

F. Zusammenfassung der Ergebnisse

Im Rahmen einer abschließenden Zusammenfassung der gewonnenen Erkenntnisse ist zunächst einmal festzuhalten, dass sich hinter dem Terminus *technicus Scrip Dividend* ein strategisches Gestaltungsinstrument der Ausschüttungspolitik verbirgt, das es dem jeweiligen Anteilseigner freistellt, im Kontext der Ausschüttung bzw. der Verwendung des Bilanzgewinns zwischen einer Dividende in bar bzw. einem Bardividendensurrogat und Aktien zu wählen.

Dabei bieten sich aus rechtstechnischer Perspektive vier verschiedene Konzeptualisierungsvarianten eines solchen Dividendenwahlrechts an.

Denkbar ist insofern zunächst die Ausgestaltung als wahlweise ‚echte‘ Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG iVm. §§ 262 ff. BGB. Hierbei wird dem Aktionariat per einem durch die Hauptversammlung zu fassenden, die Alternativobligation vorsehenden, Wahldividendenbeschluss ein Wahlrecht eingeräumt, das einem jedem einzelnen Anteilseigner die Option zwischen drei Ausschüttungsvarianten eröffnet: Der jeweilige Aktionär kann sowohl eine reine Bar- als auch eine reine Sachdividende (in Form der Ausschüttung von *Treasury Shares* iSd. §§ 71 ff. AktG) beanspruchen oder beide Dividendenformen kombinieren, indem er entsprechend partiell optiert.

Davon abzugrenzen sind als *Forward*-Struktur(en) bezeichnete Konzeptualisierungen. Bei diesen wird zunächst ein ‚normaler‘, auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteter, Gewinnverwendungsbeschluss gefasst, während dem Aktionariat zeitgleich seitens der Gesellschaft die Option angetragen wird, die mit Wirksamwerden des Gewinnverwendungsbeschlusses gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 1, 58 Abs. 3 AktG iVm. § 58 Abs. 4 AktG genesenden Bardividendenansprüche (anteilig) zum Bezug von (neuen) Aktien einzusetzen.

Hierbei können die als Rekompens für die ‚Einbringung‘ der Dividendenansprüche zu gewährenden Aktien entweder dem zuvor derivativ erworbenen Eigenbestand der Gesellschaft, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, entstammen, wie es der Rechtsarchitektonik der iRd. Arbeit als *Scrip Dividend* ‚Modell E.ON‘ bezeichneten Strukturvariante entspricht, oder iRe. Kapitalerhöhung – und zwar entweder iRe. ordentlichen Kapitalerhöhung, vgl. §§ 182 ff. AktG, oder einer solchen aus genehmigtem Kapital, vgl.

§§ 202 ff. AktG, wie es iRd. als Scrip Dividend ‚Modell Telekom‘ bezeichneten Ausgestaltung der Fall ist – geschaffen werden.

Die iRd. Arbeit als *Reverse-Struktur* deklarierte Ausgestaltungsvariante findet sich demgegenüber folgendermaßen konzipiert: Im Verfahren der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, vgl. §§ 207 ff. AktG, findet zunächst eine Umwandlung von Kapital- und/oder Gewinnrücklagen in Grundkapital statt, wodurch dem Aktionariat ex lege, vgl. § 212 S. 1 AktG, Berichtigungsanteile zugeordnet werden, für die den Anteilseignern im Anschluss an die Durchführung der Kapitalmaßnahme seitens der Gesellschaft ein öffentliches Aktienrückkaufsangebot, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, unterbreitet wird. Auf diese Weise können die Aktionäre nach freiem Ermessen entscheiden, ob die neu zugeteilten Anteile behalten oder der Gesellschaft iRd. freiwilligen Erwerbsangebots angedient werden sollen. Das Wahlrecht der Aktionäre geht demnach wirtschaftlich auf Barzahlung anstelle der „Gratisaktien“; die Aktionäre können die Berichtigungsanteile an die Gesellschaft veräußern und erhalten dafür einen Kaufpreis, der funktional einer Bardividende entspricht bzw. ein Surrogat zur Ausschüttung einer solchen bildet.

Abeits dieser rechtstechnischen Erwägungen ist, den Blick auf die rechtstatsächliche Bedeutung des *Treasury-Instruments* richtend, zu statuieren, dass die Scrip Dividend als kapitalmarktrechtliches bzw. dividendenpolitisches Gestaltungsinstrument international bereits seit längerem *en vogue* ist und letztlich auch dem deutschen Kapitalmarkt vor der öffentlichkeitswirksamen Erstimplementierung seitens der *Telekom* im Jahr 2013 nicht fremd, sondern zumindest in seinen Grundzügen, wenn auch freilich unter anderem Namen, namentlich als ‚Schütt-aus-hol-zurück‘-Verfahren bzw. als ‚Ausschüttungs-Rückhol‘-Verfahren, bekannt war.

