with a special emphasis on small and medium firms, presented at a workshop in December 1999. The first contribution gives an overview of international M&A in recent years. Next, preliminary results of a survey among German enterprises with business interests in Japan are discussed. The third paper concentrates on the consequences of the current M&A boom on the Japanese enterprise system and on corporate governance. Finally, legal options and other implementation issues faced by foreign investors undertaking M&A in Japan are discussed.

*Keywords/Schlagwörter:*

Klein- und Mittelunternehmen (KMU), Mittelstand, mergers & acquisitions (M&A), Fusionen, Risikokapital, Japan, Deutschland

*Procurement/Bezug:*

Libraries, and in exceptional cases, individuals may order hardcopies of the paper free of charge at / Bibliotheken, und in Ausnahmefällen auch Privatpersonen, können das Papier kostenfrei bestellen bei der:

Gerhard-Mercator-Universität Duisburg  
Institut für Ostasienwissenschaften, Geschäftsstelle  
D - 47048 Duisburg



# Inhaltsverzeichnis

Vorwort	i
<i>Dr. Karl Lichtblau, Prof. Dr. Werner Pascha, Prof. Dr. Cornelia Storz</i> (Institut der deutschen Wirtschaft, Köln/Universität Duisburg/Hochschule Bremen)	
M&A Trends im internationalen Vergleich	1
<i>Arno Burckhardt</i> (Geschäftsführer, M&A International GmbH, Königstein)	
M&A in Japan: eine Option für deutsche Unternehmen?	15
- Eine Sichtung verschiedener Erhebungen	
<i>Silke Bromann, M.A., Prof. Dr. Werner Pascha, Dipl.-Volksw. Gisela Philipsenburg</i> (Universität Duisburg)	
Auswirkungen wachsender M&A-Aktivitäten auf das japanische Unternehmenssystem	23
<i>Dr. Jörg Raupach-Sumiya</i> (Deutsches Institut für Japanstudien, Tōkyō)	
Gestaltungsmöglichkeiten und praktische Umsetzung von M&A in Japan	41
<i>Dr. Udo Henkel, Markus Janssen</i> (Haarmann, Hemmelrath & Partner, Tōkyō)	



## Vorwort

Bereits zum fünften Male konnte am 10. Dezember 1999 im Rahmen der Jahrestagung der Vereinigung für sozialwissenschaftliche Japanforschung der Workshop "Klein- und Mittelunternehmen (KMU) in Japan" durchgeführt werden. Tagungsort war dieses Mal die Akademie Schloß Eichholz in Wesseling (bei Bonn) der Konrad-Adenauer-Stiftung. In diesem Jahr waren vier Beiträge zum Oberthema "M&A (*mergers and acquisitions*) in Japan – ein neues Instrument der Unternehmenspolitik?" eingeworben worden. Diese Problematik wird in Japan immer brisanter und spannender. Mit dem forcierten Strukturwandel im Gefolge der wirtschaftlichen Krisenerscheinungen und Modifikationen im Gestaltungsrahmen der *corporate governance* sind M&A zu einer beachtenswerten und tatsächlich auch international zunehmend genutzten unternehmerischen Option geworden. Dies gilt nicht nur für japanische Unternehmen untereinander, sondern auch für die Frage, wie sich ausländische Unternehmen in Japan engagieren sollten.

Im folgenden soll ein knapper Überblick über die Referatsthemen gegeben werden. Die von den Referenten zur Verfügung gestellten Manuskripte sind im vorliegenden Arbeitspapier dokumentiert. Der Werkstattcharakter der Beiträge ist zu beachten.

In einem ersten Beitrag bietet *Arno Burckhardt*, Geschäftsführer der M&A International GmbH, Königstein, einen Überblick über die Aktualität der Gesamthematik. Im Rahmen des Themas "M&A – Trends im internationalen Vergleich" skizziert Burckhardt kurz die aktuelle Situation, insbesondere auch im Hinblick auf Deutschland. Auf der Basis der von M&A International erstellten und immer wieder aktualisierten Datenbank kann er insgesamt 27 *cross-border* Transaktionen zwischen Deutschland und Japan bis Oktober 1999 identifizieren, 16 davon in der Form deutscher Käufe japanischer Unternehmen. Burckhardt geht auch auf die Hintergründe der trendmäßig starken Zunahme ein. Ein Aspekt sei die zunehmende Konzentration von Firmen auf das Kerngeschäft, was zu Restrukturierungen Anlaß gebe. In der Diskussion wurde darüber gesprochen, ob diese Tendenz weiter anhalten oder ob die Diversifikation bei volatilen Finanzmärkten wieder ein stärkeres Gewicht erhalten werde. Zum Ende geht Burckhardt auf spezifische, auch feindliche Übernahmen bzw. Übernahmeversuche ein und erläutert diese Problematik am Beispiel des aktuellen Falles Mannesmann/Vodafone.

Auf der Basis dieses Gesamtbildes untersuchen die drei anderen Beiträge die Situation in Japan, wobei in der Diskussion freilich immer wieder international vergleichende Aspekte angesprochen wurden. *Silke Bromann*, *Werner Pascha* und *Gisela Philipsenburg* (Universität Duisburg) liefern in ihrem Beitrag "M&A in Japan: eine Option für deutsche Unternehmen? Eine Sichtung verschiedener Erhebungen" empirische Grundinformationen. Dabei greifen sie auf Zwischenergebnisse einer Erhebung zurück, die gegenwärtig am Forschungsinstitut FIP an der Universität Duisburg zu Strategien und Problemen deutscher Engagements in Japan im Gefolge der japanischen Wachstumsschwäche durchgeführt wird. Im Rahmen dieser Untersuchung wurden verschiedene Fragen auch zu M&A gestellt. Danach ist M&A insbesondere für größere Unternehmen ein attraktives Instrument. Insgesamt bekundet ein Drittel der befragten Unternehmen Interesse an M&A, knapp 10 Prozent haben ein Projekt bereits realisiert und fünf Prozent haben einen Erwerb geprüft und verworfen. Als größte Vorteile werden die Verfügung über einen Kundenstamm, Absatzkanäle und Marktnähe gesehen. Probleme bereiten insbesondere die Integration unterschiedlicher Unternehmenskulturen sowie die Beschaffung zuverlässiger Informationen über das Zielunternehmen. Die Zwischenergebnisse werden mit einigen Aussagen verglichen, die im Rahmen einer am Institut der deutschen Wirtschaft Köln von Karl Lichtblau durchgeführten Untersuchung erarbeitet wurden.

*Jörg Raupach-Sumiya* (Deutsches Institut für Japanstudien, Tokyo) beschäftigt sich in einem Beitrag mit den "Auswirkungen wachsender M&A-Aktivitäten für das japanische Unternehmenssystem". Dabei stellt er zunächst den japanischen Gesamtmarkt für M&A vor, der im Vergleich etwa zu den USA immer noch sehr klein ist und bei dem die innerjapanischen Fälle deutlich dominieren;



70 Prozent betreffen KMU. Ein wichtiger Aspekt in Japan sind sog. "defensive M&A", die den Zusammenhalt von Unternehmensgruppen stärken bzw. *hostile takeovers* verhindern sollen. Weitere japanische Spezifika sieht Raupach im mangelnden Venture-Kapitalmarkt, der seit den 70er Jahren sogar rückläufig sei, sowie in der großen Bedeutung eines impliziten Vertrags- und Verpflichtungsgeflechtes, das M&A zu einem problematischen Instrument mache. Beide Aspekte seien nicht leicht zu überwinden. Es fehle immer noch eine hinreichende kapitalmarktliche Infrastruktur, auch wenn es Ansätze etwa zu einer Reorganisation der Börsenlandschaft gebe. In der Diskussion spielte u. a. die Frage eine Rolle, ob aufgrund der Virulenz der Beziehungsgeflechte M&A-Maßnahmen jenseits schon bestehender Partnerschaften oder zumindest enger Kontakte überhaupt sinnvoll und möglich seien. Tatsächlich bestätigen auch die Zwischenergebnisse der Duisburger Studie, daß diejenigen, die noch keinerlei intime Kontakte mit japanischen Partnern aufweisen, kaum das Instrument M&A ins Auge fassen.

Im letzten Papier erläutern *Udo Henkel* (Hamburg) und *Markus Janssen* (Tokyo, beide Kanzlei Haarmann, Hemmelrath & Partner) "Gestaltungsmöglichkeiten und praktische Umsetzung von M&A in Japan". Nach einer kurzen Vorstellung wichtiger Rechtsformen gehen sie auf die Ausgestaltung von *share* und *asset deals* ein. Auch kompliziertere Varianten werden besprochen: So kann unter bestimmten Bedingungen ein Aktientausch vorgenommen werden, um eine Tochter zu 100 Prozent in den Besitz des Mutterunternehmens zu überführen, womit sie für einen Aktientausch attraktiver wird. M&A seien nicht zuletzt aufgrund ihrer staatlichen Anerkennung als Restrukturierungsmaßnahme zu einer interessanten unternehmerischen Option geworden. In der Diskussion kam immer wieder der Aspekt zum Tragen, daß M&As vielfach erst ab einer bestimmten Größe für deutsche Unternehmen relevant werden, zumal intime Kenntnisse des möglichen Zielobjektes und Fragen der Abwicklung nicht geringe Anforderungen stellen.

In formaler Hinsicht war der diesmalige Workshop insofern ein Novum, als neben den bisherigen Organisatoren *Werner Pascha* (Universität Duisburg) und *Cornelia Storz* (Hochschule Bremen) auch *Karl Lichtblau* als Vertreter des praxisnahen Instituts der deutschen Wirtschaft Köln den Workshop maßgeblich mitgetragen hat. Diese Innovation wurde von den Workshopteilnehmern nachhaltig begrüßt, weil damit ein intensiverer Dialog zwischen Praxis und theoriegeleiteten Fragen bzw. Vorstellungen möglich wurde. Aufgrund des Erfolges soll auch im Folgejahr wieder ein Partner gesucht und eingebunden werden.

Eine weitere Anmerkung betrifft das Leitthema der Veranstaltungsreihe. Die Organisatoren stellten während des Workshops zur Diskussion, ob das Oberthema "KMU" auf längere Sicht nicht zu eng werden könnte. Von daher wurde ins Auge gefaßt, die Workshops zukünftig unter ein Leitthema wie "Ordnung und Organisation der japanischen Wirtschaft" zu stellen, wobei dies jedes Jahr im Hinblick auf eine spezifische Problematik zu fokussieren wäre.

Abschließend sei allen Beteiligten für die reibungslose Zusammenarbeit und angenehme Atmosphäre gedankt. Der Dank gilt insbesondere den Referenten, auch für die zügige Bereitstellung der Manuskripte. Er gilt nicht zuletzt aber auch der Vereinigung für sozialwissenschaftliche Japanforschung, die in vielen Jahren den Boden für eine praxis- und gegenwartsorientierte Beschäftigung mit Japan in Deutschland geebnet hat, und den Mitarbeiterinnen bzw. Mitarbeitern der Akademie Schloß Eichholz für die professionelle Betreuung im ansprechenden Rahmen.

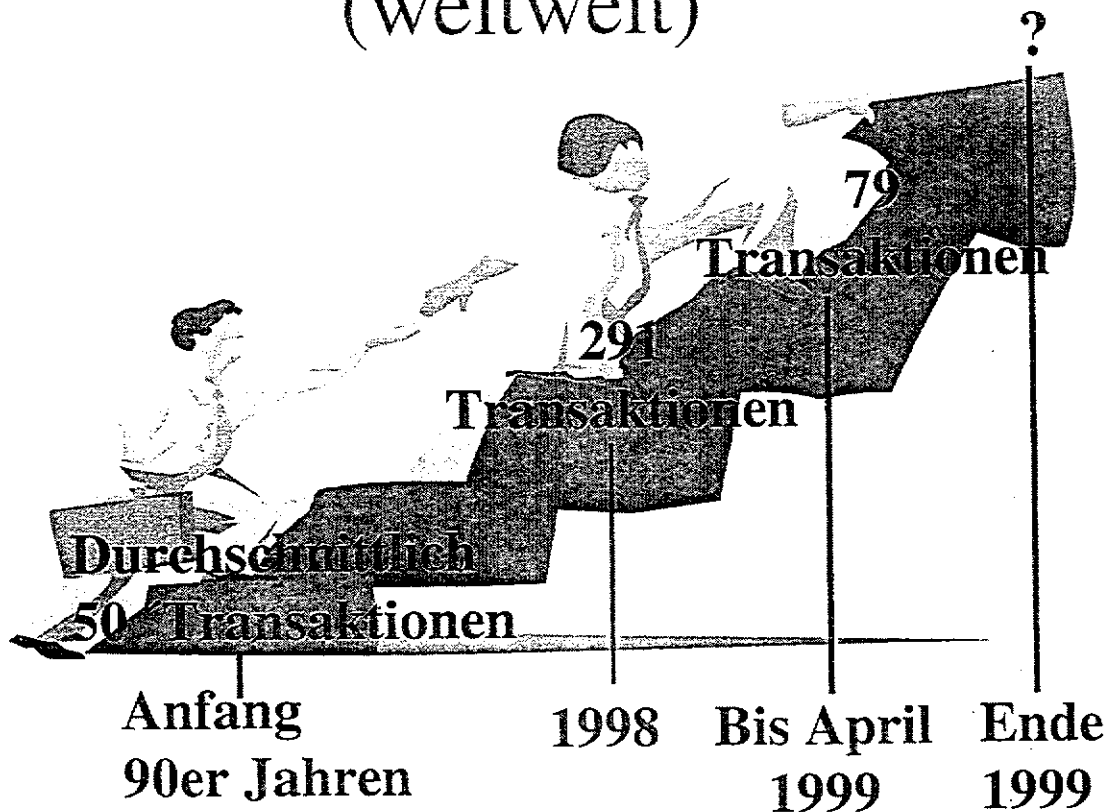
*Karl Lichtblau, Werner Pascha und Cornelia Storz*

