

## C. Rechtstatsachen zur Scrip Dividend & Ausblick

Nachdem diese, das Spannungsfeld der Ausschüttungspolitik betreffenden, Grundlagen nunmehr gelegt sind, ist nachfolgend der Frage nach der rechtstatsächlichen Bedeutung der Scrip Dividend für den deutschen Kapitalmarkt nachzugehen.

### I. Historie von Scrip Dividends & Co. im internationalen Kontext

Interessant ist in diesem Sachzusammenhang, dass *Gosben* im internationalen Schrifttum bereits 1995 vorschlug, dem Aktionär ein Wahlrecht hinsichtlich des Ausschüttungsgegenstandes einzuräumen, sodass dieser zwischen einer Bardividende und dem Erhalt weiterer Aktien wählen kann, anstatt sich eine möglicherweise seinen individuellen Ausschüttungspräferenzen zuwiderlaufende Entscheidung von der Mehrheit aufzwingen lassen zu müssen.<sup>357</sup>

Dabei ist die Idee gar noch älter: Im Vereinigten Königreich hatten sich bereits in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts in einigen Gesellschaften auf privatautonomer Basis äquivalente Strukturierungsvarianten herausgebildet, damals von der steuerlichen Motivation getrieben, hoch zu versteuernde Dividendeneinkünfte in niedriger besteuerte Kursgewinne bei Veräußerung zu transformieren.<sup>358</sup>

Allein die Schaffung eines Steuermisbrauchstatbestandes, der solche Gestaltungen als Steuervermeidungskonstruktionen klassifizierte und infolge der Besteuerung unterwarf,<sup>359</sup> ließ den Dividendendeal dort eine Weile in der Versenkung verschwinden.

Wie *Lasfers* Analyse aus 1997 belegt, hatte die Scrip Dividend aber bis dato bereits, wenn sodann auch aus anderen Motivationslagen heraus, da

---

357 S. *Gosben*, YLJ 104 (1995), 881, 903 ff. Vgl. in diesem Kontext auch schon die obigen Ausf. in Kapitel B.III.2.e) mwN. in Fn. 328.

358 S. *Edwards*, Fiscal Studies 5 (1984), 1, 7. Zum Vorbild im englischen Company Law vgl. ferner auch die Ausf. bei *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 449 f.

359 S. *Edwards*, Fiscal Studies 5 (1984), 1, 7.

Steuerersparnisse mit der Strukturierung jedenfalls nicht mehr zu erzielen waren, ihre Renaissance eingeläutet.<sup>360</sup>

## II. Historie von Scrip Dividends & Co. im nationalen Kontext: Das ‚Schütt-aus-hol-zurück‘-Verfahren als altbekannte Gestaltung unter neuem Namen

Eine hierzu parallele Entwicklung findet sich schließlich um ca. 20 Jahre zeitversetzt am deutschen Kapitalmarkt wieder.

### 1. Das ‚Ausschüttungs-Rückhol‘-Verfahren: Eine althergebrachte, steuerlich motivierte, Transaktionsstruktur

So erfreute sich das auch als ‚Ausschüttungs-Rückhol‘-Verfahren bekannt gewordene ‚Schütt-aus-hol-zurück‘-Verfahren, bei dem die vom Aktionär für iRe. Kapitalerhöhung gezeichnete neue Aktien zu erbringende Einlageleistung (§ 54 Abs. 1 AktG) durch Wiederein- (sprich als formale Her- und Hinzahlung) bzw. Wiederauszahlung (also qua formaler Hin- und Herzahlung) oder durch Stehenlassen, also unter Vermeidung effektiver Zahlungsvorgänge, der Dividende erbracht wurde,<sup>361</sup> aufgrund der unter Geltung des körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahrens divergierenden Besteuerung von ausgeschütteten und thesaurierten Gewinnen bis einschließlich des Veranlagungszeitraumes 2000 großer Beliebtheit.<sup>362</sup>

---

360 *Lasfer*, FM 26 (1997), 62 ff. analysierte 1997 den unternehmensseitigen Impetus für die Ausschüttung von Scrip Dividends und wählte für die Stichprobe, die er seiner Studie zugrunde legte, britische Unternehmen aus, die zwischen 1987 und 1992 Scrip Dividends offerierten.

