



## Japans verborgene Goldgruben – Bewertungsanomalien, die sich beginnen aufzulösen

*Von Clemens Kustner, Harald Staudinger und Koya Tabata*

Eine besonders interessante Gruppe von Unternehmen in Japan sind jene mit Beteiligungsportfolios, deren Marktwert ihre eigene Börsenkapitalisierung um ein Vielfaches übersteigt. Dies bedeutet nichts anderes, als dass die Käufer der Aktien dieser Unternehmen nicht nur das Beteiligungsportfolio umsonst erwirbt, sondern auch das eigentliche operative Kerngeschäft häufig zu einem hohen Abschlag bekommt.

Diese mit Beteiligungen an anderen Unternehmen vollgestopften „Goldgruben“ nahmen ihren Anfang in den Jahrzehnten nach dem zweiten Weltkrieg, als gegenseitige Unternehmensbeteiligungen für den Wiederaufbau des Landes als notwendig erachtet wurden.

### **Der Mühlstein um den Hals muss weg**

Heute sind die Beteiligungsgeflechte ein Mühlstein um den Hals der japanischen Wirtschaft. Die Regierung, die Zentralbank und auch die Unternehmen selbst (siehe z.B. Toshiba [hier](#) und Hitachi [hier](#)) sind sich darin einig, dass diese „Beteiligungsgoldgruben“ ineffizient sind, weil darin sehr viel Kapital unproduktiv gebunden ist und die Wirtschaft lähmen. Diese müssten daher möglichst schnell bereinigt werden, um die Wachstumskräfte der japanischen Wirtschaft wieder freizusetzen.

Da sich vor der Regierung unter Premierminister Abe hier Jahrzehnte nichts bewegt hatte, gingen Japaninvestoren – lange Zeit zu Recht – davon aus, dass diese Beteiligungen keinen realisierbaren Wert darstellen; der tatsächliche Wert dieser Beteiligungen spiegelte sich deshalb oft nicht oder nur zu Bruchteilen in den Börsenkursen wider.

Die Strukturreformen der Regierung, v.a. die Reformen der Corporate Governance-Regeln und der Regeln für die Börsennotierung haben deshalb ein gemeinsames Ziel: Corporate Japan zu entflechten

und den sogenannten „Konvoi-Kapitalismus“ der Nachkriegsjahre zu beenden, um die japanische Wirtschaft durch einen effizienteren Kapitaleinsatz wettbewerbsfähiger zu machen.

## **Game-Changer: Corporate Governance Reform, Private Equity und aktivistische Investoren**

Institutionelle Investoren forderten dies schon lange, stießen aber in der Vergangenheit auf taube Ohren bei den Managern der Unternehmen, die am längeren Hebel saßen. Durch die Abenomics hat sich das Kräfteverhältnis massiv geändert. Die Corporate Governance-Regeln verpflichten die Unternehmen, ihre Beteiligungen entweder zu rechtfertigen oder aber diese aufzulösen. Auch die Anhebung der Steuersätze für Dividendenerträge dient dazu, den Abbau von Minderheitsbeteiligungen zu beschleunigen.

Japan, wo 55% der börsennotierten Unternehmen unter ihren Bilanzwerten notieren, ist dadurch zu einem Eldorado für aktivistische Investoren und Private Equity-Häuser geworden, die die massiven inneren Werte japanischer Unternehmen erkannt haben und sich daran machen, diese Goldschätze zu heben.

Der Fokus dieser Investoren auf Japan ist nicht überraschend, gibt es doch eine Menge von Bewertungsanomalien wie beispielsweise bei *Pasona Group*, einem Anbieter von Personaldienstleistungen, der an der Börse mit 580 Millionen Euro bewertet wird, obwohl bereits die größte Beteiligung Pasonas, die Benefit One, einen Börsenwert von 1,6 Mrd. Euro hat, was dem 2,7-fachen des Börsenwerts von *Pasona* entspricht.

## **Mit Aktivisten an Bord wird es bei Pasona und Bank of Kyoto interessant**

Bei *Pasona* haben bereits mindestens drei bekannte „Goldsucher“ angefangen zu „graben“: Neben Oasis Management und AIM&R hat mit Asset Value Investors vor kurzem ein weiterer aktivistischer Investor eine Beteiligung von über 5% an *Pasona* erworben, die es ihm erlaubt, vom Management des Unternehmens Maßnahmen einzufordern, die zu einem Abbau der hohen Unterbewertung führen.