Köln, Duisburg und Bremen, im Januar 2000

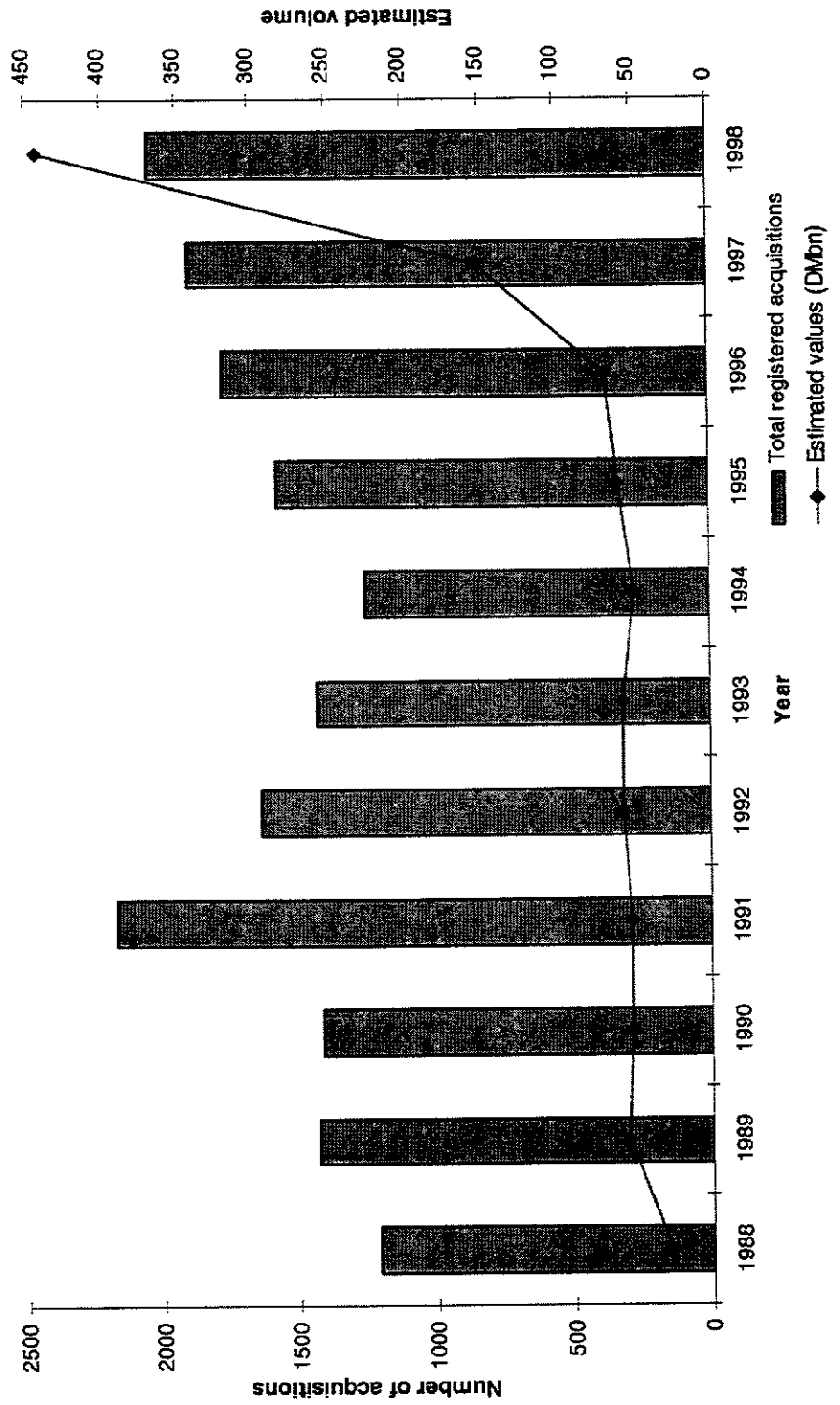
# M&A Trends im internationalen Vergleich

Arno Burckhardt

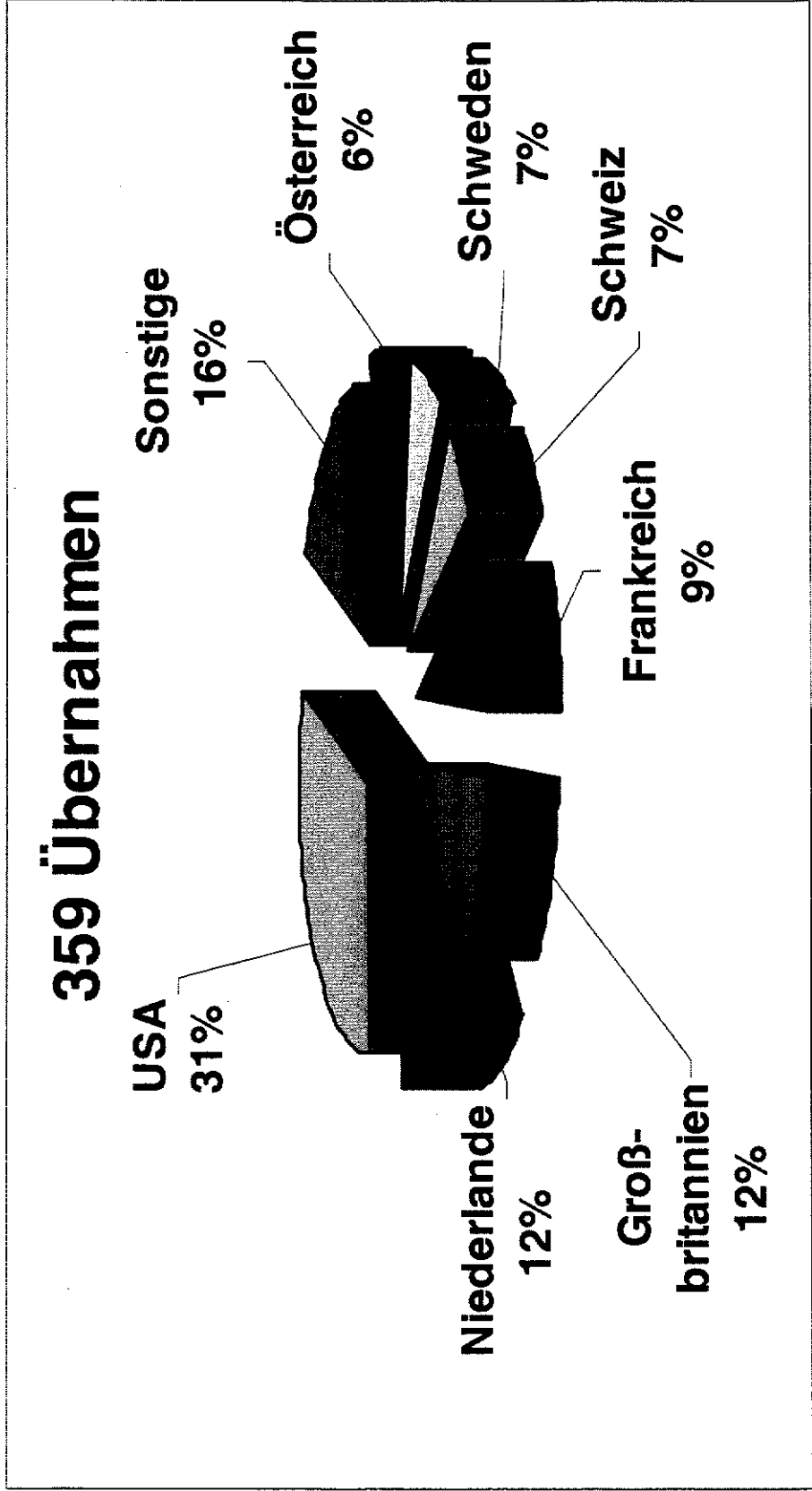
Transaktionen in den 90er  
Jahren über eine 1 Mrd. \$  
(weltweit)



# Acquisitions in Germany 1988-1998

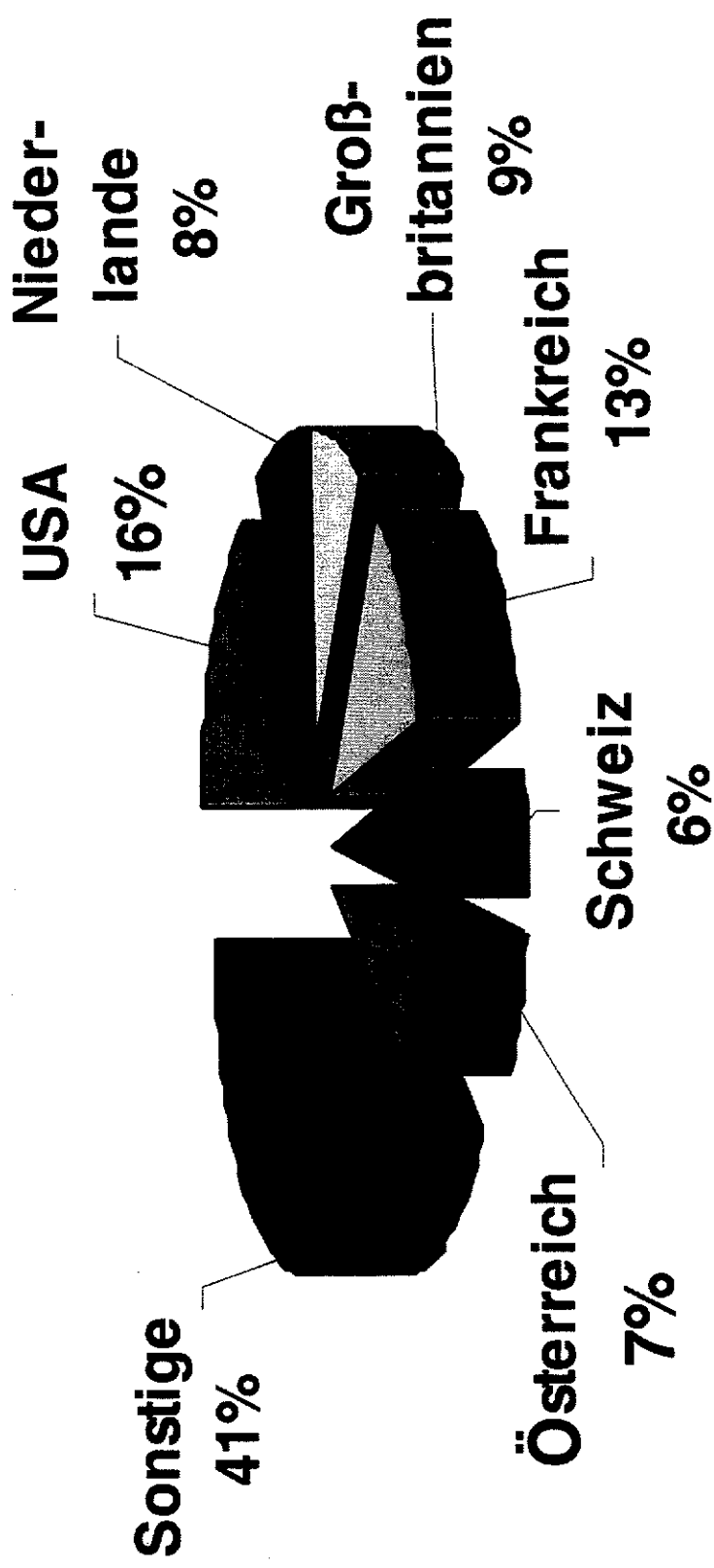


# Ausländische Käufer deutscher Unternehmen- 1.Halbjahr 1999

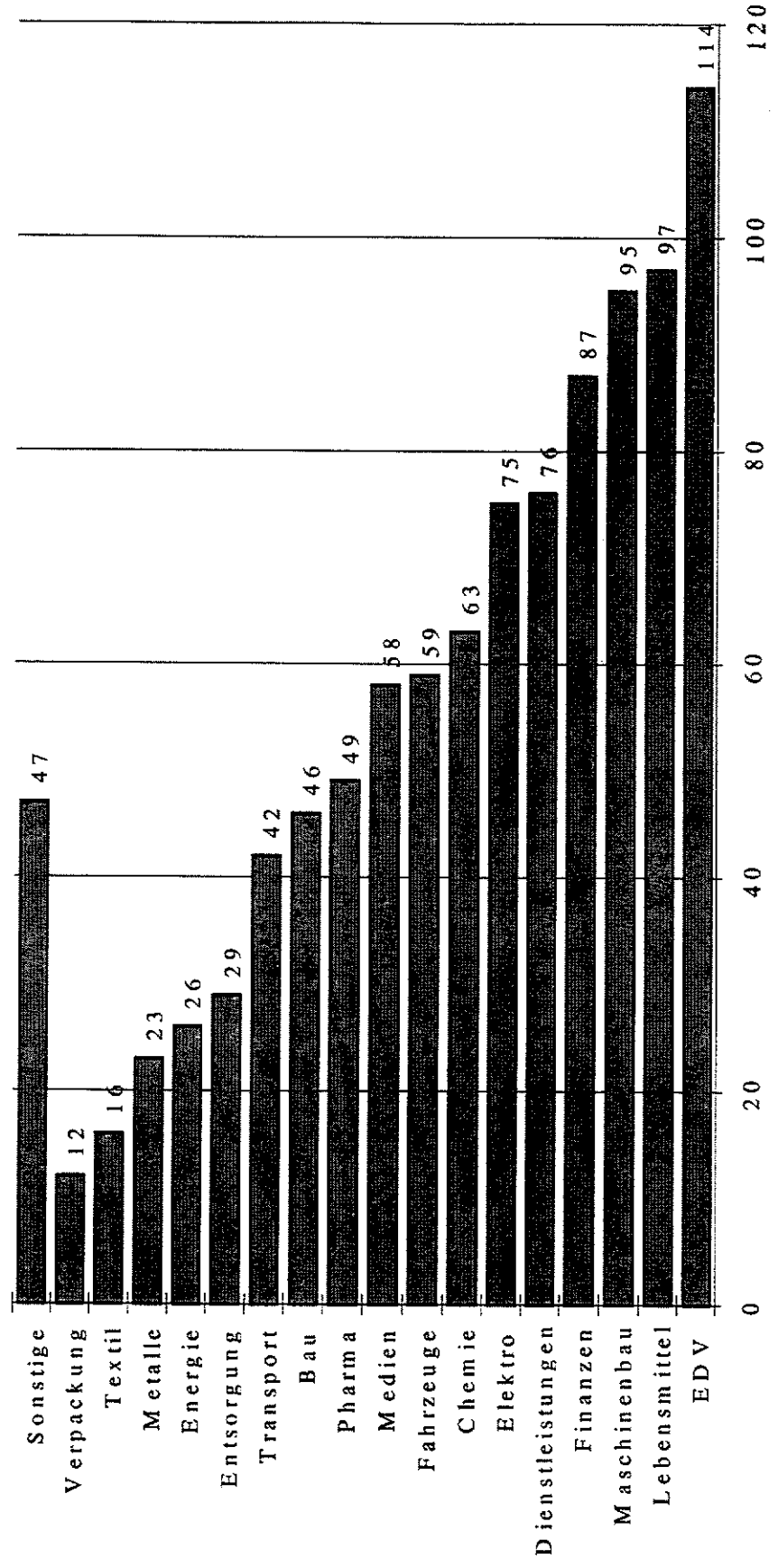


# Deutsche Käufer ausländischer Unternehmen – 1. Halbjahr 1999

## 170 Übernahmen



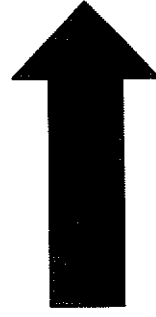
# Anzahl der Transaktionen in den jeweiligen Branchen - 1. HJ. 1999



