

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 84

Die Dividendenentscheidung in der Aktiengesellschaft

Eine Untersuchung neuerer Regelungsvorschläge
unter besonderer Berücksichtigung
der US-amerikanischen Diskussion

Von

Burkhard Schütte



Duncker & Humblot · Berlin

BURKHARD SCHÜTTE

Die Dividendenentscheidung in der Aktiengesellschaft

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 84

Die Dividendenentscheidung in der Aktiengesellschaft

**Eine Untersuchung neuerer Regelungsvorschläge
unter besonderer Berücksichtigung der
US-amerikanischen Diskussion**

Von

Burkhard Schütte



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Schütte, Burkhard:

Die Dividendenentscheidung in der Aktiengesellschaft : eine
Untersuchung neuerer Regelungsvorschläge unter besonderer
Berücksichtigung der US-amerikanischen Diskussion / von
Burkhard Schütte. – Berlin : Duncker und Humblot, 1995
(Schriften zum Wirtschaftsrecht ; Bd. 84)

Zugl.: Bielefeld, Univ., Diss., 1991

ISBN 3-428-08325-3

NE: GT

Alle Rechte vorbehalten

© 1995 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Satz: Rainer Schäfer, Bielefeld

Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0582-026X

ISBN 3-428-08325-3

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
gemäß der ANSI-Norm für Bibliotheken

Vorwort

Die Arbeit hat im Sommersemester 1991 der Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Bielefeld als Dissertation vorgelegen.

Herrn Prof. Dr. Peter Hommelhoff, der das Thema angeregt und die Bearbeitung betreut hat, danke ich herzlich für seine wertvolle Förderung und zahlreichen Anregungen. Herrn Prof. Dr. Wolfgang Oehler danke ich für die Erstellung des Zweitgutachtens.

Der amerikanische Teil der Arbeit ist während eines Studienaufenthaltes im Rahmen des LL.M.-Programms an der University of Michigan in Ann Arbor entstanden. Dort habe ich die Probleme aus amerikanischer Sicht intensiv mit Herrn Prof. Dr. Merritt B. Fox diskutieren können. Dafür danke ich ihm herzlich.

Mein Dank gebührt ferner der Studienstiftung des Deutschen Volkes für die großzügige Promotionsförderung sowie der University of Michigan nicht nur für die außergewöhnlichen Studienbedingungen, die sie geboten hat, sondern auch für die dabei gewährte finanzielle Unterstützung.

Detmold, im Mai 1994

Burkhard Schütte

Inhalt

A. Einleitung	11
B. Historischer Überblick	15
I. Allgemeine Anfänge	15
II. Deutschland	21
1. Zeit vor dem Preußischen Aktiengesetz 1843	21
2. Preußisches Aktiengesetz von 1843	25
3. Die aktienrechtliche Regelung im ADHGB	26
4. Aktienrechtsreform 1937 und vorherige Diskussion in der Weimarer Republik	31
5. Aktienrechtsreform 1965	36
III. USA	41
1. Entstehen der allgemeinen Kompetenz der Direktoren	41
2. Reformversuche in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrhunderts	44
C. Darstellung der zu untersuchenden Regelungen	48
I. Bundesrepublik Deutschland	48
II. EG-Regelungen	48
1. Strukturrichtlinie	48
2. Statut der Europäischen Aktiengesellschaft	54
III. USA	54
IV. Zwischenergebnis und weiterer Gang der Untersuchung	56
D. Zielkriterien zur Beurteilung der Regelungen	57
I. Gesetzliche Fixierung des Zielkriteriums	57
1. Bundesrepublik Deutschland	57
a) Gemeinwohlbindung des Vorstands	58
b) Unternehmensinteresse als Maßstab	59
c) Eignung als Maßstab für die Dividendenentscheidung	60
2. USA	61
II. Volkswirtschaftliche Kriterien	63
1. Interesse des kapitalistischen Aktionärs	68
2. Interesse am Bestand des Unternehmens	70
a) Sicherung des Unternehmensbestandes durch Rücklagenbildung	70
aa) Risiko	71
bb) Kapitalstruktur	72
cc) Rücklagenbildung als nachträgliche Veränderung der Kapitalstruktur	75
dd) Rücklagenbildung als Verschiebung zugunsten der Fremdkapitalgeber	77
ee) Rücklagenbildung zur Verschleierung von Fehlentwicklungen	77
b) Sicherung des Unternehmensbestandes durch selbstfinanzierte Investitionen	77

