

**JAPANISCHE AKTIEN: AUSBRUCH AUS DER VALUE-FALLE**

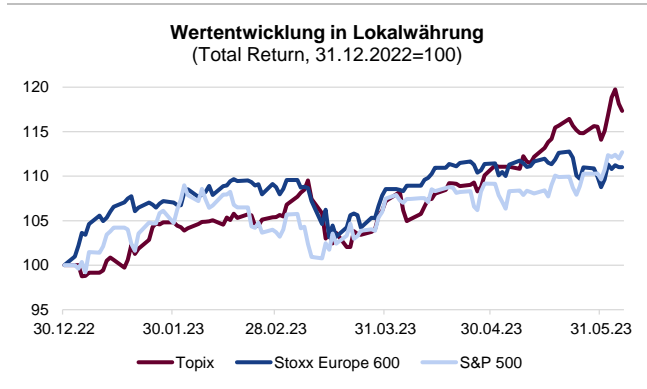
Lange Zeit fristeten japanische Aktien in den Portfolios internationaler Anleger ein Schattendasein. Doch das ändert sich gerade. Für japanische Aktien spricht unter anderem die günstige Bewertung. Rund die Hälfte aller in Japan notierten Unternehmen wird unter Buchwert gehandelt. Das ist inzwischen auch den Verantwortlichen in Politik und Wirtschaft ein Dorn im Auge, die mit verschiedenen Maßnahmen versuchen, den Aktienmarkt attraktiver zu machen. Höhere Kapitaleffizienz, bessere Unternehmensführung und eine Entflechtung der Beteiligungsstrukturen sind die wichtigsten Mittel, um japanische Aktien aus der „Value-Falle“ zu befreien.

Japanische Aktien fristeten lange Zeit ein Schattendasein in den Portfolios internationaler Anleger. Nach dem Platzen der Spekulationsblase an den Immobilien- und Aktienmärkten vor über 30 Jahren erlebte Japan eine lang anhaltende **Bilanzrezession**. Dieser von Richard Koo geprägte Begriff beschreibt das Phänomen, dass die Vermögenswerte auf der Aktivseite nach dem Platzen der Blase stark gefallen waren, während die nominalen Verbindlichkeiten auf der Passivseite weiter bedient werden mussten. Die jahrzehntelange Deflation in Japan verschärfte das Problem, da die Schuldenlast real sogar zunahm. Nur durch einen mühsamen Entschuldungsprozess, der das Wirtschaftswachstum über Jahrzehnte lähmte, konnte sich Japan von den Altlasten der Krise befreien.

Die Zeichen mehren sich allerdings, dass Japan die Krise nun endgültig überwinden konnte und eine neue wirtschaftliche Dynamik begonnen hat (siehe dazu auch unseren [Marktfokus vom 17. Februar](#)). Dies weckt auch das Interesse internationaler Investoren. Die **Veränderungen**, die sich **im japanischen Unternehmenssektor** vollziehen, werden von manchen als Revolution bezeichnet. Noch ist Japan von Strukturen geprägt, die an die alte „Deutschland AG“ erinnern. Der japanische Begriff dafür lautet „Keiretsu“ und bezeichnet eine Gruppe von Unternehmen mit wechselseitigen Geschäftsbeziehungen und Überkreuzbeteiligungen. Dadurch entstehen informelle Unternehmensgruppen mit enormer Macht und intransparenten Entscheidungsstrukturen.

Die Keiretsu-Kultur entspricht nicht den modernen **Standards der Unternehmensführung** und könnte erklären, warum japanische Firmen eher substanz- als wachstumsorientiert sind. Rund 40 Prozent der Nicht-Finanzunternehmen im Topix-Index halten mehr als 20 Prozent ihres Eigenkapitals in liquiden Mitteln. Gleichzeitig liegt der Verschuldungsgrad dieser Unternehmen bei knapp über 30 Prozent. Seit der

Überwindung der Bilanzrezession sind japanische Unternehmen kaum noch verschuldet. Aus Sicht der Kapitaleffizienz ist dies jedoch ein teurer Luxus. Sind die Kapitalkosten höher als die Kapitalrenditen, führt dies zu Wertvernichtung.