361 Zu den unterschiedlichen Varianten des ‚Schütt-aus-hol-zurück‘-Verfahrens s. *Hirte*, in: GK, AktG, § 207 Rn. 8 f.; *Katzenstein*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 27 Rn. 153; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 183 Rn. 12; *Lutter/Zöllner*, ZGR 1996, 164, 178 ff.; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 207 Rn. 1; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 79 ff.; *ders.*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 8; *Wagner*, in: Heidel, AktG, § 207 Rn. 3.

362 Vgl. in diesem Kontext auch die umfassenden Ausf. zu den steuerlichen Gründen dieser Praktik bei *Crezelius*, ZIP 1991, 499 ff.; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 81.

## 2. Interimsphase völliger Irrelevanz des ‚Schütt-aus-hol-zurück‘-Verfahrens

Sodann büßte es seine vormalige Bedeutung infolge des Systemwechsels zum Halbeinkünfteverfahren im Jahr 2001, besser gesagt der damit verbundenen Faktizität, dass Ausschüttungen fortan kein Anrechnungsguthaben mehr vermittelten, nahezu vollständig ein.<sup>363</sup> Schließlich ließen die Nivellierung der Besteuerungsunterschiede vermöge der Vereinheitlichung des Körperschaftsteuersatzes auf 15 % ab dem Veranlagungszeitraum 2008<sup>364</sup> und die Einführung der Abgeltungsteuer ab dem Veranlagungszeitraum 2009 die vormaligen steuerlichen Anreize der Praktik vollständig entfallen, wodurch das ‚Ausschüttungs-Rückhol‘-Verfahren final gänzlich in der Senke verschwand.<sup>365</sup>

## 3. Die Renaissance des ‚Ausschüttungs-Rückhol‘-Verfahrens: Wiederbelebung durch die seitens der *Telekom* im Jahr 2013 offerierte *Forward*-Struktur

Spezifisch die vorgehend letztskizzierte Variante des ‚Schütt-aus-hol-zurück‘-Verfahrens, bei der die Dividendenforderungen stehen gelassen und dem Aktionariat die Option angetragen wird, die Barausschüttungsansprüche iRe. Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen gemäß § 182 Abs. 1 AktG iVm. § 183 Abs. 1 AktG bzw. § 202 Abs. 1 AktG iVm. § 205 AktG, jeweils iVm. §§ 33 Abs. 3–5, 34 und 35 AktG, gegen junge Aktien ‚einzutauschen‘, scheint aber nunmehr als Scrip Dividend iSd. *Forward*-Struktur unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung aus der Versenkung hervorgezaubert worden zu sein und dergestalt seine Renaissance eingeläutet bzw. zumindest eine Blaupause für entsprechende Gestaltungen gebildet zu haben.<sup>366</sup>

---

363 Vgl. hierzu e.g. *Butzke*, HV, Kapitel L Rn. 8, dort mit Fn. 19 a.E.; *Ekkenga/Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 4 Rn. 379; *Fock/Wüsthoff*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 207 Rn. 32 mwN. in Fn. 45; *Katzenstein*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 27 Rn. 153; *Marsch-Barnier*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 207 Rn. 1; *Kraft*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 82; *Wagner*, in: Heidel, AktG, § 207 Rn. 3.

364 S. *Ekkenga/Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 4 Rn. 379; *Schröder/Heusel*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 26 Rn. 4; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 82.

365 Eingehend zur steuerlichen Entwicklung *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 81 f. S. ferner auch *Ekkenga/Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 4 Rn. 379.