# Cross - Border Transaktionen Japan und Deutschland



**Insgesamt 27 Transaktionen bis 10 / 99**



**16 Deutsche Käufer von japanischen  
Unternehmen**



**11 Japanische Käufer von deutschen  
Unternehmen**

# Einflüsse auf den Internationalen Trend

Globalisation



Synergie



Konzentration



Global Village

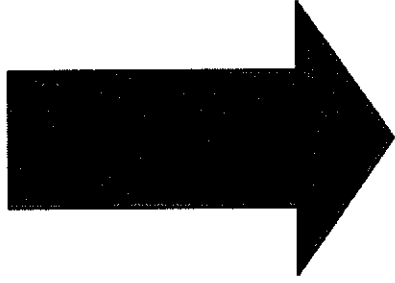


**T R E N D**



# M&A – Transaktionen

**führen zu**



**Know How  
Transfer**

**eröffnen**



**Neue  
Vertriebskanäle**

# Entwicklung der Internationalen Trends

**CONGLOMERATE**

**(70er & 80er Jahre)**



**CORE BUSINESS**

**(90er Jahre)**

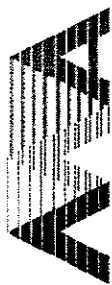
# INTERNATIONALE TRENDS I

VENTURE - KAPITAL /  
RISIKOKAPITAL

↑ Innovative Ideen

↑ Wachstumsorientierte Ideen

# INTERNATIONALE



M&A International GmbH

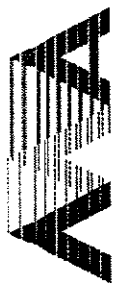
## TRENDS II

### Hostile Takeovers

<b>Zielgesellschaft</b>	<b>Bieter</b>	<b>Wert (in Mrd. US\$)</b>
Mannesmann AG	Vodafone Air Touch	106,00
Warner Lambert Co.	Pfizer	87,41
Media One	AT & T	58,00
Elf Aquitaine	TotalFina SA	53,54
TotalFina SA	Elf Aquitaine	51,14
US West	Qwest Communications	41,30
Telecom Italia	Olivetti	34,76
NatWest Bank	Bank of Scotland	34,05
Nabisco	Kohlberg Kravis Roberts	30,60
Mellon Bank	Bank of New York	24,24
Chrysler Corp.	Tracinda Corp.	21,62
BAT Industries	Hoylake Investments	20,90
Société Générale	BNP	19,65

# Hostile Takeover :

## Mannesmann & Vodafone



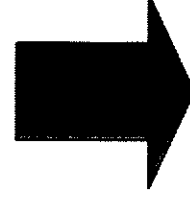
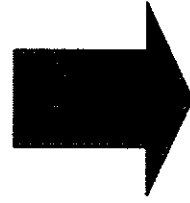
M&A International GmbH

	Mannesmann (Euro)	In %	Vodafone (Euro)	In %
Sales Euro	25.000		11.102	
Sales Telecom	9.350		11.102	
Buchwert	15		0,07	
Gewinn p. A. :	1,76		0,10	
1998	2,16	plus 22,7%	0,104	plus 5,7%
1999	2,46	plus 13,9%	0,137	plus 32,6%
2000	0,61			
Dividende 1998	130832		12642	
Beschäftigte	27392		12642	
davon Telekom.		plus 26,1%		plus 23,2%
EBITDA 5 Jahre		plus 9,4%		n.a.
10 Jahre	14,5*		92,3	
Price / Book	3,7*		20*	
Price / Sales	17 Euro		33 p	
Price 1998 (durchschnittlich)	230 Euro		300 p	
Price now				

# INTERNATIONALE TRENDS III

**Shareholder Value**

**Pensionsfonds  
Beteiligungsgesellschaften**



**Banken, Versicherungen, Energieversorgung,  
Telekommunikation, High Tech**



# **M&A in Japan: eine Option für deutsche Unternehmen?**

## **Eine Sichtung verschiedener Erhebungen**

Silke Bromann, Werner Pascha, Gisela Philipsenburg

### **Einleitung**

In diesem Referat werden Ergebnisse aus zwei empirischen Studien angesprochen, die im Hinblick auf die Thematik „M&A, eine Option für deutsche Unternehmen in Japan?“ auswertbar sind. Eine der Untersuchungen wird momentan am Forschungsinstitut für wirtschaftliche Entwicklungen im Pazifikraum e.V. (FIP) an der Gerhard-Mercator-Universität Duisburg durchgeführt. Die zweite Studie wurde vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln unter der Projektleitung von Dr. Karl Lichtblau erstellt.<sup>1</sup> In beiden Studien sind M&A nur eines der untersuchten Teilgebiete. Insgesamt sind die Erhebungen als Beschreibung des gegenwärtigen Zustandes und der Zukunftserwartungen für das Japangeschäft deutscher Unternehmen zu verstehen.

### **Zwischenergebnisse aus der laufenden Studie des FIP**

Die Umfrage wird vom FIP in Kooperation mit der Gesellschaft für Wirtschaftsförderung Nordrhein-Westfalen mbH (GfW) und mit weiterer finanzieller Unterstützung durch die Friedrich Flick Förderungsstiftung durchgeführt. Die wissenschaftliche Leitung hat Prof. Dr. Werner Pascha inne.

Die Studie steht unter der Überschrift: „Marktzugang für deutsche Unternehmen in Japan: Neue Chancen und Risiken nach Asien- und Japankrise“. Sie ist ein Nachfolgeprojekt zu einer früheren Studie des FIP in Zusammenarbeit mit der GfW aus dem Jahre 1996 sowie einer Umfrage des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung aus dem Jahre 1995, an denen ein ehemaliger Duisburger Mitarbeiter, Dr. Rainer Schwarz, maßgeblich beteiligt war.<sup>2</sup> Es geht im Kern um die Frage, wie die deutschen Unternehmen auf die neuen, durch die Wachstumsschwäche und Reformen bedingten Chancen und Probleme reagieren. Setzen sich frühere Muster fort; gibt es neue Aspekte? Herr Dr. Schwarz steht uns auch im gegenwärtigen Projekt beratend zur Seite. Im Gegensatz zu den Vorgängerstudien wird die Umfrage telefonisch durchgeführt, um bei Klärungsbedarf sofort rückfragen zu können.

An dieser Stelle ist eine wichtige Anmerkung einzufügen: Die Befragung läuft noch; die Aussagen dieser Präsentation sind als Zwischenergebnis zu betrachten.

Bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind 42 Unternehmen befragt worden. Die Zusammensetzung nach Branchen, nach Geschäftstätigkeit in Japan sowie nach Unternehmensgröße ist aus den Abbildungen 1 und 2 zu entnehmen.

---

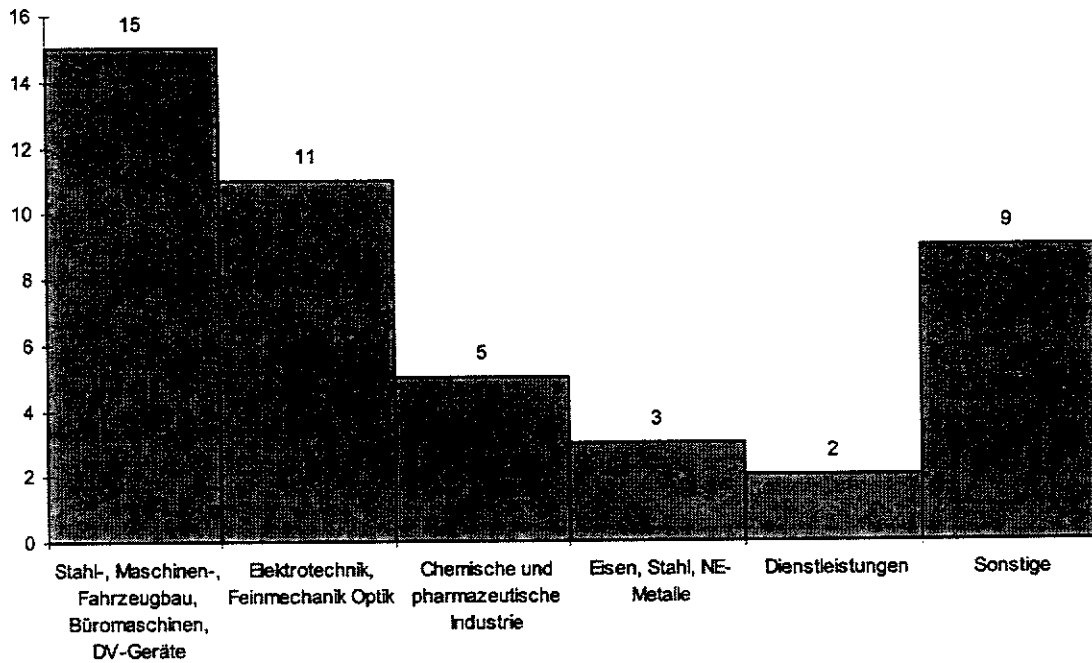
<sup>1</sup> Vgl. Institut der deutschen Wirtschaft Köln (1999).

<sup>2</sup> Vgl. Pascha/Schwarz (1996) und Schwarz (1999).



Abbildung 1:

### Branchenstruktur der befragten Unternehmen



Quelle: FIP Duisburg

Abbildung 2:

### Unternehmensgrößenstruktur



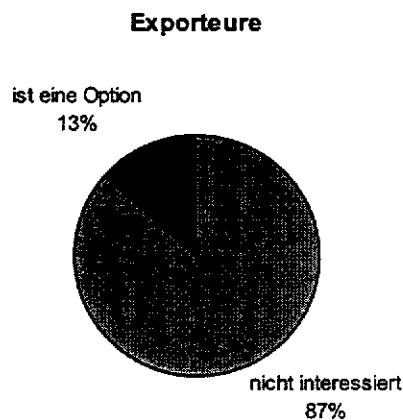
Quelle: FIP Duisburg

Als Abgrenzung zwischen Großunternehmen und mittleren bis mittelgroßen Unternehmen wurde eine Beschäftigtenzahl von 2000 Mitarbeitern gewählt.

### Ergebnisse zu M&A

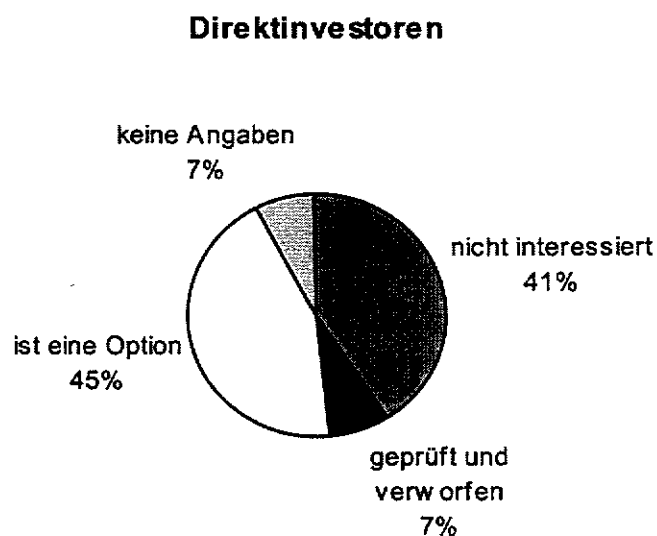
Die Antworten auf die Eingangsfrage „Stellen M&A für Sie eine strategische Option dar?“ finden sich, differenziert nach der Form der Marktbearbeitung sowie nach Unternehmensgrößen, in den Abbildungen 3 und 4.

Abbildung 3:



n = 15

Quelle: FIP Duisburg

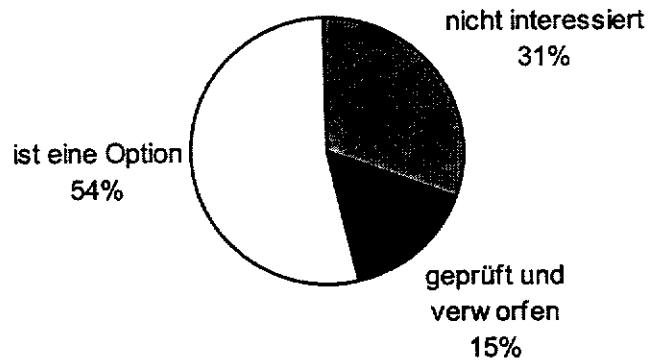


n = 27

Quelle: FIP Duisburg

Abbildung 4:

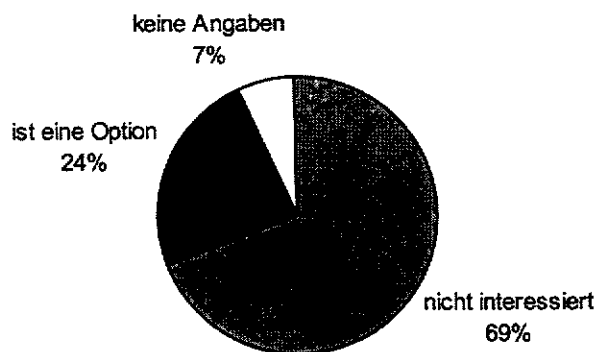
### Großunternehmen



n = 13

Quelle: FIP Duisburg

### Mittlere und mittelgroße Unternehmen



n = 29

Quelle: FIP Duisburg

Folgende Details zu M&A wurden in der Befragung angesprochen:

- Erfahrungen mit M&A,
- durchgeführte Maßnahmen,
- Wahl des Zielunternehmens,
- Vorteile von M&A,
- Probleme bei der Vorbereitung und Durchführung von M&A und
- Form der Akquisition.

Zunächst werden die Antworten differenziert nach der Form der Marktbearbeitung sowie für die Großunternehmen vorgestellt. Auf die Angaben der mittleren und mittelgroßen Unternehmen mit bis zu 2000 Beschäftigten wird anschließend detailliert eingegangen.

Tendenziell liegt bei Exporteuren weniger M&A-Erfahrung vor als bei Direktinvestoren. Als Zielunternehmen wurden von Großunternehmen wieder Großunternehmen gewählt; ein Direktinvestor nannte „Vertriebsstärke“ als Argument für die Wahl eines großen Handelsunternehmens als Partner. Des Weiteren scheinen größere Unternehmen bei mehreren unterschiedlichen Geschäftsbereichen flexibel bei der Partnerwahl zu sein. Diese Antwort wurde von zwei der fünf Großunternehmen gegeben, die genauere Angaben zum Zielunternehmen machten. Klein- und Mittelunternehmen als Partner wurden von Exporteuren und Direktinvestoren gleichermaßen genannt.

Der Hauptvorteil von M&A in Japan wird in den Bereichen „Verfügbarkeit über Kundenstamm und Absatzkanäle“ und „Marktnähe“ gesehen. Alle Exporteure und ein Drittel der Direktinvestoren, die dazu Angaben machten, nannten diese Punkte. Des Weiteren werden von Exporteuren die folgenden Vorteile genannt: „Synergieeffekte“ sowie „Reduzierung der Aufbauarbeit und Aufwandskosten“. Unternehmen mit Direktinvestitionen in Japan nannten als weitere Vorteile u.a. „leichtere Verfügbarkeit von Informationen“, „verbesserte Managementkontrolle“ sowie „verbesserten Service“. Großunternehmen nannten auch „Marktnähe“ (drei von sechs) und „Verfügbarkeit über Kundenstamm und Absatzkanäle“ (zwei von sechs) als wichtigste Vorteile. Einer unserer Interviewpartner, der ein großes Unternehmen mit Direktinvestitionen in Japan vertritt, sagte dazu: „Die Vorteile von M&A liegen weniger in der Technologie, mehr im Marktzugang“.

