

Offen gesprochen

Die Aktiendividende – Bleibt Cash King?

Wieder einmal ist mit der Aktiendividende ein neues Instrument am deutschen Kapitalmarkthimmel aufgetaucht. Um eine Prognose für den nachhaltigen Einsatz dieser Möglichkeit wagen zu können, stellt sich die Frage nach der Sinnhaftigkeit der Innovation für Unternehmen und Aktionäre. Spätestens seitdem die Telekom im Jahr 2013 den Aktionären die Wahl zwischen einer Bar- und einer Aktiendividende eingeräumt hat, ziehen börsennotierte Gesellschaften auch in Deutschland bei der Festlegung des Dividendenvorschlags diese Art der Ausschüttung in Betracht. Das Vorgehen versetzt Unternehmen einerseits in die Lage, den Aktionären eine attraktive Dividende versprechen zu können. Andererseits kann durch die Tatsache, dass ein Teil der Aktionäre eine Ausschüttung in Aktien wählt, der als Bardividende auszahlende Betrag reduziert werden und damit Liquidität geschont sowie zusätzlich die Kapitalbasis gestärkt werden.

Während die Aktiendividende („Scrip Dividend“) nach Wahl des Aktionärs im Ausland weit verbreitet ist, wurde die Ausschüttung von Dividenden in Aktienform in Deutschland bis 2013 kaum praktiziert. Seitdem haben mit der Telekom und E.ON zwei DAX-Konzerne, aber auch einzelne börsennotierte Gesellschaften mit einer Marktkapitalisierung von weniger als EUR 500 Mio., wie z. B. Capital Stage und Softing, von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht. Im Ausland bestehen zwei unterschiedliche Formen für eine derartige Ausschüttung der Unternehmensgewinne. Einerseits besteht die Möglichkeit, eine Bardividende zu zahlen und den Aktionären die Möglichkeit einzuräumen, mit der Bardividende neue Aktien vom Emittenten zu kaufen. Weiterhin kann

auch eine Aktiendividende gewährt werden, wobei die Aktionäre die neuen Aktien gegen Erhalt einer Barzahlung zurückgeben können.

Aufgrund strenger Kapitalaufbringungs- und Kapitalerhaltungsvorschriften ist ein solches Vorgehen in Deutschland in dieser Form nicht durchführbar. Als Struktur kann hierzulande z. B. eine Aktiendividende durch die Ausgabe eigener Aktien, also solcher Aktien, die sich etwa aufgrund eines Rückkaufprogramms im Besitz des Unternehmens befinden, dienen. In der Praxis häufiger gewählt wird die Ausgabe neuer Aktien in Form einer „Bis-zu“-Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital, wobei Aktionären in der Regel eine Wahlmöglichkeit zwischen Bar- und Aktiendividende eingeräumt wird.

Für die Kapitalerhöhung ist die Erstellung eines Wertpapierprospektes grundsätzlich nicht erforderlich, es muss lediglich ein deutlich schlankeres, prospektbefreiendes Dokument veröffentlicht werden. In Deutschland ist zu beachten, dass die Aktiendividende regelmäßig der Kapitalertragssteuer unterliegt. Eine Ausnahme gilt lediglich für den Fall, dass die Dividende aus dem steuerlichen Einlagenkonto gezahlt wird. Daher gewähren die Unternehmen in diesem Fall auch den Aktionären, welche die Aktienkomponente wählen, eine Barkomponente in Höhe der fälligen Kapitalertragssteuer, um eine Zahlungspflicht der Aktionäre zu vermeiden.

Plant ein Unternehmen die Ausschüttung einer Aktiendividende, wird diese Absicht in der Regel schon im Vorfeld der Einladung zur Hauptversammlung bekanntgegeben. Nach der Einladung

zur Hauptversammlung ist das prospektbefreiende Dokument zu veröffentlichen, am Tag nach der Hauptversammlung erfolgt die Veröffentlichung des Bezugsangebotes. Der Dividendenbezug der Investoren wird auf Basis der ihnen eingeräumten Bezugsrechte ermittelt. Wählt der Aktionär die Aktienkomponente, tritt er seine Dividendenbezugsrechte an die abwickelnde Bank ab. Diese bringt die Bezugsrechte als Sacheinlage gegen Ausgabe von Aktien in die Gesellschaft ein. Typischerweise werden Bezugsverhältnis und -preis mehrere Tage vor dem Ende der zweiwöchigen Bezugsfrist festgelegt. Wenige Tage nach Ablauf der Bezugsfrist folgt die Zahlung der Bardividende, die Zeichnung und Eintragung der neuen Aktien sowie deren Börsenzulassung und Lieferung.

Motive für die Wahl einer Aktiendividende sind, wie bereits einleitend beschrieben, insbesondere eine Schonung der Liquidität des Unternehmens durch die Reduzierung des Anteils der Bardividende sowie eine Stärkung der Kapitalbasis. Die Zahlung einer Aktiendividende ermöglicht Unternehmen gerade in Krisenzeiten, dividendenorientierte Aktionäre durch die Auszahlung einer vergleichsweise hohen Bardividende zufriedenzustellen, andererseits in der Hoffnung auf eine hohe Annahmquote des Aktienteils die Ausschüttung insgesamt zu reduzieren und somit den Free Cash-Flow zu entlasten. Für die Aktionäre ergibt sich insbesondere im momentanen Niedrigzinsumfeld die Chance, schnell in das Unternehmen zu reinvestieren. Zusätzlich ist die Aktienkomponente in der Regel mit einem geringen Abschlag zum aktuellen Börsenkurs versehen.

