

Contesting “Corporate Value” Through Takeover Bids in Japan

D. Hugh Whittaker, Auckland and Kyoto / Masaru Hayakawa, Kyoto *

- I. Introduction
- II. The Dramatic Rise and Fall of Livedoor
- III. Establishing Ground Rules for Contested Takeovers
- IV. Changes to the Securities and Exchange Act and Company Law
- V. Management Responses
- VI. Concluding Comments

[p. 5 – 22]

SUMMARY

Livedoor’s attempted takeover of Nippon Broadcasting System in February 2005 marked a watershed in the history of mergers and acquisitions in Japan. The drama was played out in public, changing popular perceptions and sparking a fierce debate about legitimate anti-takeover measures which resulted in a series of policy reports, guidelines and legislation, seeking to curb management entrenchment on the one hand, and to discourage corporate raiders on the other. Key to this balancing act was the concept of ‘corporate value’ enhancement, a term which has been difficult to pin down in practice.

In the drama, the Tokyo District Court prevented Nippon Broadcasting System from executing a new rights issue to group company Fuji Television to fend off the takeover bid on the grounds of protecting shareholders and preventing management entrenchment. The Tokyo High Court rejected an appeal from NBS. After weeks of acrimony, portrayed in the media as a contest between old and new corporate practices, a compromise settlement was reached. Subsequently, however, and some would say as a cautionary strike by the ‘old guard’, Livedoor’s top executives were arrested for fraudulent financial reporting, and Livedoor’s meteoric rise was reversed as the company was delisted.

Livedoor’s fall from grace has not defused tensions on the investor relations interface. The new Financial Investments and Exchange Law seeks to remove grey areas ex-

* This article was originally published by Blackwell Publishing Ltd. in: *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, No. 1 (2007), pp. 16-26. We thank special issues editor Professor Simon Deakin and Production Editor James Phillpotts of Blackwell Publishing for their kind permission to reprint the article.

posed by the Livedoor-NBS case, and to achieve a balance between the rights of bidder and target. Company law revisions introduce new possibilities for defence against takeovers, but the stock exchanges, investor groups and indeed the courts are wary about their deployment.

Changes to the corporate control environment in Japan are considered by comparing Rakuten's attempted takeover of Tokyo Broadcasting System later in 2005 with Livedoor-NBS. Unfortunately in the view of some, Rakuten-TBS was not subjected to judicial scrutiny. Such scrutiny, however, would have been limited to defence measures adopted by TBS, rather than merits of the case in terms of 'corporate value' enhancement. Here practitioner wisdom is vital: perhaps the time is ripe for the creation of a Japanese Takeover Panel.

ZUSAMMENFASSUNG

Die versuchte Übernahme von Nippon Broadcasting System Inc. durch Livedoor Co. im Februar 2005 markiert einen Wendepunkt in der Geschichte der Unternehmensübernahmen in Japan. Das Drama spielte sich vor den Augen der Öffentlichkeit ab und führte zu einem Wandel in der öffentlichen Wahrnehmung und zu einer heftigen Debatte über die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen. Dies mündete schließlich in eine Reihe von Berichten, Empfehlungen und Regulierungen, durch die einerseits die Möglichkeit der Unternehmensleitung, im eigenen Interesse zu handeln, eingeschränkt und andererseits das Eingreifen von „corporate raiders“ verhindert werden sollte. Der Schlüssel zu diesem Balanceakt lag im Begriff der Steigerung des Unternehmenswertes – einem Begriff, der in der Praxis schwer festzumachen ist.

Um den Schutz der Aktionäre zu gewährleisten und um zu verhindern, daß die Unternehmensleitung im eigenen Interesse handelte, untersagte in dem geschilderten Fall das Distriktgericht Tokyo Nippon Broadcasting System die Ausgabe neuer Aktien an Fuji Television zum Zwecke der Abwehr des Übernahmeangebotes. Das Obergericht Tokyo wies die Berufung von NBS ab. Nach einigen Wochen heftigen Ringens, das die Medien als einen Wettstreit zwischen alten und neuen „corporate practices“ darstellten, kam es zu einem Vergleich. In der Folge wurde jedoch – manche würden sagen, als Reaktion der „alten Garde“, – die Unternehmensführung von Livedoor wegen Verbreitung falscher Finanzinformationen verhaftet und aus Livedoors rasantem Aufstieg wurde mit dem Ausschluß von der Börse ein ebenso rasanter Abstieg.

Livedoors Sturz hat die Spannungen im Bereich des Anlegerschutzes nicht entschärft. Das neue Gesetz zum Handel mit Finanzprodukten soll Grauzonen, die der Livedoor-NBS-Fall zu Tage gebracht hat, beseitigen und einen Ausgleich zwischen den Rechten des Bieters und des Zielunternehmens schaffen. Änderungen im Gesellschaftsrecht schaffen neue Möglichkeiten für Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen, aber die Börsen, Investorengruppen und besonders die Gerichte zögern noch, sie anzuwenden.

Anhand eines Vergleichs des Livedoor-NBS-Falles mit dem Übernahmever such von Tokyo Broadcasting System, den Rakuten später im gleichen Jahr unternahm, werden die Veränderungen in der Unternehmenskontrolle in Japan untersucht. Von einigen wird bedauert, daß der Fall Rakuten-TBS nicht einer gerichtlichen Prüfung unterlag. Eine solche Überprüfung hätte sich jedoch auf die von TBS eingesetzten Abwehrmaßnahmen beschränkt, nicht aber die Hauptsachfragen im Hinblick auf die Steigerung des Unternehmenswertes geklärt. Dazu sind die Erkenntnisse der Praktiker vonnöten: Vielleicht ist die Zeit reif für die Schaffung einer japanischen Übernahmekommission.

(Übersetzung durch d. Red.)