366 Diese Parallele erkennend bislang soweit ersichtlich allein *Ekkenga/Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 4 Rn. 379 a.E.; *Krause*, ZHR 2017, 641, 650 f.;

Und ob dessen, dass die *Telekom* in 2013 scheinbar nur eine altbekannte Konstruktion unter neuem Namen wiederbelebte, stieß die Gesellschaft bei ihrem Aktionariat jedenfalls auf reges Interesse<sup>367</sup> und rief die Strukturierung damit auch bei anderen Kapitalgesellschaften aufs Tapet.

### III. Deutsche Kapitalgesellschaften mit dem bisherigen Angebot einer Scrip Dividend

In diesem Sachzusammenhang soll der Frage nach der rechtstatsächlichen Bedeutung der Scrip Dividend für den deutschen Kapitalmarkt im Folgenden in einem ersten Schritt durch Analyse der aktuellen bzw. bisherigen Verbreitung des *Treasury*-Instruments hiezulande nachgegangen werden. Zu diesem Zweck stellt die nachfolgende Tabelle dar, welche deutschen Gesellschaften ihrem Aktionariat in den Jahren 2012<sup>368</sup> bis 2019 eine Wahldividende offerierten, wobei in die Erhebung auch der Aspekt einbezogen wird, in welchem Umfang das Aktionariat von der Gelegenheit des ‚Eintauschs von Dividendenansprüchen gegen neue Aktien‘ Gebrauch gemacht hat.<sup>369</sup>

---

*Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 188 Rn. 177; *ders.*, in BeckOGK, Stand: 01.07.2020, AktG, § 188 Rn. 78.

367 Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel A.IV.1 sowie die zugehörigen Nachw. in den dortigen Fn.

368 Zur Ausblendung der erstmaligen Offerte einer Scrip Dividend am deutschen Kapitalmarkt durch die *alstria office REIT-AG* im Jahr 2009 s. die sogleich nachfolgenden Ausf. in Fn. 370.

369 Sofern die betreffenden Unternehmen keine oder nur sehr ungenaue Annahmquoten veröffentlichten, wurden die nachfolgend aufgeführten Werte zum größten Teil eigens auf Grundlage der Angaben in den iRd. Offerte veröffentlichten Dokumente errechnet und kaufmännisch auf eine Nachkommastelle gerundet. Bzgl. den der Berechnung zugrunde gelegten Werten s. die jeweiligen Nachw. in den korrespondierenden Fn.

