

Fondsmanager-Blickpunkt



Daisuke Nomoto

Fondsmanager, Japanische Aktien

Seinen eigentlichen Anfang nahm das ESG-Konzept (Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) in Japan im Jahr 2006, als die Institute des Landes die Prinzipien für verantwortliches Investieren der Vereinten Nationen (UN PRI) unterzeichneten.² Es begann jedoch erst 2011 mit der Einführung der Principles for Financial Action towards a Sustainable Society an Dynamik zu gewinnen.³ Diese Dynamik wurde in der Japan Revitalisation Strategy fortgeschrieben, die 2013 unter Premierminister Shinzo Abe beschlossen wurde. Als Eckpfeiler der Strategie wurden 2014 der japanische Stewardship Code⁴ und 2015 der Corporate Governance Code⁵ verabschiedet.

Sie haben beide eine wichtige Rolle im Bestreben nach einer besseren Unternehmensführung und einem größeren Bewusstsein für ökologische und soziale Fragen gespielt.

Der Stewardship Code sieht vor, dass Investoren den Dialog mit Unternehmen suchen und durch konstruktives Engagement zur Lösung von Problemen beitragen sollen, um die mittel- und langfristigen Anlageerträge zu verbessern.⁶ Indes hält der Corporate Governance Code Unternehmen zu transparenten, fairen und rechtzeitigen Entscheidungen an. Der Government Pension Investment Fund (GPIF) in Japan, einer der weltweit größten Vermögensinhaber, bekannte sich 2014 zum Stewardship Code und unterzeichnete 2015 die UN PRI. Dieses Bekenntnis des GPIF hat wegen seiner Größe und seines Einflusses dazu beigetragen, das Bewusstsein der Unternehmen und institutionellen Investoren für ESG-Aspekte zu schärfen.

Der Stewardship Code wurde 2017 überarbeitet,⁷ um die vollständige Offenlegung der Abstimmungsergebnisse vorzuschreiben. Eine erneute Überarbeitung erfolgte im Oktober 2019 zur Berücksichtigung langfristiger Nachhaltigkeitsaspekte im Investmentprozess.⁸ Der Corporate Governance Code wurde 2018⁹ um mehrere neue Richtlinien ergänzt, zum Beispiel Vorgaben zur Mindestanzahl unabhängiger Boardmitglieder, zur objektiven Nachfolgeplanung des CEO und zur Entflechtung

von Überkreuzbeteiligungen¹⁰ für mehr Transparenz. Eine erneute Überarbeitung zur weiteren Verbesserung der Governance-Grundsätze ist für 2021 geplant.

Wichtige ESG-Schwerpunkte

ESG umfasst ein breites Themenspektrum. Zu den wichtigsten Diskussionspunkten zwischen den Unternehmensleitungen und den institutionellen Investoren in Japan zählen jedoch:

Struktur des Board of Directors

Im überarbeiteten Corporate Governance Code ist festgelegt, dass mindestens ein Drittel der Boardmitglieder unternehmensfremd sein müssen, anstatt nur zwei. Diese Regelung soll die Rechenschaftspflicht in den Entscheidungsprozessen fördern. Derzeit erfüllen etwa 70 % der börsennotierten Unternehmen diese Anforderung nicht.¹¹ Im Hinblick auf die Vielfalt im Board ist der Frauenanteil prozentual gestiegen, lag im Jahr 2019 jedoch trotzdem nur bei 5,2 %.¹² Bis 2020 sollen die Unternehmen diesen Anteil auf 10 % steigern.¹³

Ein ähnliches Thema ist die Managementvergütung. Dieser Bereich wurde genauer unter die Lupe genommen, weil die Entscheidungsprozesse zur Festlegung der Managementvergütung nicht transparent genug waren. Da der Governance Code auch ein transparentes Verfahren für die Abberufung von Mitgliedern der Geschäftsleitung und deren Nachfolge

vorsieht, richten mehr Unternehmen Nominierungsausschüsse ein, um die gewünschte Rechenschaftspflicht zu erreichen.

Doppelnotierung von Mutter- und Tochtergesellschaft

Besonders problematisch an einer Doppelnotierung von Mutter- und Tochtergesellschaft sind daraus resultierende Interessenkonflikte, die Minderheitsaktionäre in eine nachteilige Position bringen können. Die Zahl der börsennotierten Tochterunternehmen in Japan ist immer noch recht hoch: 238 verglichen mit 28 in den USA und null in Großbritannien (Stand 2018¹⁴). Aus unserer Sicht stehen solche Doppelnotierungen im Widerspruch zu den Zielen des Corporate Governance Code. Im Übrigen gab es in letzter Zeit einige positive Entwicklungen, zum Beispiel die Auflösung der Doppelnotierung in einigen führenden Unternehmen, darunter Hitachi, das Hitachi Kasei an Showa Denko sowie Hitachi Transport, Hitachi Capital, Hitachi Koki und Hitachi Kokusai verkauft hat, Toshiba hat sich von Toshiba Plant, NuFlare Technology und Nishishiba Electric getrennt und Mitsubishi Chemical hat Tanabe Mitsubishi Pharma veräußert.