Ein anderes Beispiel ist die japanische Regionalbank *Bank of Kyoto*. Diese sitzt auf einer fabelhaften „Beteiligungs-Goldmine“ im Wert von 7,3 Mrd. Euro, dem 2,5-fachen ihrer Marktkapitalisierung (der Börsenwert des Unternehmens liegt bei lediglich 2,9 Mrd. Euro). Die Aktie wird aktuell zu einem Preis-/Buchwertmultiplikator von lediglich 0,40x gehandelt. *Bank of Kyoto* ist an über 90 japanischen Blue Chips beteiligt. Alleine der Wert der Beteiligung an Nintendo liegt bei etwa 1,8 Mrd. Euro.

In Japan gibt es viele Unternehmen mit angeschlossener „Beteiligungsgoldmine“. Der Reformprozess in Japan treibt Aktienrückkäufe (siehe: [Aktienrückkäufe in Japan plus 164%](#)) und den Abbau von Beteiligungen voran. Unternehmen, die sich den neuen Standards nicht anpassen, werden Ziele von Aktivisten und Übernahmen.

Das japanische System der Überkreuzbeteiligungen befindet sich eindeutig im Rückwärtsgang – ein mehrjähriger Boom an Unternehmensumstrukturierungen und -entflechtungen steht nun bevor. Dieser führt schon jetzt bei vielen Unternehmen zu einer Neubewertung.

Der ASPOMA Japan Opportunités Fund setzt mit seiner Japan Hidden Value-Strategie gezielt auf diese Entwicklungen.

---

## ASPOMA Japan Opportunities Fund:

Investoren können mit dem ASPOMA Japan Opportunities Fund gezielt in ein Portfolio aus japanischen „Hidden Value“ – Unternehmen investieren.

Unsere Investmentstrategie ist ähnlich wie bei Private Equity Buyout-Fonds darauf ausgelegt, kerngesunde aber stark überkapitalisierte und tief bewertete Unternehmen zu identifizieren, die aus der Kombination von hohen operativen Free Cashflows und einer effizienter gestalteten Kapitalstruktur attraktive Investorsträger ermöglichen.

### Weitere Informationen:

Den aktuellsten Quartalsbericht finden Sie [hier](#).

Das monatliche Fondsdatenblatt finden Sie [hier](#).

Eine Kurzpräsentation zum Investment Case für Hidden Value Aktien in Japan finden Sie [hier](#).

Weitere Unternehmensbeispiele finden Sie für

- **Hitachi High-Tech** [hier](#) (ein weiteres Beispiel für ein tief bewertetes Tochterunternehmen)
- **DeNA** [hier](#) (Beispiel für stark steigende Aktienrückkäufe)
- **Tosei** [hier](#) (Beispiel für hohen Bewertungsunterschied zwischen Buch- und Marktwerten)
- **Toshiba Plant** und **Nuflare** [hier](#) (Beispiel attraktive Tochtergesellschaften)

Detaillierte Informationen zum Investmentkonzept sowie zur Anlagestrategie erhalten Sie gerne von uns unter [office@aspoma.com](mailto:office@aspoma.com).

**DISCLAIMER:** Diese Publikation stammt von der ASPOMA Asset Management GmbH (kurz „ASPOMA“). Sie dient ausschließlich der Information und stellt kein Angebot zum Kauf, Verkauf oder Vertrieb von Anlageprodukten dar; ein solches Angebot wird ausdrücklich ausgeschlossen. Der Inhalt der Publikation wurde mit größter Sorgfalt erstellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Informationen übernimmt die ASPOMA keine Gewähr. Die in der Publikation enthaltenen Fakten und Meinungen können jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. ASPOMA lehnt jede Haftung ab, die sich aus der Nutzung oder Nichtnutzung der dargebotenen Informationen ergeben kann. Die Reproduktion oder Modifikation ganz oder teilweise ohne vorherige schriftliche Zustimmung von ASPOMA ist untersagt. Alle Rechte für diese Publikation bleiben vorbehalten. Für weitergehende Informationen kontaktieren Sie uns bitte. Das vorliegende Dokument ersetzt keine qualifizierte Beratung.