1. Scrip Dividend-Offerten deutscher Unternehmen von 2012<sup>370</sup>-2019<sup>371</sup>

- 
- 370 Vorreiter in Sachen Scrip Dividends am deutschen Kapitalmarkt war die *alstria office REIT-AG*. Unter Verwendung eigener Aktien bot die Gesellschaft ihrem Aktionariat bereits 2009 ein Dividendenwahlrecht an und erzielte hierbei (gewissermaßen) eine Annahmquote von 100 %, wobei nicht zu vernachlässigen ist, dass sich das Tauschangebot auf die Ausgabe von bis zu 1.340.134 Aktien restringiert fand (s. *alstria*, Tauschang. 2009), den Umtausch damit von vorneher ein auf ein knappes Fünftel der Dividendenforderungen begrenzte (dem Aktionariat war die Möglichkeit zum Umtausch von bis zu 10.721.072 aus 54.659.866 Dividendenforderungen angetragen worden) und schließlich zu mehr als 200 % überzeichnet war (zum Tausch waren 24.296.056 Dividendenansprüche angemeldet worden, s. *alstria*, Bekanntm. Zuteilungsquote 2009), sodass die iRd. Repartierung (hierzu eingehend in Kapitel D.III.1.d)bb), dort insbesondere unter cc)) festgelegte Zuteilungsquote 44,14 % betrug, s. *alstria*, Bekanntm. Zuteilungsquote 2009. Aufgrund der geringen Visibilität dieser Offerte im Markt sowie der vorerwähnten Spezifitäten bleibt dieses Angebot einer Scrip Dividend nachfolgend (teilweise) außer Betracht.
- 371 Die Hauptversammlungssaison 2020 war zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieser Arbeit zwar bereits im Gange, jedoch noch nicht abgeschlossen, weshalb bewusst auf den Einbezug entsprechender Scrip Dividend-Offerten verzichtet wurde, um nicht ein unvollständiges bzw. verfälschtes Bild betreffend den Einsatz des Gestaltungsinstrumentes im Jahr 2020 zu zeichnen.
- 372 Zu den vollständigen Bezeichnungen der betreffenden Gesellschaften und den Quellennachweisen s. die jeweiligen Fn.
- 373 Zu den Annahmquoten s. jeweils *Capital Stage*, Zulassungsbeschluss 2014, 2015, 2016, 2017 und *Encavis*, Zulassungsbeschluss 2018, 2019 sowie *Capital Stage*, Bezugsang. 2014, 2015, 2016 & 2017 und *Encavis*, Bezugsang. 2018 & 2019. S. ferner auch *Capital Stage*, Annahmquote 2014, 2015 & 2017 sowie *Encavis*, Annahmquote 2018 & 2019.
- 374 Zu den Annahmquoten s. jeweils *Luftbansa*, Zulassungsbeschluss 2016, 2017 & 2018 sowie *dies.*, Festlegung BV 2016, 2017 & 2018. S. ferner *dies.*, Annahmquote 2018.
- 375 S. *Deutsche Rohstoff*, Bezugsang. 2019, *dies.*, Festlegung BV 2019 sowie *dies.*, Halbjahresber. 2019, S. 15.
- 376 Zu den Annahmquoten s. jeweils *Telekom*, Zulassungsbeschluss 2013, 2014, 2015, 2016 & 2017 sowie auch *dies.*, Annahmquote 2013, 2014, 2015, 2016, 2017.
- 377 S. *Deutsche Wohnen*, Zulassungsbeschluss 2018 & 2019; *dies.*, Festlegung BV 2018 & 2019; *dies.*, Bezugsang. 2018 & 2019.

Unternehmen <sup>372</sup>	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Capital Stage AG (nunmehr Encavis AG) <sup>373</sup>	–	–	56,9 %	80,1 %	5,7 %	53,3 %	38,3 %	54,4 %
Deutsche Lufthansa AG <sup>374</sup>	–	–	–	–	11,9 %	14,4 %	21,2 %	–
Deutsche Rohstoff AG	–	–	–	–	–	–	–	17,6 % <sup>375</sup>
Deutsche Telekom AG <sup>376</sup>	–	37,6 %	45,1 %	48,6 %	40,9 %	48,5 %	–	–
Deutsche Wohnen SE <sup>377</sup>	–	–	–	–	–	–	31,3 %	28,3 %
DIC Asset AG <sup>378</sup>	–	–	–	–	–	–	44,0 %	49,8 %
E.ON SE <sup>379</sup>	–	–	37,1 %	37,3 %	–	33,2 %	–	–
GRENKE AG <sup>380</sup>	–	–	39,4 %	–	17,5 %	–	–	–
H&R GmbH & Co. KGaA	–	–	–	–	–	–	72,9 % <sup>381</sup>	–
KITG Agrar SE <sup>382</sup>	–	–	–	10,3 % <sup>383</sup>	–	–	–	–
KITG Energie AG <sup>384</sup>	–	–	–	14,2 % <sup>385</sup>	–	–	–	–
Mediantis AG <sup>386</sup>	–	–	–	93,0 %	94,8 %	–	–	–
M&M SE <sup>387</sup>	–	–	92,1 %	55,4 %	52,8 %	56,8 %	42,6 %	40,5 %
PATRIZIA Immobilien AG	–	–	–	–	–	–	9,0 % <sup>388</sup>	–
publity AG	–	–	–	–	–	–	–	78,1 % <sup>389</sup>
Softing AG	–	–	57,8 % <sup>390</sup>	–	–	–	–	–
Ultrasonic AG <sup>391</sup>	76,1 % <sup>392</sup>	18,4 % <sup>393</sup>	–	–	–	–	–	–
UmweltBank AG	–	–	–	–	–	35,2 % <sup>394</sup>	48,8 % <sup>395</sup>	–
Vonovia SE <sup>396</sup>	–	–	–	–	–	49,9 %	40,9 %	45,8 %
W&W AG <sup>397</sup>	–	–	86,0 % <sup>398</sup>	–	–	–	–	–