Lediglich zwei Exporteure haben die Frage zu den Problemen, die im Zusammenhang mit M&A in Japan gesehen werden, beantwortet. Ein Unternehmen hatte keine Schwierigkeiten, der zweite Exporteur sah die „Partnerwahl“ als Problemfeld. Die meisten Direktinvestoren (sieben von neun, die zu diesem Punkt Angaben machten) empfinden im Rahmen von M&A in Japan die Integration unterschiedlicher Unternehmenskulturen als schwierig. Unter den Oberbegriff „Kulturdivergenz“ ließen sich auch die Punkte „Langwierigkeit der Abläufe“ (zweimal genannt) und Verhandlungskultur (eine Nennung) fassen. Als weiteres Problem wurde von einem Drittel der Unternehmen die Beschaffung zuverlässiger Informationen über das Zielunternehmen erwähnt. Von den sechs Großunternehmen nannten vier die Integration unterschiedlicher Unternehmenskulturen, je zwei die „Langwierigkeit der Abläufe“ sowie die „Beschaffung zuverlässiger Informationen über das Zielunternehmen“ und ein weiteres Unternehmen die Verzögerung der einzelnen Schritte durch die Krise als externen Problemfaktor.

Zur Form der Akquisition machten die befragten Exporteure keine Angaben. Fünf Direktinvestoren beantworteten die Frage. Davon hatten drei den Erwerb von Unternehmensanteilen (*share deal*) als Übernahmeform gewählt bzw. wollten eine anstehende Akquisition in dieser Weise durchführen. Ein Direktinvestor wählte den *asset deal* (Erwerb von Vermögen des Zielunternehmens) als Akquisitionsmodus. Ein weiteres befragtes Unternehmen war „offen für alles, je nach Geschäftsbereich“. Vier Direktinvestoren hatten den Erwerb durch die deutsche Muttergesellschaft durchgeführt bzw. planen, so zu verfahren; ein Unternehmen ist auch in diesem Bereich je nach Geschäftsfeld flexibel. Drei Großunternehmen äußerten sich zum Übernahmeformat: Je ein Unternehmen wählte *share deal* bzw. *asset deal*. Zwei der drei Befragten nannten den Erwerb durch die deutsche Muttergesellschaft, ein Unternehmen ist in beiden Aspekten „offen für alles, je nach Geschäftsbereich“.

### **M&A als strategische Option für mittlere bis mittelgroße Unternehmen im Japangeschäft**

Gemessen an der Zahl der Beschäftigten sind 29 der insgesamt 42 Befragten mittlere bis mittelgroße Unternehmen mit bis zu 2000 Beschäftigten (in die Klasse bis zu 50 Beschäftigten fällt kein Unternehmen, 15 Unternehmen haben zwischen 51 und 500 Beschäftigte, 14 Unternehmen

haben zwischen 501 und 2000 Beschäftigte). zehn Unternehmen gehören einem Konzern an, 18 Unternehmen werden von einem (konzern-) unabhängigen Eigentümerunternehmer geführt, für ein Unternehmen liegen keine Angaben zur Konzernzugehörigkeit vor.

Die befragten Unternehmen stammen vorwiegend aus dem Maschinenbau sowie den Branchen Elektrotechnik, Feinmechanik und Optik (je zehn Nennungen) gefolgt von der chemischen und pharmazeutischen Industrie mit drei Nennungen, sechs weitere Unternehmen gehören sonstigen Wirtschaftszweigen an.

Gefragt nach ihren Erfahrungen mit Unternehmensübernahmen in Japan haben 27 der 29 mittleren und mittelgroßen Unternehmen Angaben zu M&A als strategische Option im Japangeschäft gemacht. Ein Unternehmen hat den Erwerb eines japanischen Unternehmens bereits vollzogen, sechs weitere Firmen ziehen M&A in Erwägung, ein Unternehmen darunter hat die Planungs- und Vorbereitungsphase weitgehend abgeschlossen. Zwei Unternehmen gaben an, z.Z. intensiv Informationen zu beschaffen und aufzubereiten, drei Befragte sind immerhin grundsätzlich interessiert. Etwa ein Viertel der befragten mittleren bis mittelgroßen Unternehmen hat damit bereits M&A in Japan ins Auge gefaßt, mit 20 Nennungen gaben fast 70 Prozent an, kein Interesse an M&A in Japan zu haben. „Für uns sind M&A in Japan keine Option, da wir eine andere Auslandsstrategie (alles eigenständig aufbauen) verfolgen“, so einer unserer Gesprächspartner.

Im Vorfeld der Unternehmensübernahme stehen für die Befragten (insgesamt vier Firmen machten Angaben zu Maßnahmen im Vorfeld des Unternehmenserwerbs) in erster Linie die Analyse der Marktteilnehmer in Japan sowie die genaue Untersuchung der finanziellen Verhältnisse des Zielunternehmens auf dem Programm (je drei Nennungen). Auch ein Vorteilhaftigkeitsvergleich zwischen M&A und anderen Formen der Markterschließung sowie die Analyse der rechtlichen Verhältnisse sind wichtige Maßnahmen (je zwei Nennungen). Nur ein Unternehmen gab an, im Vorfeld des Unternehmenserwerbs noch einmal die eigene Japanstrategie unter die Lupe zu nehmen.

Fünf Befragte machten Angaben zu den Zielunternehmen. Gefragt sind insbesondere kleine und mittlere, von einem Eigentümerunternehmer geführte Unternehmen (4 Nennungen). Nur zwei Firmen können sich vorstellen, einen Geschäftsbereich oder eine Division aus einem (konzernzugehörigen) Unternehmen herauszulösen. Zwei Unternehmen suchen Partner mit gleicher Produktpalette, zwei weitere wollen ihr Produktprogramm durch M&A ergänzen. Ein weiteres Unternehmen ist konkret an den Produktionsanlagen des Übernahmekandidaten interessiert.

Sechs Unternehmen äußerten sich zu Vorteilen eines Unternehmenserwerbs in Japan. Die Befragten versprechen sich von M&A in erster Linie die Verfügbarkeit über Kundenstamm und Absatzkanäle (drei Nennungen), mit je zwei Nennungen folgen die „Reduzierung von Aufbauarbeit und Aufbaukosten“, „Synergieeffekte“ und „Marktnähe“. Die Befragten zählen außerdem eine Erhöhung des Marktanteils, Serviceverbesserung und Produktionskapazitäten zu den Vorteilen des Unternehmenserwerbs.

Zu den Schwierigkeiten bei einer Unternehmensübernahme in Japan machten fünf Unternehmen Angaben. Vor große Probleme stellt die Befragten die Integration unterschiedlicher Unternehmenskulturen (drei Nennungen), auf den Plätzen folgen die „Beschaffung zuverlässiger Informationen über das Zielunternehmen“, die „Koordination der Aktivitäten“ und die „Partnerwahl“. Einer unserer Gesprächspartner betonte: „Ein Problem bei M&A in Japan ist die Unerfahrenheit typischer japanischer Unternehmen in der Zusammenarbeit mit ausländischen Partnern.“ Nur einer der Befragten sieht im Zusammenhang mit M&A keine Probleme. „M&A stellen für uns kein Problem dar, M&A stehen bei uns auf der Tagesordnung“, hieß es während des Telefonats.

Nur zwei Unternehmen konnten Angaben zur Form der Akquisition machen, in beiden Fällen wurde der Erwerb der Gesellschaftsanteile (*share deal*) als Form der durchgeführten bzw. konkret geplanten Übernahme durch die deutsche Muttergesellschaft genannt.

## **Die Bedeutung von M&A im Rahmen der zukünftigen Japanstrategie mittlerer und mittelgroßer Unternehmen**

Immerhin zwei der befragten 29 mittleren bis mittelgroßen Unternehmen gaben an, ihr Japanengagement in den nächsten Jahren durch M&A ausweiten zu wollen. In einem Fall steht das Interesse an den Produktionskapazitäten des Zielunternehmens im Vordergrund, im anderen Fall sucht das deutsche Unternehmen nach einer im Bereich Direktmarketing tätigen japanischen Firma. „Wir haben Firmen angeschaut, wenn die Umstände richtig sind, wären wir bereit zu mergen“, so der Stand der Dinge bei einem unserer Gesprächspartner.

## **Vergleich mit ausgewählten Ergebnissen der Unternehmensbefragung des Institutes der deutschen Wirtschaft Köln im Auftrag der Stiftung Industrieforschung**

An der Befragung haben 243 Unternehmen teilgenommen, 18 Prozent haben eine eigene Niederlassung in Japan. 17 Prozent der Unternehmen mit Niederlassung haben bis zu 100 Beschäftigte, weitere 17 Prozent zwischen 101 und 1000 Beschäftigte, 60 Prozent der Unternehmen haben mehr als 1000 Beschäftigte, 6 Prozent machten keine Angaben. 44 Prozent der Unternehmen ohne Niederlassung haben bis zu 100 Beschäftigte, 39 Prozent zwischen 101 und 1000 Beschäftigte, nur 12 Prozent der Unternehmen haben mehr als 1000 Beschäftigte, 5 Prozent machten keine Angaben. 35 Prozent der Unternehmen gehören einem Konzern an, 65 Prozent sind selbstständige Unternehmen.<sup>3</sup>

Der Themenbereich M&A wird nur am Rande berührt. Nur drei Prozent der Unternehmen ohne eigene Niederlassung können sich vorstellen, ihr Engagement in Japan durch den Erwerb japanischer Unternehmen auszuweiten, M&A spielen damit kaum eine Rolle in den Zukunftsplanungen.<sup>4</sup> 36 Prozent der Unternehmen mit eigener Niederlassung in Japan erwarten, daß die Reformen den Erwerb japanischer Unternehmen erleichtern können, das Instrument M&A könnte damit stärker als bisher genutzt werden. 30 Prozent der Unternehmen sehen für die Zukunft jedoch keine Bedeutungszunahme von M&A.<sup>5</sup>

## **Informationsbedarf und Informationsquellen**

In der laufenden Untersuchung des FIP wird auch das Informationsverhalten der Unternehmen angesprochen. Die Antworten der Befragten machen deutlich, daß die umfassende Aufbereitung von Informationen über Branchenstruktur, Marktvolumen und Marktteilnehmer im Vorfeld von M&A eine große Rolle spielt. Die Unternehmen haben jedoch nur sehr vereinzelt angegeben, Informationsquellen verstärkt zu nutzen: kein Exporteur und nur sieben Direktinvestoren nannten von ihnen in den letzten Jahren zunehmend in Anspruch genommene Informationsangebote, nach Größenklassen differenziert steht es 4:3 für mittlere bis mittelgroße Unternehmen. Genannt wurden u.a. das Internet, eine verstärkte unternehmensinterne Kommunikation und organisatorisch engere Kontakte, organisatorische Einheiten, die sich mit der Region befassen, aber auch Fachliteratur sowie Zeitungen und Zeitschriften. „Man liest noch intensiver“, so einer der Befragten im Gespräch.

Nur acht Prozent der vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln befragten Unternehmen mit eigener Niederlassung in Japan gaben an, bei der Übernahme von Unternehmen externe Dienstleister in Anspruch zu nehmen.<sup>6</sup>

---

<sup>3</sup> Vgl. Institut der deutschen Wirtschaft Köln (1999), S. 5-7.

<sup>4</sup> Vgl. ebd., S. 12-13.

<sup>5</sup> Vgl. ebd., S. 31.

<sup>6</sup> Vgl. ebd., S. 23-24.

Dabei hatten die Ergebnisse einer 1995 in Zusammenarbeit mit dem ifo Institut für Wirtschaftsforschung unter rund 480 deutschen Unternehmen durchgeführten empirischen Untersuchung zum Marktzugang für deutsche mittelständische Unternehmen in Japan bereits den hohen Informationsbedarf der Unternehmen über Konkurrenten und potentielle Partner (71 Prozent), Branchenstruktur und Marktdaten (46 Prozent) sowie Marktzugang (44 Prozent) aufgezeigt.<sup>7</sup>

### Zusammenfassung der Ergebnisse

Hier soll nur sehr vorsichtig versucht werden, einige interessante Folgerungen zu formulieren. Zurückhaltung ist um so eher angebracht, als es sich bezüglich der FIP-Befragung wie bereits betont nur um Zwischenergebnisse handelt. Immerhin sollen dieses vorsichtige Fazit und die Diskussion im Workshop dabei helfen, die weiteren Untersuchungsschritte zu planen.

Immerhin ein Drittel der Unternehmen bekundet Interesse an M&A (sieben mittlere bis mittelgroße und sieben große Unternehmen; zwei Exporteure und 12 Direktinvestoren), fünf Prozent haben M&A als strategische Option geprüft und verworfen, fünf Prozent haben keine Angaben gemacht und 57 Prozent der Unternehmen sind nicht interessiert.

M&A stellen damit nach den bisher vorliegenden Ergebnissen in erster Linie für Großunternehmen mit Direktinvestitionen in Japan ein attraktives Instrument zur Ausweitung des Japanengagements dar. Die Antworten der mittleren bis mittelgroßen Unternehmen zeigen jedoch, daß es sich auch für diese Firmen lohnen kann, M&A ernsthaft zu prüfen.

Größter Vorteil ist die Verfügbarkeit über Kundenstamm und Absatzkanäle gefolgt von Marktnähe. Probleme bereiten insbesondere die Integration unterschiedlicher Unternehmenskulturen und die Beschaffung zuverlässiger Informationen über das Zielunternehmen.

### Literatur

INSTITUT DER DEUTSCHEN WIRTSCHAFT KÖLN (1999): *Japan – der vergessene Markt? Erfahrungen deutscher Unternehmen im Japangeschäft, Ergebnisse der Unternehmensbefragung im Auftrag der Stiftung Industrieforschung*, Köln: Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 1999.

PASCHA, WERNER; RAINER SCHWARZ (1996): *Das Engagement nordrhein-westfälischer Unternehmen mit Direktinvestitionen in Japan. Eine empirische Untersuchung, GfW Service – Thema: Wirtschaftsförderung*, Düsseldorf: Gesellschaft für Wirtschaftsförderung Nordrhein-Westfalen mbH, 1996.

SCHWARZ, RAINER (1999): *Marktzugang für deutsche mittelständische Unternehmen in Japan. Eine empirische Untersuchung*, in: ifo Studien zur Japanforschung, Nr. 14, München: ifo Institut für Wirtschaftsforschung, 1999.

---

<sup>7</sup> Vgl. Schwarz (1999), S. 129, 294-295.

# 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 Monoporgesetzes 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.<sup>8</sup> 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.<sup>9</sup> 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.<sup>10</sup> 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.

---

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> Nihon Keizai Shimbun vom 12.12.1999, S. 1.