Japanische Aktien sind gemessen am Kurs-Buchwert-Verhältnis sehr günstig bewertet. Rund die Hälfte der in Japan notierten Unternehmen wird unter Buchwert gehandelt. **Günstige Bewertungen, geringe Verschuldung und robuste Geschäftsmodelle** sind der Traum eines jeden Value-Investors. Mangelndes Bewusstsein für moderne Corporate Governance und geringe Kapitalkosteneffizienz führten in den letzten Jahren jedoch meist in eine „Value-Falle“: Die niedrigen Bewertungen waren kein Kauf-, sondern ein Warnsignal.

**Doch auch am japanischen Aktienmarkt verändert sich gerade vieles.** Anfang des Jahres hat die Tokioter Börse neue Richtlinien veröffentlicht, um substanzvoll unterbewertete Unternehmen mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von unter eins zu ermutigen, bestehende Mängel zu beheben. Sie sehen vor, dass schrittweise neue Richtlinien zu Offenlegung, Berichterstattung, Nachhaltigkeit und Governance-Strukturen auferlegt und umgesetzt werden. Darüber hinaus müssen die betroffenen Unternehmen mehr Kapital an die Aktionäre zurückgeben und dürfen weniger Vermögenswerte

anhäufen, was wiederum höhere Dividenden impliziert. Die Geschäftsmodelle müssen daher so verändert werden, dass sie weniger kapitalintensiv sind, was zu höheren Bewertungen führen dürfte.

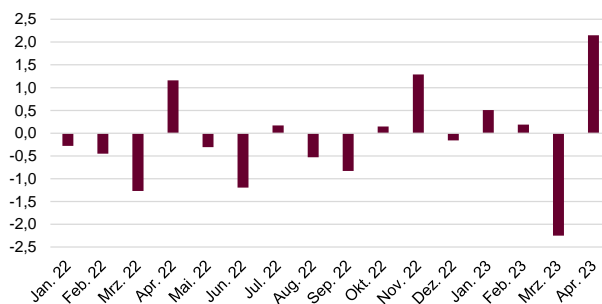
Das **positive konjunkturelle Umfeld** sollte den Unternehmen dabei helfen. Die japanische Wirtschaft hat sich zu Beginn des Jahres aus der Lethargie befreien können und ist stärker als erwartet gewachsen. Die Inflation ist mit 3,5 Prozent im internationalen Vergleich relativ niedrig. Zudem könnte Japan von der zunehmenden Ernüchterung über China profitieren. Premierminister Kishida will den seit 2021 eingeschlagenen Investitionskurs in der Chipindustrie fortsetzen und Japan als zentrales Element globaler Lieferketten etablieren. Innerhalb von zwei Jahren wurden Investitionen in Höhe von 14 Mrd. US-Dollar von ausländischen Unternehmen zugesagt.

Die positive Entwicklung in Japan zieht immer mehr internationale Investoren an. Mit Ausnahme des Monats März, in dem die Krise der US-Regionalbanken den Risikoappetit dämpfte, verzeichneten die japanischen Kapitalmärkte in diesem Jahr **positive Nettomittelzuflüsse ausländischer Investoren**. Obwohl die Tokioter Börse noch keine Daten für den Monat Mai veröffentlicht hat, berichtet die japanische Tageszeitung Nikkei bereits von einer Fortsetzung dieses Trends.

Anleger können sowohl in einzelne japanische Aktien als auch in Fonds investieren. Bei passiven ETFs sind die

Unterschiede zwischen den Aktienindizes Nikkei, Topix und MSCI zu beachten. Aufgrund der anhaltenden Yen-Schwäche können währungsgesicherte Fonds kurzfristig sinnvoll sein. Strategische Anleger sollten jedoch auf eine **Währungsabsicherung** verzichten, da eine mögliche Zinserhöhung der Bank of Japan zu einer starken Aufwertung des Yen führen dürfte.

Saldo Mittelzuflüsse ausländischer Investoren in Billionen Yen



Die Jahre, in denen der japanische Aktienmarkt nur für eingefleischte Value-Investoren interessant war, dürften vorbei sein. Gefördert durch regulatorische Vorgaben werden sich die Effizienz der Unternehmen und die Corporate Governance spürbar verbessern. Unterstützt wird die „Corporate Revolution“ von einer positiven Konjunktdynamik und einem abwertenden Yen, der den Wert der Auslandsgewinne japanischer Unternehmen erhöht. **Dem japanischen Aktienmarkt könnte so der Ausbruch aus der Value-Falle gelingen.**

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2023

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.