c) Sicherung des Unternehmensbestandes durch selbstfinanzierte Diversifikation	78
III. Zwischenergebnis	79
E. Optimale Lösung unter theoretischen Aspekten	80
I. Dividendenentscheidung bei vollkommenem Markt ohne Steuern	80
II. Transaktionskosten	84
1. Emissionskosten des Unternehmens	84
2. Transaktionskosten der Investoren	86
III. Der Einfluß der Besteuerung	86
1. USA	86
2. Bundesrepublik Deutschland	87
3. „Klientel“-Effekt	89
IV. Andere Einflußfaktoren	91
1. Asymmetrische Information	91
2. Irrationalität der Investoren und asymmetrische Informationen zwischen ihnen	92
3. Die Hypothese von der Effizienz des Kapitalmarktes	95
a) Die Aussage der Hypothese und ihre Akzeptanz	95
aa) Aussage	95
bb) Akzeptanz in den USA	95
cc) Akzeptanz in der Bundesrepublik	96
b) Konsequenzen der Hypothese	98
c) Empirische Belege	100
aa) USA	100
bb) Bundesrepublik	106
d) Kritik	114
aa) Verzögerte Reaktion auf bestimmte Ankündigungen	114
bb) Anzeichen für überlegene Information einzelner	114
cc) Kritik der verwendeten Preisbildungsmodelle	115
dd) Informationsparadoxon	117
e) Umfang der Effizienz	119
aa) Definitionen	119
bb) Aussagen der Effizienztests zum Umfang	120
cc) Untersuchungen zur Schwankungsbreite der Aktienkurse	120
f) Zusammenfassung und Schlußfolgerung für die Dividendenentscheidung	121
V. Anwendung der theoretischen Kriterien auf die zu beurteilenden Dividendenregelungen	123
F. Einfluß der Dividendenentscheidung auf die Investitionsentscheidung und Konsequenzen	125
I. Interessenkonflikt zwischen Management und Aktionären	126
II. Konsequenzen des Interessenkonflikts	128
1. Vertragliche Theorie der Firma in den USA	129
a) Ausgangsposition: Unternehmen als Nexus von Verträgen	129
b) Optimierung durch Marktkräfte	131
c) Normative Schlußfolgerungen	131
aa) Markt für Unternehmenskontrolle	132

bb) Gründungsvorgang einer Kapitalgesellschaft	133
cc) Vergütung der Manager	134
dd) Arbeitsmarkt für Manager	134
ee) Die Funktion des Rechtssystems	135
2. Verwaltungskompetenz unter dem Aspekt der M-Form Hypothese von Williamson	136
3. Managerielle Ansicht in den USA	137
a) Ausgangsposition: Kritik an der deskriptiven Angemessenheit der vertraglichen Theorie	137
b) Kritik der normativen Folgerungen des vertraglichen Ansatzes	139
aa) Markt für Unternehmenskontrolle	140
bb) Gründungsvorgang einer Kapitalgesellschaft	142
cc) Vergütung des Managements	143
dd) Arbeitsmarkt für Manager	146
ee) Zusammenfassung	147
G. Alternativen zur Verwaltungskompetenz	148
I. Hauptversammlungskompetenz	148
1. Bisherige Erfahrungen	149
2. Probleme der Entscheidungsfindung bei Hauptversammlungsbeschlüssen	150
3. Abstimmung großer Blöcke durch Institutionen	153
4. Verbleibende Funktion der Hauptversammlung	154
5. Aufsichtsrat	156
II. Häufige Kompetenz Verwaltung/Hauptversammlung	158
III. Zwangsausschüttungen	158
1. Deutscher Vorschlag für volle Gewinnausschüttung	159
2. Fox' Vorschlag für die USA	161
3. Umkehrung des Dividendenbezugsrechts	163
4. Gewinnunabhängige Zwangsausschüttung	164
IV. Publizitätsvorschlag	164
V. Jederzeitiges Kündigungsrecht des Aktionärs	165
H. Zusammenfassung der Regelungsvorschläge, Kritik und Stellungnahme	166
I. Zusammenfassung der Regelungsvorschläge	166
II. Kritik und Stellungnahme	167
1. Notwendigkeit der Änderung	167
a) Spielraum der Verwaltung zur Berücksichtigung anderer Interessen	167
b) Optimale Kapitalallokation	169
2. Eignung der einzelnen Verbesserungsvorschläge	171
a) Abstimmung der Hauptversammlung	171
b) Gewinnabhängige Zwangsausschüttungen	173
c) Gewinnunabhängige Zwangsausschüttungen	176
d) Ergebnis	177
J. Resümee	179
Literaturverzeichnis	185