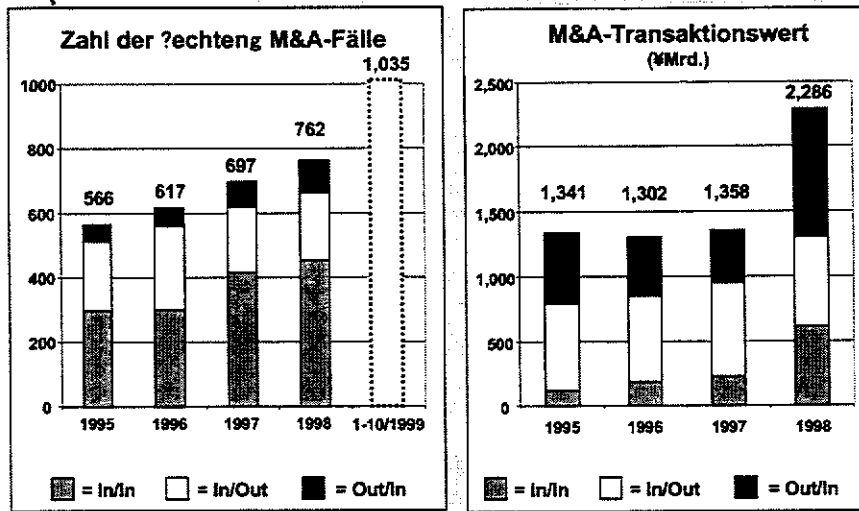
<sup>10</sup> McKinsey (1999)



Abb. 1:



## Unterentwickelter, aber wachsender M&A-Markt in Japan



Quelle: Daiwa Securities, Recof/Roland Berger & Partner

© Deutsches Institut für Japanstudien

FS 1/000013

## 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.<sup>11</sup> 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 Übernahmeveruche.<sup>12</sup> 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.<sup>13</sup> 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

<sup>11</sup> Siehe Darstellungen zum japanischen Unternehmenssystem etwa bei Abegglen/Stalk (1986), Aoki (1994), Fruin (1992), Odagiri (1994)

<sup>12</sup> Kester (1991)

<sup>13</sup> NLI Research Institute (1999)

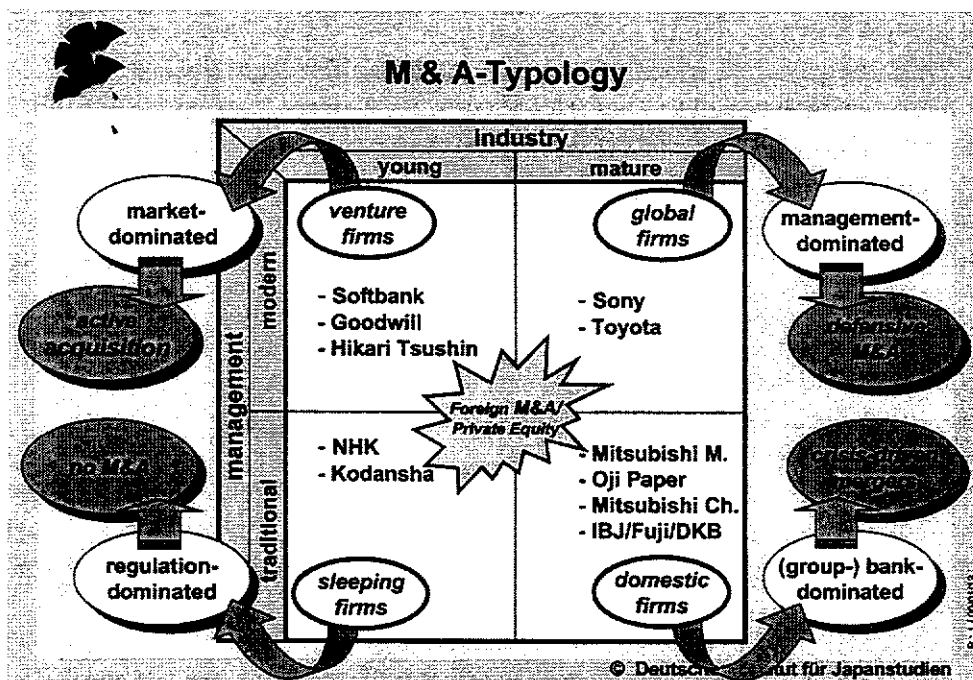
dazu geführt, daß die Mehrheit der Aktien nicht gehandelt wird. Übernahmeversuche, insbesondere feindlicher Art, sind daher von vorneherein zum Scheitern verurteilt.

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– sukzessive dereguliert wird, forcierte der Mega-Merger von Exxon, 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 interpretieren.

Kennzeichnend für diese Art von großen, horizontalen Zusammenschlüssen 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 tokubetsu-sōchihō*) 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, zustande gekommen 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.

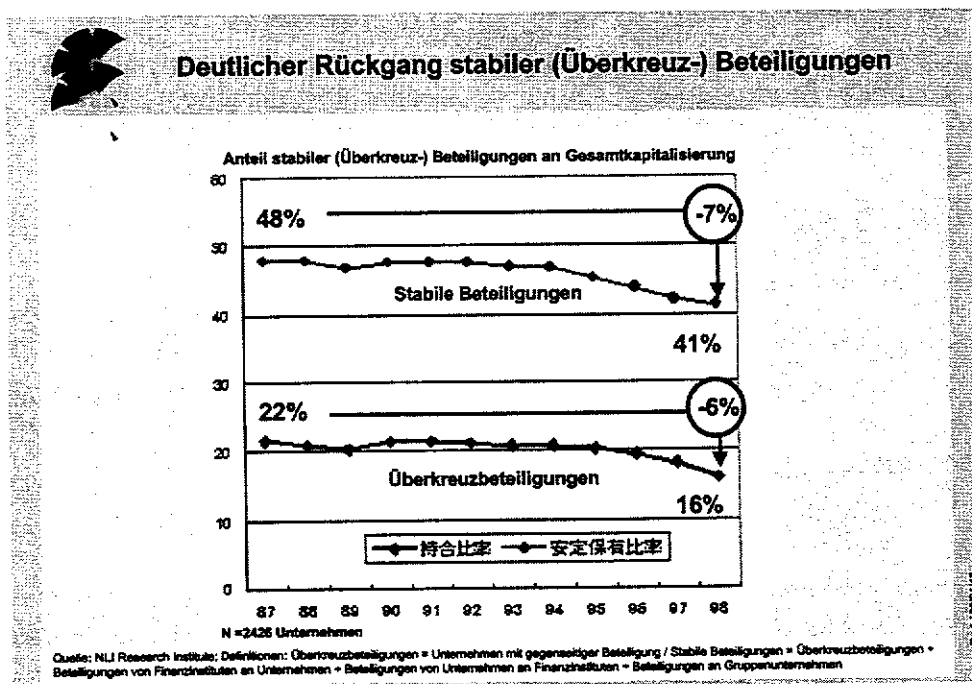
Zwei Triebkräfte hinter dieser Entwicklung lassen sich hervorheben:

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:

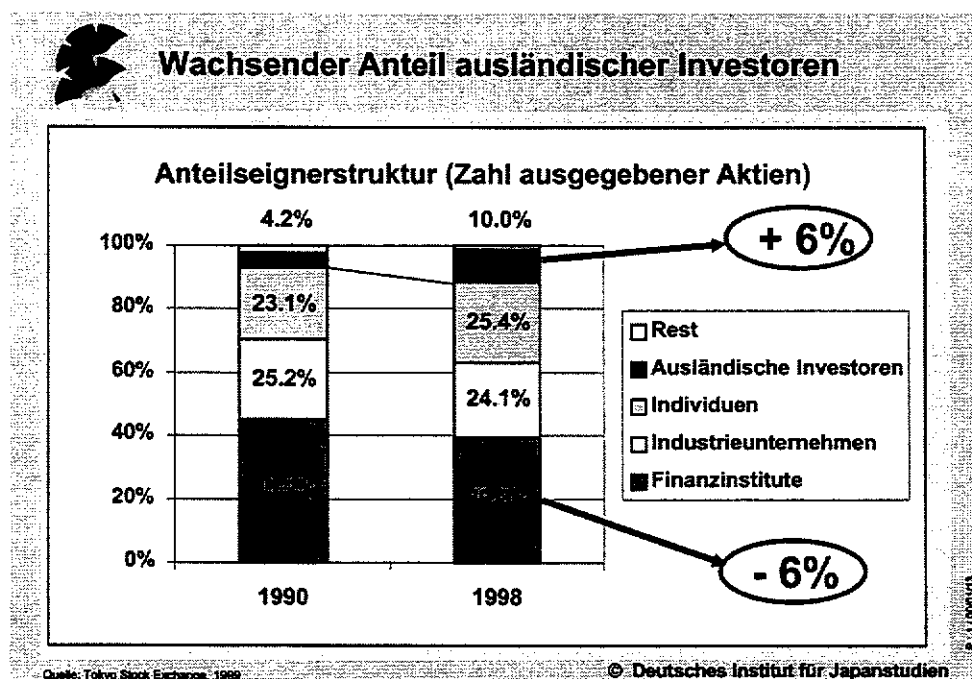


Die Last der uneinholbaren Kredite, der globale Druck zur Stärkung der Rentabilität und Finanzkraft, sowie die Notwendigkeit zur Anpassung und Einhaltung internationaler Eigenkapitalstandards (BIZ-Standards) zwingen japanische Banken zur Sanierung ihrer Bilanzen und zur Bereinigung ihres Beteiligungsportfolios. 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.<sup>14</sup>

**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-

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

mobilitätsindustrie. Die im internationalen Vergleich deutlich niedrigere Kapitalrentabilität japanischer Industrieunternehmen <sup>15</sup>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.<sup>16</sup>

Die zunehmende Rentabilitätsorientierung japanischer Unternehmen wird auch durch jüngste empirische Erhebungen bestätigt. Einer Umfrage des japanischen Unternehmensverbandes, 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.<sup>17</sup>

Der Verkauf von Finanzbeteiligungen und insbesondere die Trennung von unrentablen und/oder wenig zukunftssträchtigen 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 Bankautomatengeschäftes an Oki Electric, Verkauf von Teilen des Weiße Ware Bereiches an Nidec Corporation, Zusammenlegung des Klimagerätegeschäftes mit 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.<sup>18</sup> 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-

---

<sup>15</sup> OECD (1996)

<sup>16</sup> The Diamond Weekly vom 23.10.1999, S. 28-92.

<sup>17</sup> Keizai Doyukai (1996)

<sup>18</sup> 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 entwickeln 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 starkem globalen Wettbewerb wie die Automobilindustrie, die Elektronik oder die Telekommunikation als besonders virulent. Um so wichtiger wird aus Unternehmenssicht die Pflege langfristiger 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 Übernahmeveruche 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<sup>19</sup>, oder die Ankündigung von Sony, drei börsennotierte Tochtergesellschaften auf dem Wege des Aktientausches in Verbindung mit De-Listing in den Konzern zu reintegrieren<sup>20</sup>, lassen sich –neben anderer strategischer Motive– auch als Beispiele für defensiv orientierte M&A-Strategien zur Stärkung des Konzernzusammenhaltes und zur Präventivmaßnahme gegen etwaige Übernahmeveruche 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 Gegenteil, 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.

---

<sup>19</sup> Nikkei Weekly vom 19.4.1999, S. 1/27.

<sup>20</sup> 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 To-System, die immer wieder zitiert werden<sup>21</sup>, 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 zukunftssträchtige 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.<sup>22</sup> 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-

<sup>21</sup> Kester (1991) / Muramatsu (1995)

<sup>22</sup> 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.<sup>23</sup> 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<sup>24</sup> 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 diversifizierte 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 zukunftssträchtigen 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<sup>25</sup>, 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 Comms 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 zukunftssträchtigen Dienstleistungsbereich avancieren.<sup>26</sup>

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

---

<sup>23</sup> Nihon Keizai Shimbun vom 25.12.1999, S. 3.

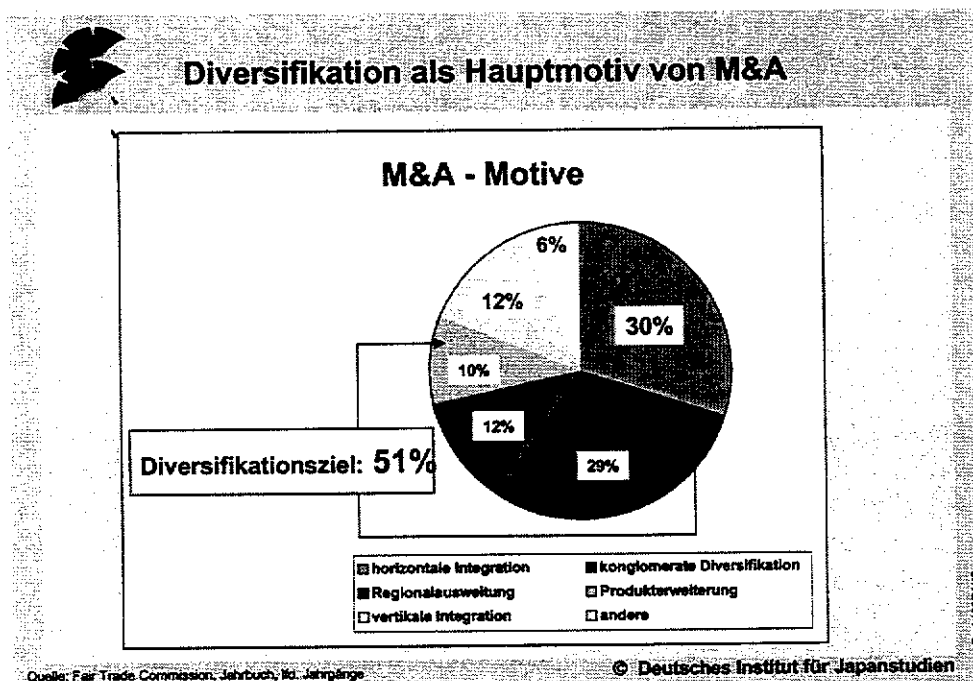
<sup>24</sup> <http://www.hikari.co.jp/>

<sup>25</sup> <http://www.gwg.co.jp/>

<sup>26</sup> 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 Eigentümer/Unternehmer den Verkauf des Unternehmens zunehmend als legitimes und probates Mittel der Nachfolgesicherung.<sup>27</sup> 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 Ausstieg aus der Investition („Exit“) schaffen, um so die Kapitalerträge realisieren zu können. Die bedeutendste „Exit“-

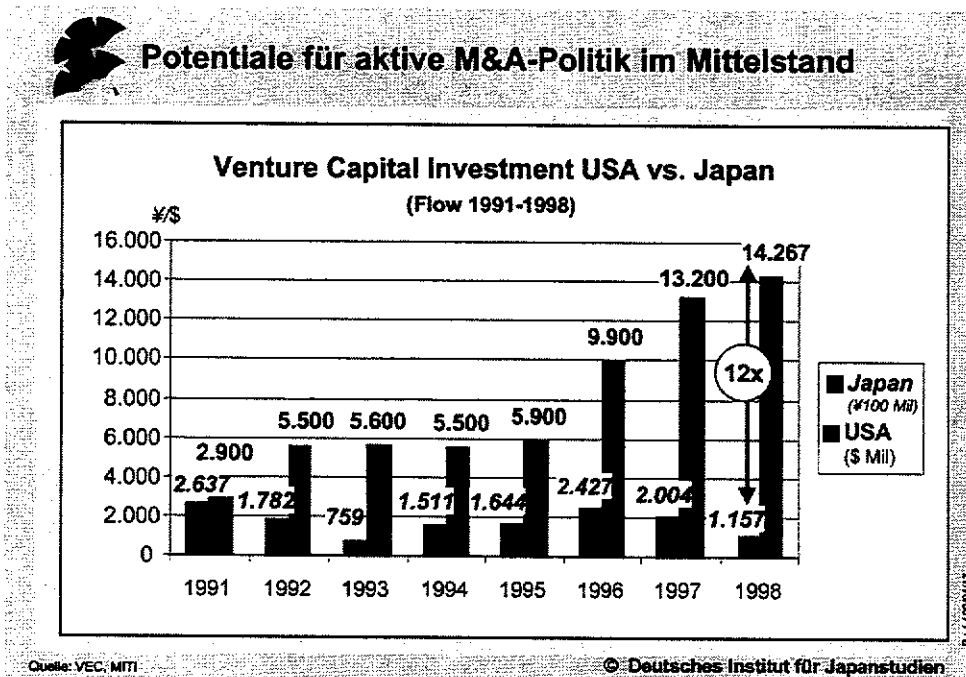
<sup>27</sup> Nihon Shōken Keizai Kenkyūjo (1990) / Nihon Keizai Shimbun vom 29.10.1999, S. 1.