Premierminister Abe hat vor Kurzem im Council on Investments for the Future eine Debatte über die Leitlinien der Governance-Reform angestoßen.¹⁵ Die Vorschläge sehen eine Rechenschaftspflicht

der Muttergesellschaften gegenüber Minderheitsaktionären vor. Zugleich wären die Tochtergesellschaften dazu angehalten, den Anteil externer, von der Muttergesellschaft unabhängiger Boardmitglieder zu erhöhen. Wir gehen davon aus, dass dies zur schnelleren Auflösung von Doppelnotierungen beitragen wird, was die Management- und Aktionärsinteressen besser in Einklang bringen würde. Außerdem dürfte dies unserer Einschätzung nach für eine effektivere Allokation von nicht vollständig ausgeschöpftem Kapital sorgen, etwa durch Investitionen in Projekte mit höherem Kapitalrückfluss oder durch die Rückführung von überschüssigem Kapital an die Aktionäre.

Strategische Beteiligungen¹⁶

Obwohl Überkreuzbeteiligungen, bei denen börsennotierte Unternehmen große Portfolios von Aktien des jeweils anderen besitzen, im Laufe der Zeit abgenommen haben, halten viele Unternehmen den Corporate Governance Code immer noch nicht ein und weigern sich zu begründen, warum sie an strategischen Beteiligungsverhältnissen festhalten. Die jüngste Überarbeitung der Offenlegungspflichten zwang die Unternehmen, Einzelheiten über strategische Beteiligungen anzugeben.¹⁷ Da Geschäftstransaktionen laut diesem geänderten Corporate Governance Code nicht auf strategischen Beteiligungsverhältnissen beruhen

dürfen, gehen wir davon aus, dass weitere Engagementaktivitäten zur Auflösung der Überkreuzbeteiligungen beitragen werden, was eine effizientere Kapitalnutzung fördert.

Offenlegungen

Umweltaspekte sind Teil des ESG-Engagements und haben in den letzten Jahren weltweit an Bedeutung gewonnen. Japan hat diesen Trend in der Offenlegung von Umweltaktivitäten vorweggenommen und durch den integrierten Bericht proaktiv nichtfinanzielle Informationen veröffentlicht. Die Rio-Konferenz 1992 war ein wichtiger Impuls für den japanischen Wirtschaftsverband Keidanren, der im Nachgang von seinen Mitgliedsunternehmen verlangte, Umweltverträglichkeitsberichte zu veröffentlichen. Nach Angaben des GPIF legen 72,4 % der Unternehmen freiwillig relevante ESG-Informationen offen¹⁸ und beziehen sich dabei auf die Leitlinien der Global Reporting Initiative¹⁹ (40,7 % der Unternehmen) oder das International Integrated Reporting Framework²⁰ (33,3 %); die übrigen beziehen sich auf die Environmental Reporting Guidelines des japanischen Umweltministeriums,²¹ die vom Ministerium für Wirtschaft, Handel und Industrie veröffentlichte „Guidance for Collaborative Value Creation“ oder die von der Finanzaufsichtsbehörde veröffentlichten „Guidelines for Investor and Company Engagement“.²²

Indes hat die Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)²³ Aufmerksamkeit erregt, indem sie ein Rahmenwerk für die Offenlegung von Informationen im Zusammenhang mit dem Klimawandel vorgelegt hat. Die TCFD wurde im Jahr 2017 eingerichtet, um institutionelle Investoren und Finanzinstitute dabei zu unterstützen, die Auswirkungen von Chancen und Risiken des Klimawandels auf die Bilanzen und Ergebnisrechnungen von morgen besser zu verstehen.

Japan ist weltweit der größte TCFD-Unterstützer.²⁴ Mit Stand Juni dieses Jahres haben 285 öffentliche und privatwirtschaftliche Akteure aus Japan ihre Unterstützung für die Task Force zum Ausdruck gebracht. Die Zahl der Unterzeichner beläuft sich insgesamt auf 1.293, und viele

von ihnen machen bereits Angaben gemäß dem Rahmenwerk. Wir gehen davon aus, dass der Dialog über Nachhaltigkeitspraktiken zwischen Unternehmen und Stakeholdern durch weitere Offenlegungsbemühungen gemäß den TCFD-Empfehlungen noch konstruktiver wird.