Den Vorteilen für die Gesellschaft steht ein nicht unerheblicher Aufwand gegenüber. Für die Abwicklung der Aktiendividende ist die Einbindung einer Bank insbesondere zur Zeichnung der neuen Aktien sowie für die technische Abwicklung des Bezugsangebotes und die Lieferung der neuen Aktien erforderlich. Weiterhin ist die Transaktion von

einer Anwaltskanzlei zu begleiten, die unter anderem das prospektbefreiende Dokument sowie die notwendigen Legal Opinions erstellt. Darüber hinaus wird ein Werthaltigkeitsgutachten eines Wirtschaftsprüfers für die Prüfung der Sacheinlage benötigt. Für die Vermarktung der Aktiendividende bei den Altaktionären können zusätzlich Roadshow-Aktivitäten erforderlich werden. Die Kosten für die Transaktion betragen je nach Umfang und Komplexität der Transaktion schätzungsweise zwischen EUR 200.000 und EUR 1.000.000, bei zusätzlichem internen Aufwand für das Unternehmen.

Zu beachten ist, dass auch die Ausschüttungsquoten dividendenstarker Titel höchstens 5% der Marktkapitalisierung betragen. Unterstellt man eine (im vergangenen Jahr realistische) Annahmquote der Aktienkomponente in Höhe von 40% und eine hohe Ausschüttungsquote in Höhe von 5%, so wird, unter Berücksichtigung des in bar ausgezahlten Teils zur Begleichung der Kapitalertragssteuer, eine Kapitalerhöhung in Höhe von ca. 1,5% des Grundkapitals erzielt. Es stellt sich die Frage, inwieweit das Unternehmen eine solide Stärkung der Kapitalbasis nicht besser durch eine von der Dividendenzahlung unabhängige prospektfreie Kapitalerhöhung i.H.v. 10% mit geringerem Aufwand herbeiführt. Weiterhin lassen sich die Annahmquote der Aktienkomponente und die damit gewonnene Liquiditätsschonung schlecht planen. Nur bei klaren Signalen von Hauptaktionären, die Aktienkomponente anzunehmen, kann von einer gesicherten Transaktion ausgegangen werden. Bei einem hohen Streubesitzanteil ist dies jedoch kaum abzuschätzen. Zwar kann der Aktiendividende auch innerhalb eines Jahres eine prospektfreie Kapitalerhöhung in Höhe von 10% folgen – die Aktiendividende wird auf diese Möglichkeit nicht angerechnet. Diese ist jedoch mit neuerlichem Aufwand verbunden und der Mehrwert der Aktiendividende aufgrund des Umfangs fraglich. In jedem Fall sollte der Gesichtspunkt der Liquiditätsschonung nur bei

solchen Gesellschaften der Grund für die Ausschüttung einer Aktiendividende sein, bei denen die ersparte Liquidität zu dem Aufwand für die Durchführung der Transaktion in einem vernünftigen Verhältnis steht und mithin die Dividendenaus-schüttung ein ausreichend großes Volumen hat.

Weiterhin sprechen sich auch auf Aktionärsseite viele Fondsgesellschaften für eine reine Bardivi-dende aus, einerseits aufgrund des Verwässerungs-effektes der Kapitalerhöhung, andererseits unter Gesichtspunkten der Flexibilität, da Aktionäre im Falle der reinen Bardividende selbst entscheiden können, wo Anteile aufgestockt werden sollen.

Zusammenfassend kann man sagen, dass insbe-sondere zwei Konstellationen denkbar sind, in de-nen die Aktiendividende das Mittel der Wahl ist.

Einerseits können sich die Gründe aus unterschied-lichen Interessen der Aktionäre ergeben. In diesem Zusammenhang ist denkbar, dass es sich bei den Aktionären teilweise um dividendenaffine Investo-ren handelt und ein anderer Teil der Aktionäre vor-rangig bestrebt ist, seinen Anteil am Unternehmen langfristig aufzustoeken. Weiterhin kann die Ak-tiendividende auch der Stärkung des Streubesitz-anteils dienen, wenn gesichert ist, dass die Haupt-aktionäre eine Barausschüttung wählen. Die Ausschüttung einer Aktiendividende ist andererseits auch dann in Betracht zu ziehen, wenn kurzfristige Liquiditätsanforderungen der Gesellschaft dem In-teresse, dividendenaffine Investoren langfristig zu binden, entgegenstehen. Dies gilt jedoch, wie be-schrieben, unter der Voraussetzung, dass das Volu-men der erwarteten eingesparten Liquidität den entstehenden Aufwand rechtfertigt.

Sophie v. Korff &
Maria Starke, Corporate Finance
November 2014

Unsere Referenzen finden Sie auf unserer Homepage:
www.mmwarburg.com/de/firmenkunden

Kontakt:

Dr. Jens Kruse

Leiter Corporate Finance
Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg
jkruse@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798