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).<sup>28</sup>

**Abb. 6:**



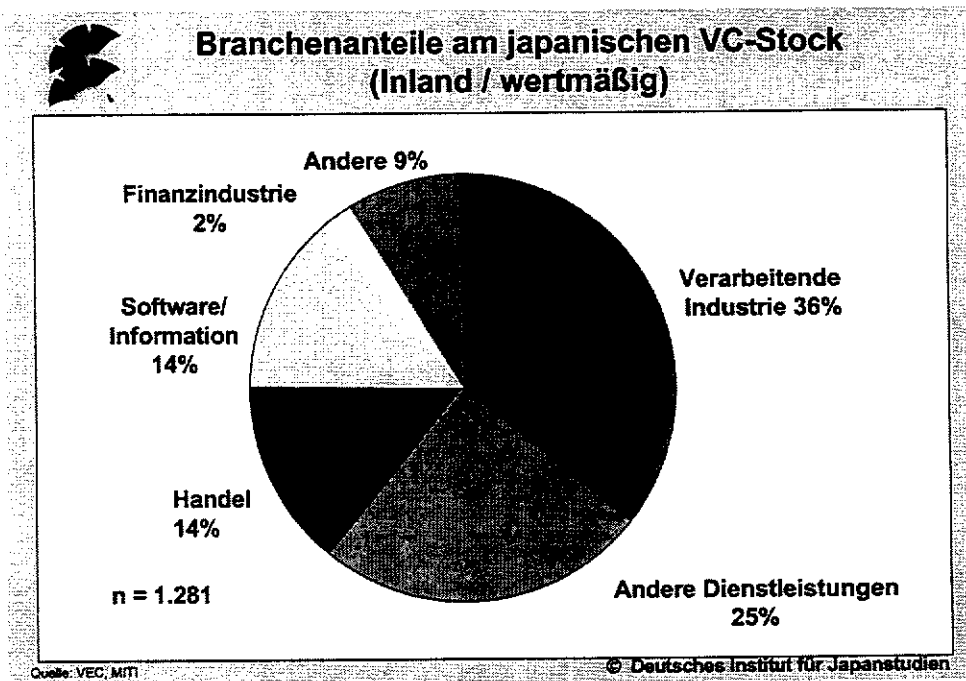
Der amerikanische Venture-Capital-Stock war 1998 mit einem Volumen von \$84,2 Mrd. um Faktor 11 größer als der japanische (¥ 761 Mrd. bzw. \$7,5 Mrd.) mit einer deutlichen Tendenz in Richtung einer akzelerierten Ausweitung dieser Differenz. Allein im zweiten Quartal 1999 wurden in den USA \$7,6 Mrd.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

<sup>28</sup> 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 bedeutendste Anteil ihrer 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:<sup>29</sup>

- Fehlende Haftungsbeschränkung für passive Investoren in einer Investment Partnership: Bis zur Verabschiedung des „Limited Partnership Act for Venture Capital Investment“ (*tōshi jigyō yūgensekinin kumiai hō*) zum 1.11.1998 waren alle Mitglieder einer Partnership unbeschränkt haftbar. Das neue Gesetz beschränkt die Haftung der passiven Investoren auf ihre Einlage, während die aktiven Investoren und Manager unverändert mit ihrem gesamten Privatvermögen 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.<sup>30</sup> 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, Merrill 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<sup>31</sup>
- ein von Daiwa SCBM, Sumitomo Corporation und GE Capital errichteter und mit ¥300 Mrd. kapitalisierter M&A-Fond<sup>32</sup>
- 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<sup>33</sup>
- 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<sup>34</sup>

---

<sup>29</sup> MITI (1999)

<sup>30</sup> Rückert/Naumann (1999)

<sup>31</sup> Nihon Keizai Shimbun vom 21.11.1999, S. 1.

<sup>32</sup> Nihon Keizai Shimbun vom 10.11.1999, S.5.

<sup>33</sup> Nihon Keizai Shimbun vom 5.3.1999, S. 11.

<sup>34</sup> 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.<sup>35</sup> 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<sup>36</sup> lassen die These berechtigt erscheinen, daß auch in Japan hier die bedeutendsten 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.<sup>37</sup>

### 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.

<sup>35</sup> Nihon Keizai Shimbun vom 12.12.1999, S. 1.

<sup>36</sup> Nihon Keizai Shimbun vom 30.12.1999, S. 7 / Der jüngste Zusammenschluß von Time Warner und AOL ist ein Paradebeispiel für diese Entwicklung

<sup>37</sup> 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 vielversprechendsten Potentiale für externe Wachstumsstrategien, deren Mobilisierung in einem quantitativ bedeutsamen Maße allerdings wesentlich von der Etablierung einer 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.<sup>38</sup> 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.<sup>39</sup> 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 of Attributes: A Survey and Research Agenda*. In: Aoki, Masahiko / Dore, Ronald: *The Japanese Firm – Sources of Competitive Strength*. Oxford / New York, 1994, S. 11-40.

<sup>38</sup> 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.

<sup>39</sup> 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 kigyō 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 (unveröffentlichtes 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.

# Gestaltungsmöglichkeiten und praktische Umsetzung von M&A in Japan

Udo Henkel, Markus Janssen

## 1. Einleitung

In den folgenden 45 Minuten möchte ich mich den Gestaltungsmöglichkeiten und der praktischen Umsetzung von Unternehmenskäufen und Unternehmenszusammenschlüssen in Japan widmen. Dabei soll auf folgende vier Themengebiete eingegangen werden: Zunächst einmal steht die Frage im Vordergrund, welche Unternehmen als potentielle Zielgesellschaften in Betracht kommen. Dabei geht es zum einen um die förderungs- und steuerrechtliche Definition von KMU. Zum anderen wird gezeigt, welcher Rechtsform sich Unternehmen in Japan und insbesondere KMU bedienen. Ein Blick auf die Corporate Governance soll Grundregeln und Umfeld des Managements bzw. der Verwaltung japanischer Unternehmen verdeutlichen. In der praktischen Umsetzung von M&A folgt daraus, auf welche Art und Weise sich Interessenten einer Zielgesellschaft nähern sollten, insbesondere wer hier als Ansprechpartner in Betracht kommt. Der dritte Themenschwerpunkt widmet sich den Gestaltungsmöglichkeiten von M&A in Japan, das heißt also insbesondere dem Erwerb von Gesellschaftsanteilen (*Share Deal*) sowie dem Geschäftserwerb bzw. dem Erwerb einzelner Wirtschaftsgüter (*Asset Deal*). Abschließend soll im vierten Teil auf technische Aspekte (Absichtserklärung, Kaufpreisermittlung, Due Diligence, Kaufvertrag etc.) des Unternehmenskaufs in Japan eingegangen werden.

## 2. Zielgesellschaften: KMU-Definition und Rechtsformen

### 2.1 Definition von KMU

Artikel 2 Grundlagengesetz für Klein- und Mittelunternehmen (*chūshō kigyō kihon-hō*) definiert als KMU Transport-, Bergbau- oder Bauunternehmen mit einem Grundkapital von bis zu 100 Millionen Yen und höchstens 300 Vollzeitbeschäftigten, Unternehmen im Tätigkeitsbereich des Großhandels mit einem Grundkapital von höchstens 30 Millionen Yen und nicht mehr als 100 Vollzeitbeschäftigten sowie Gesellschaften im Bereich der Dienstleistungen und des Einzelhandels mit einem Grundkapital von maximal zehn Millionen Yen und nicht mehr als 50 Vollzeitbeschäftigten. Auf der Grundlage des Gesetzes erhalten diese Unternehmen besondere staatliche Förderungsmittel, so etwa bei der Einführung neuer Technologien, im Bereich des Arbeitsrechts oder bei der Gewährung staatlicher Kredite. Allerdings setzt das Grundlagengesetz für KMU nur die Rahmenbedingungen fest. Die konkrete Ausgestaltung der Förderungsmittel bleibt anderen Einzelgesetzen und Durchführungsverordnungen vorbehalten.

Steuerrechtlich gelten Gesellschaften als KMU, die ein Grundkapital von höchstens 100.000.000 Yen und bis zu 1.000 Vollzeitbeschäftigten aufweisen und nicht Tochtergesellschaft von einem Unternehmen sind, das seinerseits kein KMU ist (Artikel 42 Absatz 6 Steuerspezialmaßnahmen-gesetz, Japanisch *tokubetsu sōchi-hō*). Zur Unterstützung dieser Unternehmen gewährt der Staat zahlreiche Steuervergünstigungen, insbesondere erhöhte Abschreibungsmöglichkeiten. Neben solchen förderungsrechtlich motivierten Vorteilen für KMU sieht das Steuerspezialmaßnahmen-gesetz (in Art. 62 Absatz 4) für Unternehmen mit einem Grundkapital von mehr als 50 Millionen Yen (teilweise) die Aussetzung der Nicht-Abzugsfähigkeit der Bewirtungskosten (die ansonsten in Japan trotz oder gerade wegen deren großen Umfangs nicht abzugsfähig sind) nach allgemeinem Körperschaftsteuerrecht vor (- bei Grundkapital bis zu 50 Millionen Yen sind

80 Prozent von bis zu drei Millionen Yen, also bis zu 2,4 Millionen Yen und bei Grundkapital höchstens zehn Millionen Yen sind 80 Prozent von bis zu vier Millionen Yen, also bis zu 3.2 Millionen Yen abzugsfähig). Dies ist aber eher eine Besitzstandswahrung für Kleinunternehmen als eine Förderungsmaßnahme für KMU.

In keinem direktem Zusammenhang mit der förderungs- und steuerrechtlichen Definition von KMU steht die handelsrechtliche Einteilung von Aktiengesellschaften in kleine, mittlere und große Gesellschaften. Auswirkungen hat diese Einteilung nur für den Prüfungsbereich. Danach ist für große Aktiengesellschaften (Gesellschaften mit einem Grundkapital von mindestens 500 Millionen Yen sowie Verbindlichkeiten von über 20 Milliarden Yen) seit der Aktienrechtsreform im Jahre 1974 die Prüfung des Jahresabschlusses durch einen Wirtschaftsprüfer oder eine Prüfungsgesellschaft erforderlich. Auch die praxisrelevante Frage der steuerrechtlichen Abzugsfähigkeit von Bewirtungskosten, die je nach Größe des Unternehmens unterschiedlich ist, steht nicht im Zusammenhang mit der steuerrechtlichen Definition von KMU.

## 2.2 Gesellschaftstypen

Als Gesellschaftstypen sieht das japanische Recht die offene Handelsgesellschaft (*gōmei kaisha*), die Kommanditgesellschaft (*gōshi kaisha*) sowie die GmbH (*yūgen kaisha*) und die Aktiengesellschaft (*kabushiki kaisha*) vor. Anders als im deutschen Recht sind auch die Personengesellschaften oHG und KG als juristische Personen ausgestaltet. Träger von Rechten und Pflichten sind in diesem Fall nicht die Gesellschafter, sondern die Gesellschaft. Ebenfalls im Unterschied zum deutschen Recht können juristische Person nicht unbeschränkt haftender Gesellschafter einer anderen Handelsgesellschaft sein (Artikel 55 Handelsgesetz, im Folgenden „HG“). Mischformen im Schnittbereich zwischen Personen- und Kapitalgesellschaften wie die GmbH & Co. KG sind dem japanischen Recht daher fremd. Neben diesen vier nicht transparenten Gesellschaftstypen kennt das japanische Recht als steuer- und handelsrechtlich transparente Rechtsform nur die Gesellschaft bürgerlichen Rechts und die stille Gesellschaft. In beiden Fällen erfolgt eine Besteuerung alleine auf Gesellschafterebene, so daß diese Gesellschaftstypen insbesondere für steuerliche Gestaltungen genutzt werden.

Zum Ende des Jahres 1997 waren in Japan 19.000 Unternehmen als oHG, 78.000 als KG, 1.613.000 als GmbH und 1.225.000 als Aktiengesellschaft inkorporiert. Daran zeigt sich, daß Personengesellschaften in der Praxis kaum vorkommen. Der Grund hierfür liegt insbesondere in der ungünstigen Kombination aus unbeschränkter persönlicher Haftung einerseits und Körperschaftsbesteuerung andererseits. Anders als im deutschen Steuerrecht wird der Nachteil der persönlichen Haftung nicht durch Vorteile im Rahmen der Besteuerung aufgehoben. Die GmbH ist zwar zahlenmäßig die in Japan am häufigsten anzutreffende Gesellschaftsform. In der Praxis kommt der GmbH jedoch nur eine untergeordnete Bedeutung zu, da die GmbH regelmäßig nur als „Innengesellschaft“ ohne eigenen Kundenverkehr auftritt. Im Rechtsverkehr ist praktisch nur die Aktiengesellschaft mit ihrem höheren Mindestkapital von zehn Millionen Yen akzeptiert. Damit läßt sich im Ergebnis festhalten, daß die Aktiengesellschaft nicht nur für Großunternehmen, sondern auch für KMU die dominante Rechtsform im Wirtschaftsverkehr ist.

Mit der Aktiengesellschaft wird der Wirtschaftsverkehr damit von einer, -die Mitwirkung des Managements vorausgesetzt (siehe sogleich unten 3) - prinzipiell übernahmeanfälligen Gesellschaft beherrscht. Da M&A für japanisches Management, zumindest im eigenen Lande, aber lange ein Tabu war, überrascht es wenig, daß feindliche Übernahmen in Japan bislang kaum vorkamen und auch abgestimmte Akquisitionen selten waren. Als Gründe dafür lassen sich im hier vorgegebenen Rahmen kurz folgende Faktoren nennen: Die Bevorzugung eines internen gegenüber eines externen Wachstums; ein Unternehmensverständnis, bei dem die Angestellten die Gesellschaft als „ihr Unternehmen“ betrachten; ein schwacher externer Arbeitsmarkt; die Absicherung einer Geschäftsbeziehung durch den Erwerb von Anteilen des Geschäftspartners;

der wechselseitige Anteilsbesitz von Aktien innerhalb von Unternehmensgruppen (*keiretsu*); langfristig ausgestaltete Geschäftsbeziehungen sowie insbesondere eine Zurückhaltung gegenüber ausländischen Unternehmen als potentiellen neuen Arbeitgebern.