Nachhaltiges Anlagevolumen in Japan wächst

ESG-Investing hat weltweit einen wahren Siegeszug angetreten. Japan bildet da keine Ausnahme. Das in nachhaltige Anlagen investierte Vermögen erreichte 2018 in den fünf Hauptmärkten Europa, USA, Kanada, Japan und Australien/Neuseeland ein Volumen von 30,7 Bio. US-Dollar. Das entspricht einem Anstieg um 34 % im Vergleich zu 2016. Japan

leistete den größten Beitrag zu diesem Wachstum: Hier stieg das nachhaltig verwaltete Vermögen in diesem Zeitraum um mehr als 300 %.²⁵ Es überrascht nicht, dass die japanischen Unternehmensleitungen spiegelbildlich zu diesem Trend zunehmend bereit sind, sich mit Fragen der Unternehmensführung, Kapitaleffizienz und Kapitalrendite zu befassen. Der GPIF, der ca. 160 Bio. japanische Yen²⁶ (1,5 Bio. US-Dollar) verwaltet, bezieht ESG-Faktoren in seine Anlagerichtlinien ein. In der Regel gilt: Wenn der GPIF eine neue Strategie einführt, werden andere folgen. Daher rechnen wir damit, dass nachhaltige Investments in Japan in Bereichen wie ESG-Integration,²⁷ ESG-Screening, Engagement und Aktionärsanträge an Einfluss gewinnen werden.^{28, 29}

Abbildung 3: Wachstum des nachhaltigen Anlagevolumens nach Region in Lokalwährung (Angaben in Mrd.), 2014–2018

				Wachstum im Betrachtungszeitraum		Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate 2014–2018
	2014	2016	2018	Wachstum 2014-2016	Wachstum 2016-2018	
Europa	9.885 €	11.045 €	12.306 €	12 %	11 %	6 %
USA	6.572 \$	8.723 \$	11.995 \$	33 %	38 %	16 %
Kanada (in CAD)	1.011 \$	1.505 \$	2.132 \$	49 %	42 %	21 %
Australien/Neuseeland (in AUD)	203 \$	707 \$	1.033 \$	248 %	46 %	50 %
Japan	840 ¥	57,056 ¥	231,952 ¥	6,692 %	307 %	308 %

Quelle: Global Sustainable Investment Alliance, Bericht von 2018.

Parallel hierzu hat Aktivismus in Japan ebenfalls zugenommen. Dass das öffentliche Engagement tendenziell zunimmt, zeigt sich etwa in Aktionärsanträgen bei Hauptversammlungen. Zwar standen beim Aktivismus in Japan bislang in erster Linie Governance-Aspekte und nicht Umweltaspekte im Mittelpunkt, doch die Aktivisten verleihen ihrem Wunsch nach einer stärkeren Vertretung im Board Ausdruck und sind auch zu Stimmrechtskämpfen bereit, um ihre Ziele zu erreichen.

Unser Ansatz

Die zahlreichen Überarbeitungen der Kodizes haben die Führungsgremien japanischer Unternehmen dazu veranlasst, sich stärker mit Rentabilität und Kapitaleffizienz auseinanderzusetzen als in der Vergangenheit. In der Folge stieg die Eigenkapitalrendite japanischer Unternehmen von einem niedrigen einstelligen Niveau in den 90er- und 2000er-Jahren auf etwa 8 % im Jahr 2019 (9,8 % im Jahr 2018), sodass der Vorsprung europäischer Unternehmen schrumpfte (9,8 %