Die entscheidende Novität, die letzterwähnter, vormals steuerlich getriebener und zwischenzeitlich in völlige Vergessenheit geratener, Praktik in Gestalt der Scrip Dividend zu ihrer Renaissance verhalf, war insofern selbstredend allenfalls bedingt die rechtstechnische Strukturierung der Transaktion, sondern vielmehr der veränderte Blick auf deren Impetus.

Diesbezüglich hat sich der Markt mit der Scrip Dividend letztlich ein zu seinen aktuellen Bedürfnissen passendes Gestaltungsinstrument ‚maßgeschneidert‘.

Dem Aktionariat ist die Offerte nutzbringend, weil die Gesellschaft jedem einzelnen Aktionär qua Einräumung eines Wahlrechts zwischen einer Dividende in bar (bzw. dem funktionalen Äquivalent hierzu, der Kaufpreiszahlung iRe. Aktienrückkaufs) und der vor dem Hintergrund des momentanen Niedrigzinsumfeldes interessanten Option einer (auch: teilwei-

F. Zusammenfassung der Ergebnisse

sen) Ertragsthesaurierung maximale Flexibilität im Hinblick auf die eigenen Ausschüttungspräferenzen einräumt.

Hinzu kommt, dass sich die Aktienkomponente typischerweise dahingehend lukrativ ausgestaltet findet, dass idR. sowohl ein gleichsam als Sicherheitsabschlag sowie Kaufanreizmarge fungierender Discount zum Börsenkurs iHv. 2–3 % gewährt wird, als auch die seitens der Depotbanken anfallenden Transaktionskosten idR. zumindest teilweise übernommen werden, sodass den Anteilseignern durch die Scrip Dividend nicht nur die Möglichkeit zur schnellen, sondern auch zur kosteneffizienten Reinvestition überschüssiger Mittel angetragen wird. Dergestalt wird die Thesaurierung von Erträgen nicht nur für das gesamte Aktionariat attraktiver, vielmehr kommt die Aktienkomponente bei Klein(st)aktionären damit realistischerweise überhaupt erst aufs Tapet.

Simultan hierzu profitiert die Gesellschaft von der Implementierung des *Treasury*-Instruments dergestalt, dass erfahrungsgemäß ein Teil des Aktionariats den Bezug von Aktien gegenüber einer Ausschüttung in Geld präferiert, wodurch der als Bardividende auszuzahlende Betrag reduziert und Liquidität im Hinblick auf strategische Zukunftsinvestitionen oder auch den Abbau der Verschuldung gewonnen sowie die Eigenkapitalbasis gestärkt werden kann, obwohl den Anteilseignern – und das mag gerade im Hinblick auf ein (insbesondere in Krisenzeiten) dividendenaffines Aktionariat essenziell sein – gleichsam eine attraktive Dividende in bar bzw. eine dieser im wirtschaftlichen Ergebnis gleichkommende Zahlung eines Erwerbspreises iRd. Aktienrückkaufs angeboten wird.

Damit leistet die Gestaltung offensichtlich den entscheidenden Spagat zwischen den grundsätzlich oppositiven Zielen Dividendenkontinuität und Liquiditätserhalt, wobei die Validität des vielfach propagierten Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments je nach gewählter rechtstechnischer Strukturierungsvariante gemäß den jeweiligen Ausführungen in Kapitel D.III.1.g), D.III.3.b)cc)kkk) und D.III.4.c) stets kritisch zu hinterfragen ist.

Hinzu kommt mit Blick auf die in Kapitel D.III.1 und D.III.2 thematisierten Spielarten einer Scrip Dividend, dass diese eine elegante Möglichkeit zur Ausplatzierung eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG bieten sowie im Hinblick auf die in Kapitel D.III.3 thematisierten *Forward*-Strukturen, dass – und für akquisitionsstarke Unternehmen vermag dieser Umstand essenziell sein – die anderweitigen Finanzierungsmöglichkeiten der Gesellschaft hierdurch insofern nicht eingeschränkt werden, als dass, soweit sich die Transaktion als Bezugsrechtskapitalerhöhung strukturiert findet, eine etwaig vorhandene Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss iSd. § 186

Abs. 3 S. 4 AktG unangetastet bleibt, sowie, da die prospektfreie Emission bzw. Zulassung auf besondere Befreiungstatbestände gestützt werden kann, das gemäß Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. a) EU-ProspektVO für die prospektfreie Zulassung gewährte Volumen von 20 % solcher Wertpapiere, die mit bereits zum Handel am selben geregelten Markt zugelassenen Wertpapieren fungibel sind, nicht angegriffen wird.

So jedoch all dies nach einer *Win-Win*-Situation klingen mag, stehen dem Einsatz von Scrip Dividends doch auch erhebliche Bedenken gegenüber. So ist zu konstatieren, dass bei der Implementierung von Scrip Dividends stets die Gefahr mitschwingt, dass harte unternehmerische Allokationsentscheidungen, von denen die Zukunft der Gesellschaft abhängt, aufgeschoben werden, während Liquiditätsengpässe mittels des *Treasury*-Instruments Verschleierung finden, mithin letzten Endes schlicht Zeit und – mit Blick auf die Kostenintensivität der Implementierung der Gestaltung viel – Geld verbrannt wird, anstatt dass bei Investitionen der Rotstift angesetzt oder ein ungesund hohes Ausschüttungsniveau mittels einer Dividenenkürzung bzw. -streichung zurückgefahren wird.