Diese Situation hat sich in den letzten Jahren nachhaltig gewandelt. Auch die Gründe für diesen Wandel lassen sich hier nur stichwortartig skizzieren: Zu nennen ist hier insbesondere die seit Jahren anhaltende Rezession in Japan. Um die erforderliche Restrukturierung der Unternehmen zu fördern und ermöglichen, ist M&A mittlerweile vom Gesetzgeber als Restrukturierungsmaßnahme gesetzlich anerkannt (so insbesondere im „Sondermaßnahmengesetz zur Wiederherstellung der Leistungsfähigkeit der Industrie“, Gesetz Nr. 131 vom 13. August 1999). Finanzierungsprobleme und die restriktive Kreditvergabe von Banken machen M&A als Finanzierungsmittel attraktiv; M&A wird so schließlich als ein akzeptabler Lösungsansatz für die Nachfolgeproblematik (insbesondere aufgrund hoher Erbschaftssteuer und der anstehenden geburten-schwachen Jahrgänge) vieler Unternehmen propagiert. Durch die Handelsgesetzreform im Jahr 1999 ist eine erleichterte Konzernbildung gegen den Willen von Minderheitsaktionären ermöglicht worden (Aktientausch). Schließlich erhöht auch die hohe Arbeitslosigkeit die Bereitschaft der Angestellten für ein ausländisches Unternehmen tätig zu werden.

Im Ergebnis bieten sich damit für ausländische Gesellschaften neue Investitionsmöglichkeiten in Japan. Während sich die M&A-Aktivitäten ausländischer Unternehmen in Japan bislang überwiegend auf den sukzessiven Erwerb eigener Zuliefer- und Vertriebsstrukturen beschränkten, ist derzeit ein gezielter Markteintritt über den Erwerb von japanischen Gesellschaften möglich.

### 3. Aspekte der Corporate Governance

Hat sich eine ausländische Gesellschaft zum Erwerb einer japanischen Gesellschaft entschlossen, so stellt sich in einem zweiten Schritt die Frage, wie auf die Zielgesellschaft zugegangen werden soll. Angesprochen ist damit die Frage nach der Kontrolle des Unternehmens bzw. der Kontrolle der Verwaltung (*Corporate Governance*). Dabei lassen sich verschiedene Interessengruppen (*stake holder*) unterscheiden. In Betracht kommen hier der Verwaltungsrat mit einem Präsidenten an der Spitze, Banken (insbesondere die Hauptbank der Gesellschaft), Angestellte, die Anteilseigner oder auch die Aufsichtsorgane (interne Prüfer) des Unternehmens.

Aus zeitlichen Gründen können hier nur einige zentrale Aspekte der Corporate Governance-Diskussion in Japan herausgegriffen werden. Hervorzuheben ist insbesondere die schwache Position der Aktionäre. Bei großen Gesellschaften beträgt die durchschnittliche Dauer der Hauptversammlung in der Regel weniger als 30 Minuten; bei kleinen und mittleren Aktiengesellschaften werden Hauptversammlungen oftmals überhaupt nicht oder nur auf dem Papier durchgeführt. Lediglich für Großaktionäre besteht die Möglichkeit, außerhalb der Hauptversammlung im Wege einer informellen Zusammenarbeit auf den Verwaltungsrat Einfluß zu nehmen. Kleinaktionäre sind hingegen letztlich auf die Geltendmachung derjenigen Rechte beschränkt, die ihnen außerhalb der Hauptversammlung zustehen. Dies gilt vor allem für die Aktionärsklage, mit der auch einzelne Aktionäre einen Schadenersatzanspruch bei Mißbrauchsfällen gegenüber den Leitungsorganen der Gesellschaft durchsetzen können.

Schwach ist auch die Position der internen Prüfer (*kansayaku*). Dafür lassen sich eine Reihe von Gründen aufzählen. Hervorzuheben ist hier, daß die Prüfer von der Hauptversammlung auf Vorschlag des Verwaltungsrates gewählt werden. Derartige Vorschläge werden in der Praxis so gut wie nie zurückgewiesen. Im Ergebnis verdanken damit die Prüfer ihr Amt demjenigen Organ, dessen Kontrolle ihnen obliegt. Weiterhin ist zu berücksichtigen, daß der Verwaltungsrat – anders als nach deutschem Recht – von der Hauptversammlung direkt gewählt wird. Den Prüfern fehlt damit gegenüber dem Verwaltungsrat eine wichtige Disziplinierungsmaßnahme.

Damit zeigt sich bereits, daß es sich bei dem Verwaltungsrat um das wichtigste Organ der Aktiengesellschaft handelt. Der Verwaltungsrat wird direkt von der Hauptversammlung gewählt. Ihm kommt eine weitreichende Entscheidungskompetenz in den Angelegenheiten der Gesellschaft zu. Insbesondere hat er die Kompetenz, neue Aktien im Rahmen des genehmigten Kapitals an Aktionäre auszugeben, wodurch sich das Beteiligungsverhältnis und insbesondere auch die Mehrheitsbeteiligung an dem Unternehmen verschieben kann. Das genehmigte Kapital kann dabei bis zum vierfachen des eingezahlten Kapitals festgesetzt werden und wird in der Praxis auch bei großen Gesellschaften in der Regel bei mehr als dem Zweifachen gehalten (durch entsprechende Festsetzung in der Satzung). Zudem hat der Verwaltungsrat einen starken Einfluß auf die Angestellten und einen engen Kontakt zu den Banken. Gerade im Hinblick darauf, daß in Japan Unternehmenszusammenschlüsse in der Vergangenheit bereits mehrfach am Widerstand der Angestellten gescheitert sind, kann der Einfluß auf die Mitarbeiter im Einzelfall von entscheidender Bedeutung sein.

Verwaltungsräte umfassen in Japan oftmals mehr als 30 Mitglieder und weichen damit von ihrer Zusammensetzung und der Größe von Vorständen deutscher Prägung deutlich ab. Die eigentliche Entscheidungskompetenz konzentriert sich jedoch auf eine kleine Gruppe von vertretungsberechtigten Verwaltungsratsmitgliedern. Wichtige Entscheidungen werden nicht vom Plenum des Rates, sondern nur von der kleinen Gruppe der vertretungsberechtigten Direktoren getroffen (*jômukai*). An der Spitze des Verwaltungsrats steht der Präsident (*shachô*) des Unternehmens. Da die Vorschläge des Präsidenten in aller Regel auch innerhalb des kleinen Kreises der vertretungsberechtigten Verwaltungsratsmitglieder einstimmig akzeptiert werden, kommt dem Präsidenten eine nahezu unbeschränkte Entscheidungskompetenz zu. In der Hierarchie des Verwaltungsrates hat der sogenannte Chairman (*kaichô*) eine ambivalente Position. In den Fällen, bei denen es sich bei dem Chairman um ein vertretungsberechtigtes Mitglied des Verwaltungsrates handelt, kommt diesem die Schlüsselposition innerhalb des Verwaltungsrates zu. Ist der Chairman nicht als vertretungsberechtigtes Mitglied des Verwaltungsrates bestellt, handelt es sich jedoch regelmäßig lediglich um eine formelle Position eines „elder statesman“, ohne rechtliche oder faktische Entscheidungskompetenzen.

Damit läßt sich für den Unternehmenserwerb durch ausländische Investoren in Japan folgende Schlußfolgerung ziehen: Ist eine potentielle Zielgesellschaft lokalisiert, so sollte ein Akquisitionskonzept grundsätzlich zunächst im Wege einer informellen Zusammenarbeit mit dem Präsidenten des Unternehmens abgestimmt werden; in Einzelfällen hat eine solche Abstimmung mit dem - als vertretungsberechtigtes Mitglied des Verwaltungsrates bestellten - Chairman zu erfolgen. Die Umsetzung des Konzeptes erfolgt mit Hilfe des Präsidenten. Dieser spricht zunächst die anderen vertretungsberechtigten Mitglieder des Verwaltungsrates an, erweitert den Kreis sodann auf den gesamten Verwaltungsrat, der sich im Anschluß daran wiederum den Aktionären und Angestellten zuwendet.

#### 4. Gestaltungsmöglichkeiten von M&A

Ein japanisches Unternehmen kann entweder durch den Erwerb von Gesellschaftsanteilen (*share deal*) oder durch den Erwerb des Geschäftsbetriebes bzw. einzelner Wirtschaftsgüter (*asset deal*) erfolgen. Beim *share deal* handelt es sich um eine Gesamtrechtsnachfolge, so daß Verbindlichkeiten, Verträge, Forderungen etc. automatisch auf den Erwerber übergehen. Demgegenüber handelt es sich beim *asset deal* um eine Einzelrechtsnachfolge. Dies bietet den Vorteil, daß nur ausgewählte Mitarbeiter übernommen werden oder einzelne Forderungen bzw. Verbindlichkeiten ausgeschlossen werden können. Daneben kommt eine Kombination von *share deal* mit anschließender Verschmelzung der erworbenen Gesellschaft in Betracht (Kombinationsmodell). Im einzelnen vollziehen sich die genannten Gestaltungsmöglichkeiten wie folgt:

#### 4.1 *Share Deal*

Der Erwerb von Gesellschaftsanteilen erfordert zunächst einen formlosen schriftlichen Vertrag zwischen Erwerber und Verkäufer. Ist die Übertragung der Aktien an die Zustimmung des Verwaltungsrates gebunden (Vinkulierung), wie dies bei den meisten der nicht notierten Aktiengesellschaften in Japan der Fall ist, ist für die Übertragung zudem ein Beschluß des Verwaltungsrates der Gesellschaft erforderlich. Der Erwerb wird durch die Übergabe der Aktienzertifikate vollzogen. Im Einzelfall bestehen nach Durchführung der Transaktion Anzeigepflichten für ausländische Investoren: So hat bei dem Erwerb von mehr als fünf Prozent oder einer Beteiligungsveränderung von mehr als einem Prozent an einer börsennotierten Gesellschaft ein Bericht an die Bank of Japan zu erfolgen. Bei nicht notierten Gesellschaften ist bei dem Erwerb von mehr als zehn Prozent der Gesellschaftsanteile das Finanzministerium (über die Bank of Japan) zu informieren. Zudem hat in bestimmten Fällen (Industrien von besonderem staatlichen Interesse) eine vorherige Anzeige an das Finanzministerium oder auch an die Wettbewerbsbehörde zu erfolgen.

In bestimmten Fällen hat der Erwerber von Aktien ein öffentliches Übernahmeangebot an alle Aktionäre der Gesellschaft abzugeben. Handelt es sich bei der Zielgesellschaft um ein börsennotiertes Unternehmen oder um eine Gesellschaft mit mehr als 500 Aktionären und ein Grundkapital von mehr als 500.000.000 Yen, so hat der Erwerber von mehr als 5 Prozent der Aktien außerhalb der Börse sein Kaufangebot an alle Aktionäre zu richten. Bis zur Grenze von einem Drittel der ausgegebenen Aktien sind aber bis zu zehn Transaktionen innerhalb von jeweils 60 Tagen zulässig (- insgesamt sind also mehr als zehn Ankäufe möglich, wenn im Zeitpunkt jeden Ankaufs diese Kriterien eingehalten werden). Bei einem öffentlichen Übernahmeangebot kann der Erwerber die Anzahl der zu erwerbenden Aktien begrenzen. Ist beispielsweise die Akquisition einer Kontrollbeteiligung ausschließliches Ziel, so kann das Angebot auf den Erwerb von lediglich 51 Prozent der Aktien beschränkt und/oder bedingt werden (im Falle einer Bedingung wird dann das ganze Angebot hinfällig, wenn die Kontrollbeteiligung nicht erreicht wird). Da die Regelungen für öffentliche Übernahmeangebote für KMU in aller Regel nicht einschlägig sind, soll auf die weiteren Voraussetzungen und zahlreichen Ausnahmeregelungen hier nicht weiter eingegangen werden.

Seit dem 1. Oktober 1999 steht für die Umsetzung von M&A in Japan das Institut des Aktientausches (Artt. 352-372 HG) zur Verfügung. Die praktische Relevanz dieser vereinfachten Umstrukturierung eines Unternehmens soll an folgendem Beispiel verdeutlicht werden:

Ein japanische Automobilhersteller ist an einem KMU im Lebensmittelbereich zu 67 Prozent beteiligt. Im Rahmen der Sanierung des Konzerns wird die Konzentration auf die Kernbereiche des Unternehmens im Automobilbereich angestrebt. Die Tochtergesellschaft soll daher veräußert werden. Auf dem japanischen Markt läßt sich ein Käufer nicht finden. Das Unternehmen soll an einen ausländischen Investor verkauft werden. In den Vertragsverhandlungen mit einer deutschen Erwerbsgesellschaft stellt sich jedoch heraus, daß sich diese nicht mit japanischen Minderheitsaktionären auseinandersetzen will, sondern lediglich an dem Erwerb einer hundertprozentigen Tochtergesellschaft interessiert ist.

Bislang konnte in einem solchem Fall nur versucht werden, die Aktien von den außenstehenden Aktionären zu erwerben. Durch das Institut des Aktientausches besteht nunmehr die Möglichkeit, bis zu 33 Prozent der Aktionäre der Tochtergesellschaft gegen ihren Willen aus der Gesellschaft auszuschließen. Im Ergebnis befinden sich damit alle Anteile der Tochtergesellschaft in den Händen der Muttergesellschaft, so daß diese nunmehr von dem deutschen Investor erworben werden kann. Das Verfahren gestaltet sich im Einzelnen wie folgt:

Zunächst müssen die Verwaltungsräte von Mutter- und Tochtergesellschaft einen Aktientauschvertrag schließen. Dieser bedarf der Genehmigung durch die Hauptversammlung beider Gesellschaften mit einer Zweidrittelmehrheit bei einer Anwesenheit von mindestens 50 Prozent

aller Aktionäre. Im Anschluß daran ist bei der Muttergesellschaft eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen durchzuführen. Die bisher an der Tochtergesellschaft beteiligten Aktionäre legen ihre Aktien bei der Muttergesellschaft ein und erhalten im Gegenzug neue Aktien an der Muttergesellschaft. Aktionäre, die dem Aktientausch in der Hauptversammlung widersprechen, können den Rückkauf ihrer Aktien verlangen. Zum anderen ist der Tausch steuerfrei.

Abschließend sei im Rahmen des Anteilserwerbs noch in gebotener Kürze auf die Aktionärsrechte eingegangen, die in der Zielgesellschaft nach dem Erwerb der Anteile ausgeübt werden können:

- Jedem Aktionär steht das Recht auf Auskunftserteilung in der Hauptversammlung zu, auch die Aktionärsklage ist lediglich an den Besitz von einer Aktie gebunden (Art. 267 HG);
- Aktionäre mit einem Anteilsbesitz von mindestens einem Prozent steht das Recht zu, Anträge in der Hauptversammlung zu stellen (Art. 232-2 HG) sowie bei Gericht eine Sonderprüfung über die Art und Weise der Einberufung der Hauptversammlung und der Beschlußfassung auf dieser zu beantragen (Art. 237-2 HG);
- Aktionäre mit einem Anteilsbesitz in Höhe von drei Prozent steht ein erweitertes Antragsrecht zu (Einsichtnahme in die Rechnungsbücher der Gesellschaft, Art. 293-6 HG);
- Aktionäre mit einem Anteilsbesitz von mindestens zehn Prozent steht das Recht zu, bei Gericht die Sonderprüfung der Geschäftsführung zu verlangen (Art. 294 HG);
- Satzungsändernde Hauptversammlungsbeschlüsse können mit 33,4 Prozent der Stimmen verhindert werden (Sperrminorität);
- einfache Beschlüsse der Hauptversammlung sind mit der Mehrheit der anwesenden Stimmen zu fassen (z. B. Bestellung der Organe, Feststellung des Jahresabschlusses, Gewinnausschüttung, etc.) – hierbei ist aber zu beachten, daß für die Wahl der Organe der Ausschluß kumulativer Stimmenabgabe zulässig und bei börsennotierten Gesellschaften auch üblich ist (d.h. selbst bei Neuwahl aller Organe ist für jedes einzelne ein Mehrheitsbeschluß erforderlich, so daß z.B. eine 25 Prozent Beteiligung kein einziges Verwaltungsratsmitglied bestellen könnte);
- einer qualifizierten Mehrheit von 66,7 Prozent bedürfen Satzungsänderungen, die Abrufung von Gesellschaftsorganen sowie alle wichtigen Angelegenheiten wie Verschmelzung, Betriebsübergang, etc.