Abkürzungen

Es wurden die üblichen juristischen Abkürzungen nach Kirchner sowie nach The Harvard Law Review Association (Hrsg.): A Uniform System of Citation, 14.Aufl., Cambridge/Mass. 1986, benutzt. Außerdem wurden die folgenden Abkürzungen verwendet:

Am.Bus.L.J.	American Business Law Journal
Am.Econ.Rev.	American Economic Review
Am.Econ.Rev. Pap.& Proc.	American Economic Review Papers and Proceedings
ASTA	Allgemeines Statistisches Archiv
Bell J.o.Econ.	Bell Journal of Economics
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
Brookings Pap.	Brookings Papers on Economic Activity
Bus.Lawyer	The Business Lawyer
DAV	Deutscher Anwaltsverein
Intl.Econ.Rev.	International Economic Review
Jb.f.Gesgbg.	Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reich
J.o.Acct.& Econ.	Journal of Accounting and Economics
J.o.Bank.& Fin.	Journal of Banking and Finance
JoBus	Journal of Business
J.o.Corp.L.	Journal of Corporation Law
J.o.Econ.Lit.	Journal of Economic Literature
J.o.Econ.Persp.	Journal of Economic Perspectives
JoF	Journal of Finance
J.o.Fin.Econ.	Journal of Financial Economics
J.o.Fin.& Q.Anal.	Journal of Financial and Quantitative Analysis
J.o.Law & Econ.	Journal of Law and Economics
J.o.Pol.Econ.	Journal of Political Economy
ÖBA	Österreichisches Bank-Archiv
Q.J.o.Econ.	Quarterly Journal of Economics
Rev.o.Econ.& Stat.	Review of Economics and Statistics
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
Z.f.Nat.Ök.	Zeitschrift für Nationalökonomie
Z.f.Wirtsch.u.Sozw.	Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

A. Einleitung

In der Frage, wie die Dividendenkompetenz in der Aktiengesellschaft zu verteilen ist, kehrt keine Ruhe ein. Die Kompetenzverteilung war im deutschen Aktienrecht ständig ein problematischer Punkt und ist entsprechend oft geändert worden. Sie war zuletzt ein Hauptanliegen der Aktienrechtsreform 1965.¹ Durch die Bestrebungen zur Vereinheitlichung des Gesellschaftsrechts auf europäischer Ebene steht nun erneut eine Änderung durch die 5. EG-Richtlinie zur Struktur der Aktiengesellschaft (Strukturrichtlinie), die sich allerdings noch im Entwurfsstadium befindet, an.² Das gleiche Problem tritt bei der Europäischen Aktiengesellschaft, der SE, auf.³ Während die deutsche Regelung die Kompetenz zur Gewinnthesaurierung teilweise der Verwaltung zuweist, sehen die Kommissionsvorschläge die alleinige Kompetenz der Hauptversammlung für die Ergebnisverwendung vor.

