

WANDEL IN JAPANS UNTERNEHMENS- PARADIGMA

DIEGO FÖLLMI

Japan mag als ungewöhnliches Land erscheinen, an dem man Anlagerenditen anstrebt. Wir möchten diese Ansicht jedoch in Frage stellen. Die Fakten, die wir entdeckt haben, weisen alle in die gleiche Richtung – die japanische Unternehmenswelt befindet sich in einem Wandel, der wiederum den Aktienmarkt beflügelt.

6.7 Mrd. USD oder mehr als das Dreifache des jährlichen Nettogewinns von Netflix wurden von Warren Buffet durch den Erwerb von Anteilen an grossen und börsennotierten japanischen Handelsunternehmen investiert. Die Nachrichten, die im August 2020 veröffentlicht wurden, waren für viele sehr überraschend, da Japan lange Zeit von den Anlegern gemieden wurde. Tatsächlich haben sich die japanischen Aktien noch immer nicht von ihren Ende der 80er-Jahre erreichten Höchstständen erholt. Der Wert des Topix-Index ist immer noch 34 % niedriger als Anfang der 90er-Jahre, als der Aktienmarkt ein KGV von mehr als 70 aufwies und unhaltbar überbewertet war.

Die Ära der «verlorenen Jahrzehnte» scheint nun endlich ein Ende zu finden. Das durchschnittliche Wachstum der ja-

panischen Wirtschaft hat sich in den letzten Jahren verbessert und liegt nun nahe an den durchschnittlichen Wachstumsraten Europas. In den letzten zehn Jahren erzielte der Topix eine Rendite von 124 % (in JPY) und übertraf damit die europäischen Aktien (in EUR), ohne allerdings an die Performance von US-Aktien (in USD) heranzukommen.

Was steckt hinter der Marktwende?

Einer der Gründe für die Marktwende ist die geldpolitische Stimulierung durch die Bank of Japan (BOJ), welche die Aktienmärkte unterstützt. Wir sind jedoch der Meinung, dass es auch ein Tandem anderer Faktoren gibt, die das Wiedergewinnen des Vertrauens in den japanischen Aktienmarkt erleichtert haben: a) eine ultimative Verbesserung der Fundamentaldaten der Unternehmen und b) eine allgemeine Verbesserung der Corporate Governance, die als sehr traditionell, wenig transparent, unflexibel und veraltet¹ galt.

Unterstützung durch die BOJ

2010² initiierte die Bank of Japan umfassende geldpolitische Lockerungs-Massnahmen als Teil eines Stimulus-Paketes zur Belebung der Wirtschaft. Ein Wertschriften-Kaufprogramm war integraler Bestandteil dieser Politik. Nebst Staats-

anleihen wurden auch gedeckte Unternehmensanleihen, Real Estate Investment Trusts, ETFs und Geldmarktpapiere erworben – dies mit dem Ziel, den Aktienmarkt zu stabilisieren, die Risikoprämien zu senken und Investitionen anzukurbeln.

Sinkende Schuldenstände

Seit dem Höhepunkt der Verschuldung im Jahr 2009 ist die Verschuldung der japanischen Unternehmen gegenüber dem Bruttosozialprodukt um 7 % gesunken, während sie in den USA um 1.5 % und in Europa um 5 % gestiegen ist. Das erfolgreiche Deleveraging japanischer Unternehmen nach der Finanzkrise war einer der Gründe, warum mehr japanische Firmen heute weltweit unter den Top 100 anzutreffen sind.

Wachsende Rentabilität und Renditen

Die Verbesserung der Bilanzqualität ist nicht die einzige positive Entwicklung in der japanischen Unternehmenswelt, denn die Unternehmen werden auch bei der Verwaltung ihres Kapitals effizienter, um höhere Renditen zu erzielen. Dabei scheint es eine wahre Revolution im Finanzmanagement gegeben zu haben. So war beispielsweise die höhere Eigenkapitalrendite japanischer Firmen hauptsächlich auf höhere Margen zurückzuführen.



Schwerpunktverlagerung in der Unternehmensführung

Neben besser aussehenden Fundamentaldaten ist auch die Verbesserung des Corporate-Governance-Systems zu erwähnen, das in Japan schon immer sehr traditionell war und sich tendenziell negativ auf die Entwicklung der Unternehmen auswirkte. Als Shinzo Abe sein Amt antrat, konzentrierte er sich nicht nur auf die Steuer- und Währungspolitik, sondern auch auf Strukturreformen, um die Wettbewerbsfähigkeit japanischer Unternehmen zu verbessern und ausländische Investitionen anzuziehen.

Ein Markt voller Möglichkeiten

Während die japanische Wirtschaft zu reifen Sektoren wie der Industrie neigt, hat der Aktienmarkt einen fairen Anteil an innovativen, schnell wachsenden Unternehmen, die eine verlockende Investitions-

möglichkeit darstellen. Dies wird durch die Tatsache unterstützt, dass Japans F&E-Ausgaben im Verhältnis zum BIP zu den höchsten der Welt gehören: Das Verhältnis lag 2019 bei 3.24 %, was sogar über dem US-Wert³ in Höhe von 3.07 % liegt.

Der japanische Aktienmarkt bietet noch einen weiteren Vorteil – die Bewertung. Basierend auf den wichtigsten Metriken befindet er sich im Vergleich zu den USA oder Europa immer noch auf einem relativ niedrigen Niveau. Eine sorgfältige Aktienausswahl, die sich auf entsprechende Unternehmen konzentriert, steht im Mittelpunkt unseres Ansatzes.

Investieren in verborgene japanische Juwelen

Die Entwicklung eines japanischen Quality-Portfolios (zum Beispiel der Aramus Japan Fonds) verdeutlicht die Attraktivität

des japanischen Aktienmarkts. Durch Konzentration auf Corporate Excellence – ermittelt durch eine disziplinierte Bottom-up-Analyse –, konnte auch während des Pandemie-bedingten Ausverkaufs eine erhebliche Outperformance erzielt werden. Dies wurde über ein bewährtes und sorgfältiges Research erreicht, dessen Fokus auf der Identifizierung von Unternehmen liegt, die einen klaren Wettbewerbsvorteil besitzen, von einem kompetenten Management geführt werden und über starke Finanzkennzahlen verfügen.

Wir glauben, dass die fundamentalen Entwicklungen im japanischen Unternehmenssektor – Stichwort: fundamentale Stärkung und Verbesserung der Corporate Governance Praxis – zu nachhaltigem Erfolg führt und ausgewählte japanische Aktien für Investoren eine attraktive Portfolio-Beimischung bieten, insbesondere vor dem Hintergrund, dass der Gesamtmarkt in diesem Jahr noch nicht überzeugen konnte.

¹ Consultancy.Asia (2018). Four core issues Japan must address to improve corporate governance

² IMF (2012). Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are They Now More Effective?

³ OECD (2021). Gross domestic spending on R&D

Diego Föllmi
Geschäftsführender Partner,
Hérens
Quality Asset
Management,
Pfäffikon.