Aktionäre sollten daher stets genau hinsehen und im Zweifel prüfen, ob der Gesellschaft sinnvolle Investitionsmöglichkeiten für die thesaurierten Mittel zur Verfügung stehen.

Doch stößt diesbezüglich dasjenige, was in der Theorie so schlüssig klingt, an die Grenzen der praktischen Umsetzbarkeit. So nämlich die Quote der ‚Aktienbezieher‘ und damit letztlich der Umfang der kumulierten einbehaltenen Mittel *ex ante* unklar ist und dem einzelnen Aktionär der Gesellschaft etwaig offenstehende alternative Finanzierungskanäle nicht bekannt sind, dürfte es dem einzelnen Aktionär faktisch gar nicht möglich sein, nachzuvollziehen, ob sinnvolle Investitionsmöglichkeiten für die Summe der kumulierten einbehaltenen Mittel bestehen. Darüber hinaus dürfte es für einzelne Aktionäre unter den Aspekten der rationalen Apathie sowie des Trittbrettfahrens jedenfalls kaum wirtschaftlich sinnvoll sein, eine derartig intensive Prüfung der gesellschaftsseitig propagierten Investitionsprojekte anzustrengen, hätte der einzelne Aktionär doch die hohen Kosten, die zum Zwecke einer nachhaltigen Beurteilung der Sinnhaftigkeit der Mittelbelassung aufzuwenden wären, selbst bzw. alleine zu tragen, würde gleichsam jedoch nur entsprechend seinem Anteil an der Gesellschaft – und damit meist nur in vergleichsweise geringem Umfang – von den daraus resultierenden Vorteilen profitieren.

Daneben präsentiert es sich aus Sicht der Gesellschaft als überaus problematisch, dass die infolge der Implementierung des *Treasury*-Instruments in die eigene Ausschüttungspolitik kumulierten einbehaltenen Mittel kaum

F. Zusammenfassung der Ergebnisse

zuverlässig prognostiziert werden können und dementsprechend grundsätzlich keinen, bzw. bestenfalls rein zufälligen, Bezug zu den Investitionsmöglichkeiten der Gesellschaft aufweisen.

Infolge besteht nämlich schlimmstenfalls keinerlei sinnvolle Verwendung für die einbehaltenen Mittel, was insbesondere mit Blick auf das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘ höchst problematisch sein dürfte. Denn: Will die Gesellschaft das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘ auch künftig wahren, so muss sie insbesondere in Anbetracht des Umstandes, dass das dividendenberechtigte Grundkapital infolge der Wahldividendenofferte insoweit steigt, als die Implementierung der Scrip Dividend in Gestalt einer Mittelthesaurierung durch die Aktionäre Erfolg zeitigt, mit einem jedem einbehaltenen Euro wirtschaften können, um so das zur Aufrechterhaltung der *earnings per share* erforderliche (gesteigerte) Gesamtdividendenvolumen zu verdienen.

Schließlich handelt es sich bei der Implementierung von Scrip Dividends um eine überaus kostenintensive Maßnahme. In diesem Bezugsrahmen ist der Dividendendeal, so man eine gesunde Kosten-Nutzen-Effizienz herstellen will, nur interessant, wenn das Volumen der erwarteten Einsparung liquider Mittel (wobei der idR. zu gewährende, gleichsam als Kaufanreizmarge sowie als Sicherheitsabschlag fungierende, Discount iHv. 2–3 % den Erfolg für die Gesellschaft – wenn auch nur in geringfügigem Umfang – zusätzlich mindert) den mit der Transaktion verbundenen kosten- wie auch zeittechnischen Aufwand aus betriebswirtschaftlicher Sicht rechtfertigt. Eine demgemäß, sich selbstverständlich in Abhängigkeit von der (ex ante iaR. unbekannten) Akzeptanzrate beurteilende, Verhältnismäßigkeit kann aber überhaupt erst ab einem hinreichend großen Gesamtdividendenvolumen gegeben sein, woraus zu folgern ist, dass Scrip Dividends ein vorwiegend für ‚Großkonzerne‘ mit hohem Ausschüttungsvolumen interessantes Gestaltungsinstrument sind; für den breiten Mittelstand deutscher Kapitalgesellschaften dürften Scrip Dividends aufgrund der Kostenintensität von deren Strukturierung und Implementierung jedenfalls keine Option sein, für kleinere Gesellschaften schon gar nicht.

Nach alledem bleibt der Scrip Dividend in der Praxis wohl kaum mehr als eine etwas größere Nische, innerhalb derer das Scrip Dividend ‚Modell Telekom‘ den maßgeblichen Raum einnehmen dürfte. Die Bedeutung der sog. ‚10 %-Kapitalerhöhung‘ wird das *Treasury*-Instrument gewiss nie erlangen.