Bedauerlicherweise läßt das bisherige Vorgehen der EG-Kommission ein durchgängiges Konzept vermissen. Dies ergibt sich aus dem anfänglichen Nebeneinander zweier widerstreitender Regelungsvorschläge für die Europäische Aktiengesellschaft einerseits und die Strukturrichtlinie andererseits, obwohl sachlich für unterschiedliche Regelungen in beiden Gesellschaftstypen kein Grund besteht. Vielmehr ist die Kommission nach ihrem eigenen Bekunden auf weitgehende Angleichung bedacht, wie zahlreiche Bezugnahmen zeigen.⁴

Art. 217 des ersten Vorschlags für das Statut einer Europäischen Aktiengesellschaft⁵ übernahm 1970 in Anlehnung an den Sander'schen Vorentwurf vom Dezember 1966⁶ das Prinzip der „gläsernen, aber verschlossenen Taschen.“⁷

¹ Ausführlich zur Geschichte siehe unten B.II.5.

² Entwurf der Kommission, abgedruckt in: Bulletin der EG, Beilage 6/83.

³ Der jüngste Kommissionsentwurf dafür ist abgedruckt in: Bulletin der EG, Beilage 5/89.

⁴ Hier insbesondere der Verweis auf den Vorschlag der 5. EG-Richtlinie in der Begründung zu Art. 203 a bis 220 des geänderten Vorschlags für die SE, Bulletin der EG, Beilage 4/75, S. 178.

⁵ Bulletin der EG, Beilage 8/70.

⁶ Sanders, Vorentwurf eines Statuts für Europäische Aktiengesellschaften, Art. VI-6-1 i.V.m.

Dieses Prinzip war schon Leitmotiv der deutschen Regelung in der Aktienerrechtsreform 1965 gewesen, so daß der Regelungsvorschlag im wesentlichen dem deutschen Recht glich.

Der 1972 veröffentlichte erste Vorschlag einer 5. EG-Richtlinie zur Struktur der AG⁸ folgte in Art. 50 dagegen dem Prinzip der „offenen Taschen“, indem er die Verfügungskompetenz der Hauptversammlung über das volle Jahresergebnis vorsah. In der Begründung dazu wurde lediglich ausgeführt, es erscheine unumgänglich, in der Gemeinschaft allgemein den Grundsatz einzuführen, daß das Jahresergebnis insgesamt zur Verfügung der Aktionäre stehe.⁹

Bei der Überarbeitung des Entwurfs für die Europäische Aktiengesellschaft 1975¹⁰ beließ man es dort wiederum bei der Regelung der gläsernen, aber verschlossenen Taschen des ersten Entwurfs. Eine redaktionelle Verbesserung des Art. 83 Abs. 1 lit. g) stellte sogar ausdrücklich klar, daß die Hauptversammlung nur nach Berücksichtigung der Thesaurierungskompetenz der Verwaltung zur Entscheidung über den Jahresgewinn befugt sein sollte. Verwirrenderweise hieß es aber in der Begründung zu Art. 203 a bis 220, die unter anderem die Gewinnverwendung betrafen, diese Vorschriften seien dem Vorschlag der 5. Richtlinie angepaßt worden, obwohl eine Anpassung bezüglich der Gewinnverwendungskompetenz gerade nicht vorgenommen worden war.

Bei der Überarbeitung des Vorschlags der 5. Richtlinie 1983¹¹ blieb das Nebeneinander bestehen. Es wurde erst durch den jüngsten, neuen Vorschlag für das Statut der Europäischen Aktiengesellschaft¹² beendet, der nun in Art. 81 lit. g) die gleiche Regelung wie die des Vorschlags der 5. Richtlinie enthält. Daß damit das Prinzip gewechselt wurde, erwähnt die Begründung mit keinem Wort. Ebenso wenig war die Problematik im Memorandum der

Art. VI-4-2 mit Begründungen; zur Geschichte des Vorschlags vgl. *Lutter*, Europäisches Unternehmensrecht, S. 130 f.; Bulletin der EG, Beilage 3/88, S. 21 f.

⁷ *Sanders*, Vorentwurf eines Statuts für Europäische Aktiengesellschaften, Begründung zu Art. VI-4-2, S. 93; Bulletin der EG, Beilage 8/70, Begründung zu Art. 217, S. 166.