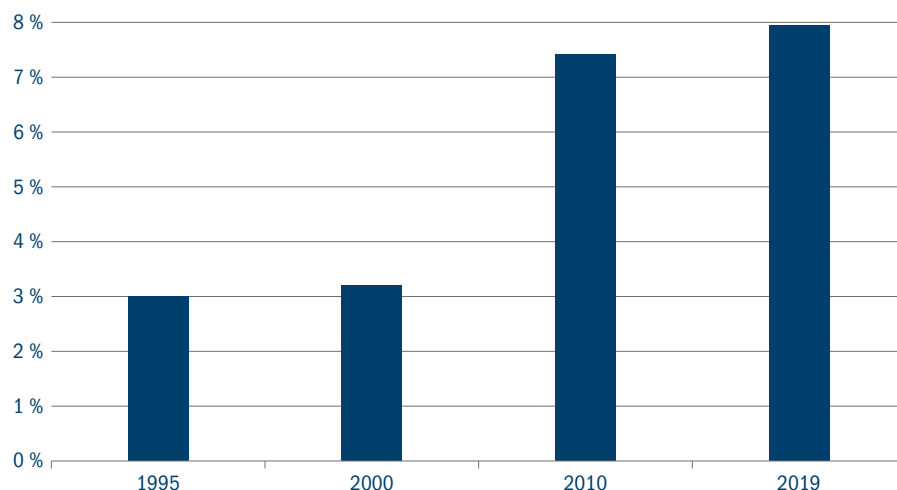
im Jahr 2019).³⁰ Mit der Corporate-Governance-Reform haben sich die Themen unserer Treffen mit vielen japanischen Managementteams merklich verändert. Der Schwerpunkt verlagerte sich hin zur langfristigen Strategie, einschließlich Leitlinien zum Kapitalmanagement, Boardstruktur und quantitativer Ziele, um ihr Engagement für umweltrelevante Themen und Ergebnisse unter Beweis zu stellen.

In Verbindung mit der Integration von ESG-Aspekten in unseren Investmentprozess mittels unserer firmeneigenen RI-Tools und unseres intensiven Researchs ist Japan aus unserer Sicht ein Markt, der immer mehr zu bieten hat.

Quellen:

- 2 <https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-are-the-principles-for-responsible-investment>
- 3 https://www.env.go.jp/policy/keiei_portal/kinyu/gensoku-en.html
- 4 Mit Stand März 2020 haben 280 institutionelle Investoren den Stewardship Code unterzeichnet. Er wurde im März 2020 überarbeitet. Ergänzt wurden unter anderem Vorgaben zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten.

Abbildung 4: Eigenkapitalrendite am japanischen Aktienmarkt



Quelle: Bloomberg (Stand: 31. Juli 2020).

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

- 5 Im Juli 2019 erfüllten 21,3 % der TSE1-Unternehmen (457) alle 78 Grundsätze des Stewardship Codes, 65,4 % (1.404) erfüllten mindestens 90 % und 13,4 % (287) erfüllten weniger als 90 %.
- 6 <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/minutes/20170131.pdf>
- 7 <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20170529.html>
- 8 <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20200324.html>
- 9 <https://www.fsa.go.jp/en/news/2018/follow-up/20180330-1.html>
- 10 Eine Struktur, bei der ein börsennotiertes Unternehmen Aktien eines anderen börsennotierten Unternehmens besitzt, um Geschäftsbeziehungen zu verzahnen und sich vor unerwünschten Übernahmen zu schützen.
- 11 <https://www.jpix.co.jp/english/equities/listing/cg/tvdivq000008jb0-att/b5b4pj000002xyj7.pdf>
- 12 <http://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/yakuin.html>
- 13 http://www.gender.go.jp/english_contents/index.html
- 14 <https://www.jpix.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/nlsgeu000004hgca.pdf>
- 15 https://japan.kantei.go.jp/98_abe/actions/201903/_00012.html
- 16 Beteiligungen zur Aufrechterhaltung von Geschäftsbeziehungen oder als Abwehr gegen Übernahmeversuche, einschließlich Überkreuzbeteiligungen.
- 17 https://www.jpix.co.jp/english/news/1020/b5b4pj000000jxr-att/20180602_en.pdf
- 18 https://www.gpif.go.jp/en/investment/summary_report_of_the_4th_survey.pdf
- 19 <https://www.globalreporting.org/Pages/default.aspx>
- 20 <https://integratedreporting.org/resource/international-ir-framework/>
- 21 https://www.env.go.jp/policy/j-hiroba/kigyō/2018Guidelines_E20190412.pdf
- 22 https://www.gpif.go.jp/en/investment/summary_report_of_the_4th_survey.pdf
- 23 <https://www.fsb-tcfd.org/>
- 24 <https://www.fsb-tcfd.org/tcfd-supporters/>
- 25 http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf
- 26 https://www.gpif.go.jp/en/investment/190905_Esg_Report.pdf
- 27 Investitionen, die systematisch ESG-Faktoren (ökologische, soziale und Governance-Faktoren) in die regulären Managementprozesse einbeziehen (z. B. ESG-Bewertung, ESG-Screening und ESG-Due-Diligence vor der Investition sowie Überwachung und Engagement nach der Investition).
- 28 Die Kommunikation mit Unternehmen als Aktionär auf der Grundlage von Engagementrichtlinien oder die Ausübung anderer Aktionärsrechte als der Stimmrechte.
- 29 <http://japansif.com/2019survey-en.pdf>
- 30 MSCI Japan und MSCI Europe, Daten von Bloomberg, Juni 2020.