Tabelle 1: Scrip Dividend-Offerten deutscher Unternehmen seit 2012; Quelle: Eigene Darstellung.

378 S. DIC Asset, Zulassungsbeschluss 2018 & 2019; dies., Festlegung BV 2018 & 2019. S. auch dies., Annahmquote 2018 & 2019.

## 2. Interpretation der Daten

Wie sich aus dem Vorstehenden ergibt,<sup>399</sup> boten bislang 21 deutsche Kapitalgesellschaften insgesamt 47 Mal eine Scrip Dividend an.

- 
- 379 Zu den Annahmquoten s. jeweils *E.ON*, Geschäftsber. 2014, S. 155; Geschäftsber. 2015, S. 155; Geschäftsber. 2017, S. 163 sowie *dies.*, Festlegung BV 2014, 2015 & 2017 und *dies.*, Dividendenbekanntm. 2014, 2015 & 2017. S. auch *dies.*, Annahmquoten.
- 380 Zu den Annahmquoten s. jeweils *GRENKE*, Zulassungsbeschluss 2014, 2016 sowie *dies.*, Festlegung BV 2014, 2016. S. ferner *dies.*, Annahmquote 2014.
- 381 S. *H&R*, Zulassungsbeschluss 2018; *dies.*, Festlegung BV 2018. S. auch *dies.*, Annahmquote 2018.
- 382 Die Gesellschaft ist insolvent, das AG Hamburg hat mit Beschl. v. 01.09.2016 das Insolvenzverfahren über deren Vermögen eröffnet, s. AG Hamburg, Beschl. v. 01.09.2016 – 67g IN 266/16 (juris).
- 383 S. *KTG Agrar*, Geschäftsber. 2015, S. 35; *dies.*, Festlegung BV.
- 384 Die Gesellschaft ist insolvent, das AG Neuruppin eröffnete mit Beschl. v. 01.12.2016 das Insolvenzverfahren über das Gesellschaftsvermögen, s. AG Neuruppin, Beschl. v. 01.12.2016 – 15 IN 260/16 (juris).
- 385 S. *KTG Energie*, Geschäftsber. 2015, S. 11; *dies.*, Festlegung BV.
- 386 Zu den Annahmquoten s. jeweils *Mediantis*, Anmeldung zum Handelsregister v. 05.08.2014, v. 02.04.2015, v. 19.02.2016, allesamt online, abrufbar unter [www.handelsregister.de](http://www.handelsregister.de), zuletzt abgerufen am 17.08.2020.
- 387 Vollständige Bezeichnung: *Mensch & Maschine Software SE*. Zu den Annahmquoten s. jeweils *M&M*, Geschäftsber. 2015, S. 57, 2016, S. 57, 2017, S. 57, 2018, S. 57 & Halbjahresber. 2019, S. 11 sowie *dies.*, Festlegung BV 2015, 2016, 2017, 2018 & 2019.
- 388 S. *PATRIZIA*, Halbjahresber. 2018, S. 69; *dies.*, Festlegung BV 2018, *dies.*, Dividendenbekanntm. 2018.
- 389 S. *publity*, Bezugsang. 2019 sowie *dies.*, Halbjahresber. 2019, S. 31.
- 390 S. *Softing*, Zulassungsbeschluss 2014; *dies.*, Festlegung BV 2014; *dies.*, Dividendenbekanntm. 2014. S. ferner *dies.*, Annahmquote 2014.
- 391 Die Gesellschaft ist insolvent, s. die Bekanntmachung im Handelsregister v. 11.08.2016, online, abrufbar unter [www.handelsregister.de](http://www.handelsregister.de), zuletzt abgerufen am 17.08.2020.
- 392 Das den Aktionären im Anschluss an die Zuteilung von Berichtigungsaktien infolge einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG angebotene öffentliche Rückkaufsangebot, das sich zu dem Zwecke, dem Ergebnis einer Dividendenausschüttung wirtschaftlich aus Sicht des Aktionariats möglichst nahezukommen (s. *Ultrasonic*, Rückkaufang. 2012), auf 190.000 Aktien beschränkt fand (s. ebenda), wurde für 45.416 Aktien beansprucht, s. *Ultrasonic*, Geschäftsber. 2012, S. 216, dort unter 16.2. Dergestalt wurde das Andienungsrecht für ca. 23,9 % der Anteile ausgeübt, was im Umkehrschluss bedeutet, dass für ca. 76,1 % der Anteile die Aktienoption bevorzugt wurde.
- 393 S. in Anlehnung an die Ausf. in Fn. 392 *Ultrasonic*, Rückkaufang. 2013; *dies.*, Geschäftsber. 2013, S. 240, dort unter 21.2, Ziff. (4) und (5).