⁸ Bulletin der EG, Beilage 10/72.

⁹ Bulletin der EG, Beilage 10/72, zu Art. 50, S. 62.

¹⁰ Bulletin der EG, Beilage 4/75.

¹¹ Bulletin der EG, Beilage 6/83.

¹² Bulletin der EG, Beilage 5/89.

Kommission zur SE,¹³ das dem jüngsten Entwurf vorausging, angesprochen worden.

Das Problem der Dividendenkompetenz ist aber keineswegs akademischer Natur oder so nebensächlich, daß seine Regelung keiner Begründung bedürfte, insbesondere nachdem bereits in den 60er Jahren ein beachtlicher Diskussionsstand erreicht worden war, wie die deutsche Reformdiskussion und der Sander'sche Vorentwurf bezeugen. Von der Entscheidung über das Einhalten oder Auskehren erzielter Gewinne hängt die Fähigkeit zur Selbstfinanzierung ab. Die Selbstfinanzierung bildet traditionell einen wesentlichen Beitrag zur Unternehmensfinanzierung insgesamt. So waren 1985 70 Prozent der Sach- und Geldvermögensbildung der Unternehmen und knapp 85 Prozent ihrer Bruttoinvestitionen selbstfinanziert.¹⁴

Bisher haben sich Juristen nur wenig um diese Teile der EG-Regelungsvorschläge gekümmert.¹⁵ Statt dessen kamen von wirtschaftswissenschaftlicher Seite zunehmend Diskussionsbeiträge.¹⁶ Immerhin hat sich auf dem Gebiet der Wirtschaftswissenschaften seit der Diskussion zur Aktienrechtsreform Ende der 50er/ Anfang der 60er Jahres einiges getan. 1961 erschien der berühmte Miller/Modigliani-Artikel über die Irrelevanz der Dividendenentscheidung,¹⁷ nachdem schon 1958 die gleichen Autoren mit der Behauptung der Irrelevanz der Kapitalstruktur¹⁸ Wegweisendes für das Verständnis der Unternehmensfinanzierung geleistet hatten. In diesen beiden Artikeln wurde, wie unten näher zu erörtern sein wird, nachgewiesen, daß theoretisch gesehen Dividendenpolitik und Kapitalstruktur auf den Wert des Unternehmens für die Aktionäre keine Auswirkungen haben. Die Arbeiten Modigliani/Millers forderten zum Widerspruch und zur weiteren Durchdringung des

¹³ Bulletin der EG, Beilage 3/88.

¹⁴ *Schlesinger* in: *D. Schneider* (Hrsg.), *Kapitalmarkt und Finanzierung*, S. 17, 27.

¹⁵ Zustimmung *Lutter*, *EuR* 1975, 44, 67; skeptisch (zur SE) *Hommelhoff*, *AG* 1990, 422, 429 f.; ablehnend *Sonnenberger/Coester*, *AG* 1974, 177, 185.

¹⁶ *Schüller*, *ORDO* XXX (1979), 325 ff.; *F.W. Wagner*, *ZfB* 34 (1982), 749, 763 ff.; *ders.* in: *D. Schneider* (Hrsg.), *Kapitalmarkt und Finanzierung*, S. 409 ff.; *ders.*, *ZGR* 1988, 1 ff.; *Chmielewicz*, *DBW* 44 (1984), 393, 404 ff.; Kommission Organisation im Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft, *DBW* 47 (1987), 538 ff.; *Pütz/Willgerodt*, *Gleiches Recht für Beteiligungskapital*, S. 85 ff.; *Niedernhuber*, *WP* 1985, 6 ff.; *ders.*, *Ausschüttungsregelungen für Aktiengesellschaften*, Diss. 1988.

¹⁷ *Miller/Modigliani*, *JoBus* 34 (1961), 411 ff.

¹⁸ *Modigliani/Miller*, *Am.Econ.Rev.* 48 (1958), 261 ff. mit einer Korrektur in: *Am.Econ.Rev.* 53 (1963), 433 ff.