#### 4.2 *Asset Deal*

Beim sogenannten Asset Deal wird der gesamte Geschäftsbetrieb der Zielgesellschaft oder einzelner Wirtschaftsgüter wie der Kundenstamm, Kundenverträge, Vertriebsrechte, Maschinen oder Warenlager erworben. Dazu ist ein formloser schriftlicher Vertrag zwischen dem Erwerber und der veräußernden Aktiengesellschaft erforderlich. Zudem bedarf es eines Hauptversammlungsbeschlusses mit satzungsändernder Mehrheit der veräußernden Gesellschaft (Art. 245 HG).

Die Besonderheit beim Erwerb des Geschäftsbetriebs besteht darin, daß anders beim Share Deal keine Gesamtrechtsnachfolge eintritt. Patente und öffentlich-rechtliche Genehmigungen gehen damit ebensowenig über wie einzelne Arbeitsverhältnisse oder Kundenverträge. Damit bleibt es den Vertragsparteien vorbehalten, inwieweit ausgewählte Mitarbeiter von dem Erwerber übernommen werden sollen; gleiches gilt hinsichtlich von Forderungen und Verbindlichkeiten.

Führt der Erwerber das Gewerbe unter der bisherigen Handelsfirma fort, so ist zu beachten, daß er für die im Betriebe des Gewerbes begründeten Forderungen des Veräußerers haftet (Art. 26 HG). Ein Haftungsausschluß läßt sich jedoch durch die Eintragung oder Bekanntmachung der



Übertragung des Gewerbes verhindern. Eine weitere Besonderheit gilt, wenn der Erwerb des Geschäftsbetriebs oder der Wirtschaftsgüter durch eine neu gegründete Gesellschaft erfolgt. Überschreiten die erworbenen Vermögensgegenstände 5 Prozent des eingezahlten Kapitals der Gesellschaft und erfolgt der Erwerb innerhalb von zwei Jahren nach Gründung, so bedarf es eines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses mit satzungsändernder Mehrheit (Art. 246 HG), der aufgrund eines Sachgründungsberichts von einem gerichtlich bestellten Prüfer gefasst werden muß. Hieraus können sich erhebliche Verzögerungen und Kosten ergeben.

#### **4.3 Kombination von Share Deal und Merger**

Beim sogenannten Kombinationmodell erwirbt eine im Regelfall vom Käufer neu zu errichtende Akquisitionsgesellschaft die Anteile an der Zielgesellschaft. Die Zielgesellschaft wird nach diesem Erwerb auf ihre Muttergesellschaft (die Akquisitionsgesellschaft) verschmolzen. In der Bilanz der Akquisitionsgesellschaft gehen die Anteile an der Zielgesellschaft unter. An ihre Stelle treten die einzelnen Wirtschaftsgüter der untergehenden Zielgesellschaft sowie ein Goodwill in Höhe des überschießenden Betrags zwischen deren Buchwert und dem Buchwert der untergegangenen Anteile. Der Vorteil an dieser Vorgehensweise liegt darin, daß so regelmäßig eine Aufstockung der Buchwerte der Wirtschaftsgüter der Zielgesellschaft erfolgt, wodurch bei der Akquisitionsgesellschaft Abschreibungsguthaben geschaffen wird.

Dem Kombinationsverfahren standen bis vor kurzem die umständlichen Verschmelzungsvorschriften des Handelsgesetzes entgegen. Seit dem 1. Juli 1997 ist in den Artt. 408 ff. HG jedoch ein vereinfachtes Verschmelzungsverfahren vorgesehen. Danach ist zwischen der Akquisitionsgesellschaft und der Zielgesellschaft ein schriftlicher Verschmelzungsvertrag zu schließen, der einer Genehmigung durch die Hauptversammlung beider Gesellschaften mit qualifizierter Mehrheit bedarf. Die Verschmelzung ist der Wettbewerbsbehörde gegenüber anzuzeigen. Nach der Anzeige besteht eine 30 tägige Wartefrist.

### **5. Einzelprobleme**

Abschließend sei auf einige Probleme eingegangen, die sich im Zusammenhang mit M&A in Japan regelmäßig stellen.

#### **5.1 Absichtserklärung (Letter of Intent/LoI)**

Nach ersten Verhandlungen zwischen den Vertragsparteien wird häufig eine Absichtserklärung ausgetauscht, mit dem die beiderseitige Absicht bekräftigt wird, die Veräußerung durchzuführen. Im Unterschied zu einem Vorvertrag entfaltet die Absichtserklärung noch keine rechtliche Bindungswirkung. In der Absichtserklärung wird der wesentliche Inhalt der Transaktion festgehalten, so beispielsweise der Gegenstand der Übernahme, die Bewertungsmethode von einzelnen Vermögensgegenständen, Regelungen zur Art und Weise der Preisfestlegung, den Zeitraum für die Transaktion, Geheimhaltungsklauseln oder auch die Exklusivität hinsichtlich der Vertragsverhandlungen. Im Einzelfall kann es sich jedoch als schwierig gestalten, den Regelungsinhalt der Absichtserklärung im Rahmen der Vertragsverhandlungen zu revidieren. Aus diesem Grunde sollte der Inhalt der Absichtserklärung genau geprüft werden.

#### **5.2 Kaufpreisermittlung**

Für die Kaufpreisermittlung ist die Bewertungsmethode für das Unternehmen von entscheidender Bedeutung. Unterschiedliche Bewertungsmethoden können insbesondere im Hinblick auf stille Reserven und in der Gesellschaft vorhandenen Goodwill zu anderen Ergebnissen führen. In Japan werden üblicherweise folgende Methoden verwendet:



Discounted cash flow Verfahren, Substanzwert-, Ertragswert- oder Vergleichsmethode sowie der Börsenpreis der Gesellschaft, wobei von japanischer Seite oft vereinfachte Mischformen verwendet werden.

### 5.3 *Due Diligence*

Vor den Vertragsverhandlungen empfiehlt sich dringend die Durchführung einer Due Diligence Prüfung der Erwerbsgesellschaft. Im engen Zusammenhang mit der Due Diligence Prüfung steht der Gewährleistungskatalog, der im Rahmen des Kaufvertrages vereinbart wird. Erfolgt nur eine eingeschränkte oder sogar überhaupt keine Due Diligence, so wird üblicherweise ein umfangreicher Gewährleistungskatalog erstellt. Umgekehrt reduzieren sich die Gewährleistungsregelungen bei einer umfangreichen Due Diligence der Zielgesellschaft.

Regelmäßig ist eine Due Diligence in einen rechtlichen, steuerrechtlichen sowie finanziellen Teil aufgegliedert. Im Rahmen dieser Prüfung werden beispielsweise Vertragsrisiken oder Steuerrisiken geprüft. Daneben gewinnt vor allem die Umwelt Due Diligence zunehmend an Bedeutung, bei der es insbesondere um Risiken aus Altlasten und Grundwasserbelastungen geht. Das Problem der Y2K-Problematik (Millenium Due Diligence) wird sich in naher Zukunft von selbst erledigt haben.

### 5.4 *Gründung der Erwerbsgesellschaft*

Ist der Erwerb des Geschäftsbetriebs oder einzelner Wirtschaftsgüter geplant, so erfolgt dies in der Praxis in aller Regel über die Gründung einer Erwerbsgesellschaft. Die Darstellung der Gründungsvorschriften einer Gesellschaft im japanischen Recht würde den Umfang dieses Referats sprengen. Hingewiesen sei lediglich darauf, daß nach japanischen Recht eine Gründung sowohl durch eine Bareinlage als auch durch eine Sacheinlage zulässig ist (vgl. Art. 168, 173 HG). Im Falle einer Sacheinlage hat grundsätzlich eine Gründungsprüfung zu erfolgen. Das Mindestgrundkapital einer Aktiengesellschaft beläuft sich auf 10 Millionen Yen, von denen mindestens 25 Prozent in bar eingezahlt werden müssen. Die Dauer eines Gründungsverfahrens beläuft sich auf ca. 6-8 Wochen im Falle einer Bareinlage und auf 3-6 Monate bei einer Sachgründung. Die Gründungskosten betragen ca. 1 Million Yen. Im Zusammenhang mit der Betriebsübernahme durch eine neu gegründete Gesellschaft ist auf das bereits erwähnte Nachgründungsverfahren zu achten.

### 5.5 *Kaufvertrag*

Es wurde bereits darauf hingewiesen, daß der Kaufvertrag bei einer M&A Transaktion grundsätzlich lediglich der einfachen Schriftform bedarf. Darüber hinaus sollten folgende Gesichtspunkte im Rahmen des Kaufvertrages behandelt werden:

Übertragungsgegenstand, Stichtag für die Transaktion, Kaufpreis, Zahlungsbedingungen, Wirksamkeitsbedingungen (insbesondere Genehmigungen und Zustimmungen), Fortführung des Geschäfts bis zum Stichtag, Garantien und Gewährleistungsfolgen, Übergang von Arbeitsverhältnissen, Zusammensetzung des Verwaltungsrats, Übernahme bestehender Verträge, Benachrichtigung der Kunden, Wettbewerbsverbot der Verwaltungsratsmitglieder, Geheimhaltungspflichten, Kostentragungspflicht für Registrierungs-, Notars- und ähnliche Gebühren, sowie sonstige Regelungspunkte (Rechtswahl, Gerichtsstand, Schiedsverfahren, Vertragssprache, etc.).

## **Duisburger Arbeitspapiere Ostasienwissenschaften**

## **Duisburg Working Papers on East Asian Studies**

Seit Juli 1995 publiziert das Institut für Ostasienwissenschaften eine eigene Reihe von Arbeitspapieren. Sie werden in begrenzter Zahl kostenlos abgegeben. Mit \* gekennzeichnete Papiere sind zudem über Internet abrufbar (<http://www.uni-duisburg.de/institute/oawiss/publikationen/>). Folgende Papiere sind erschienen:

- No. 1 / 1995\* C. Derichs, W. Flüchter, C. Herrmann-Pillath, R. Matthias, W. Pascha  
Ostasiatische Regionalstudien: Warum?
- No. 2 / 1995 H.J. Beckmann, K. Haaf, H. Kranz, W. Pascha, B. Slominski, T. Yamada  
"Japan im Netz", Eine Materialsammlung zur Nutzung des Internet
- No. 3 / 1995\* C. Herrmann-Pillath  
On the Importance of Studying Late Qing Economic and Social History for the Analysis of Contemporary China or: Protecting Sinology Against Social Science
- No. 4 / 1995\* C. Herrmann-Pillath  
Die Volksrepublik und die Republik China: Die Gratwanderung zweier chinesischer Staaten zwischen Politik und Wirtschaft
- No. 5 / 1995\* Chen Lai  
Die Kultur des Volkskonfuzianismus: Eine Untersuchung der Literatur zur kindlichen Erziehung (Meng xue)
- No. 6 / 1995 W. Pascha  
Klein- und Mittelunternehmen in Japan - Dokumentation eines Workshops
- No. 7 / 1996\* R. Lützeler  
Die japanische Familie der Gegenwart - Wandel und Beharrung aus demographischer Sicht
- No. 8 / 1996\* C. Herrmann-Pillath  
Strange Notes on Modern Statistics and Traditional Popular Religion in China: Further Reflections on the Importance of Sinology for Social Science as applied on China
- No. 9 / 1996\* W. Pascha  
On the Relevance of the German Concept of "Social Market Economy" for Korea
- No. 10 / 1996\* M. Eswein  
Erziehung zwischen Konfuzianismus und Bismarck - Schule und Erziehungssystem in Japan
- No. 11 / 1996\* M. Eswein  
Die Rolle der Berufsbildung beim sozialen Wandel in Japan
- No. 12 / 1996\* C. Derichs  
Kleine Einführung in die Politik und das politische System Japans

- No. 13 / 1997\* W. Pascha  
Economic Globalization and Social Stabilization: A Dual Challenge for Korea
- No. 14 / 1997\* C. Derichs  
Der westliche Universalitätsanspruch aus nicht-westlicher Perspektive
- No. 15 / 1997\* W. Flüchter  
Tôkyô quo vadis?  
Chancen und Grenzen (?) metropolitanen Wachstums
- No. 16 / 1997 W. Pascha, C. Storz (Hg.)  
Workshop Klein- und Mittelunternehmen in Japan III  
- Themenschwerpunkt Innovation -
- No. 17 / 1998\* A. Bollmann, C. Derichs, D. Konow, U. Rebele, Ch. Schulz, K. Seemann, St. Teggemann, St. Wieland  
Interkulturelle Kompetenz als Lernziel
- No. 18 / 1998 W. Pascha, C. Storz (Hrsg.)  
Workshop Klein- und Mittelunternehmen in Japan IV  
- Themenschwerpunkt Netzwerke -
- No. 19 / 1999\* B.-K. Kim  
Das Problem der interkulturellen Kommunikation am Beispiel der Rezeption John Deweys in China
- No. 20 / 1999\* Vereinigung für sozialwissenschaftliche Japanforschung e.V. (Hrsg.):  
Grenzgänge: Quo vadis sozialwissenschaftliche Japanforschung?  
Methoden- und Zukunftsfragen
- No. 21 / 1999\* Th. Heberer  
Entrepreneurs as Social Actors: Privatization and Social Change in China and Vietnam
- No. 22 / 1999\* N. Bastian  
Wettbewerb im japanischen Fernsehmarkt - Neue Strukturen durch Kabel- und Satellitenfernsehen? Eine wettbewerbstheoretische Analyse
- No. 23 / 1999\* W. Pascha  
Corruption in Japan - An Economist's Perspective
- No. 24 / 1999\* Th. Heberer, A. Kohl, T. Lai, N.D. Vinh  
Aspects of Private Sector Enterprises in Vietnam
- No. 25 / 1999\* C. Derichs  
Nationbuilding in Malaysia under Conditions of Globalization
- No. 26 / 1999\* S. Steffen  
Der Einsatz der Umweltpolitik in der japanischen Elektrizitätswirtschaft
- No. 27 / 1999\* C. Derichs, T. Goydke, W. Pascha (Hg.)  
"Task Force": Ein Gutachten zu den deutschen/europäischen Außen- und Außenwirtschaftsbeziehungen mit Japan
- No. 28 / 1999 R. Dormels  
Regionaler Antagonismus in Südkorea
- No. 29 / 2000 K. Lichtblau, W. Pascha, C. Storz (Hrsg.)  
Workshop Klein- und Mittelunternehmen in Japan V  
- Themenschwerpunkt M & A in Japan – ein neues Instrument der Unternehmenspolitik? -