- a) Scrip Dividends als ein vorwiegend/ausschließlich für ‚Großkonzerne‘<sup>400</sup> mit hohem Ausschüttungsvolumen interessantes Gestaltungsinstrument

Bei näherer Betrachtung der Gesellschaften mit entsprechender Offerte fällt indessen auf, dass sich hierunter ein weites Spektrum solcher, das vom Dax-Riesen *Telekom* mit einer Marktkapitalisierung von über 70 Mrd. €<sup>401</sup> bis hin zu in keinem Index gelisteten Firmen mit einer solchen von unter 100 Mio. € reicht<sup>402</sup>, findet.

Gleichwie wird mit Blick auf das untere Ende dieser Bandbreite deutlich, dass die Wahldividende für ‚kleinere‘ Gesellschaften keine Option zu sein scheint, überschreitet doch selbst die *Deutsche Rohstoff AG*, die wohl<sup>403</sup> bislang kleinste Gesellschaft mit dem Angebot einer Scrip Dividend,<sup>404</sup> die

---

394 S. *UmweltBank*, Anmeldung zum Handelsregister v. 20.07.2017 online, abrufbar unter [www.handelsregister.de](http://www.handelsregister.de), zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

395 S. *UmweltBank*, Anmeldung zum Handelsregister v. 23.07.2018, online, abrufbar unter [www.handelsregister.de](http://www.handelsregister.de), zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

396 Zu den Annahmehquoten s. jeweils *Vonovia*, Zulassungsbeschluss 2017, 2018, 2019; *dies.*, Festlegung BV 2017, 2018, 2019; *dies.*, Bezugsang. 2017, 2018, 2019 sowie *dies.*, Geschäftsber. 2017, S. 12 und *dies.*, Annahmehquote 2018.

397 Vollständige Bezeichnung: *Wüstenrot & Württembergische AG*.

398 S. *W&W*, Zulassungsbeschluss 2014; *dies.*, Bezugsang. 2014.

399 S. in diesem Kontext auch die Ausf. in Fn. 370.

400 Der Terminus ‚Großkonzerne‘ ist weder durch den Gesetzgeber noch anderweitig vordefiniert.

401 Marktkapitalisierung zum 19.08.2020: 71,42 Mrd. €, abgerufen online unter [www.onvista.de](http://www.onvista.de) am 19.08.2020.

402 So e.g. die *Deutsche Rohstoff AG* (Marktkapitalisierung zum 19.08.2020: 45,33 Mio. €, abgerufen online unter [www.onvista.de](http://www.onvista.de)) und die *Softing AG* (Marktkapitalisierung zum 19.08.2020: 47,17 Mio. €, abgerufen online unter [www.onvista.de](http://www.onvista.de)).

403 Zur Marktkapitalisierung der *KTG Agrar SE*, *KTG Energie AG* (beide insolvent, s. hierzu schon bei Fn. 382 und 384), *Mediantis AG* (Widerruf der Börsennot. (*Delisting*), s. *Mediantis*, *Delisting*) sowie der *Ultrasonic AG* (ebenfalls insolvent, s. hierzu bereits den Nachw. in Fn. 391) liegen keine Daten vor.

404 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 402.



umfänglichen Grenzen von dem, was § 267 Abs. 3 HGB als „große Kapitalgesellschaft“<sup>405</sup> definiert, bei weitem.<sup>406</sup>

Seine logische Ursache hat dies freilich in den bis dato mit der Erstimplementierung der Gestaltung verbundenen – wohl auf die Komplexität der Transaktionsstruktur,<sup>407</sup> deren maßgebliche Ursache wiederum ungeklärte Rechtsfragen rund um die Wahldividende sein dürften,<sup>408</sup> zurückzuführenden – immensen Kosten, nahmen in diesem Bezugsrahmen doch soweit ersichtlich bislang sämtliche deutschen Kapitalgesellschaften wie auch die jeweiligen transaktionsbegleitenden Banken iRd. ‚Ausschüttung‘ von Scrip Dividends kostenintensive Rechtsberatung in Anspruch.

So wandte sich exempli gratia auf Bankenseite die *Berenberg Bank*<sup>409</sup> (so iRd. Wahldividenden der *DIC Asset AG* in 2018 und 2019) und auf Unternehmensseite bereits sechsmalig die *Capital Stage AG* (nunmehr *Encavis AG*) sowie dreimalig die *Deutsche Lufthansa AG* an *CMS*,<sup>410</sup> während die *Citigroup* (bei den fünf Umsetzungen des Dividendendeals seitens der *Telekom*) wie auch die *COMMERZBANK AG* (bei den seitens der *Vonovia SE* in 2017, 2018 und 2019 offerierten Scrip Dividenden) als Zahlungs- und Abwicklungsstelle sowie daneben die *GRENKE AG* (2014 & 2016), die *DIC Asset AG* (2018 & 2019), die *PATRIZIA Immobilien AG* (2018) und die *Deutsche Wohnen SE* (2018 & 2019) auf Gesellschaftsseiten die Expertise von *Hogan Lovells* beanspruchten<sup>411</sup>.

Und wie bereits angedeutet ließen sich entsprechende Kanzleien ihre Expertise sowie den Aufwand für die Erstellung der im Schnitt iRd. Umset-

---

405 Gemäß § 267 Abs. 3 HGB sind große Kapitalgesellschaften solche, die mindestens zwei der drei folgenden Merkmale überschreiten: 20 Mio. € Bilanzsumme, 40 Mio. € Umsatzerlöse in den zwölf Monaten vor dem Abschlussstichtag, im Jahresdurchschnitt 250 Arbeitnehmer.

406 So betrug die Bilanzsumme der *Softing* im Geschäftsjahr 2013, in dem die Gesellschaft die Scrip Dividend anbot, 25,7 Mio. €, während das Unternehmen Umsatzerlöse iHv. 52,55 Mio. € erzielte und im Jahresdurchschnitt 337 Mitarbeiter beschäftigte, s. *Softing*, Geschäftsber. 2013.

407 Wie die Studie des *Deutschen Investor Relations Verband[s]* hervorbringt (vgl. *DIRK*, Trend Indicator, S. 31 – eingehend hierzu nachfolgend in Kapitel C.VI), ist die Komplexität der Transaktionsstruktur der weiteren Verbreitung der Scrip Dividend äußerst hinderlich. Dazu auch nachfolgend in Kapitel C.VI.1.b).

408 Vgl. hierzu schon die obigen Ausf. in Kapitel A.IV.6.b) mwN. in Fn. 150.

409 Vollständige Bezeichnung: *Job. Berenberg, Gossler & Co. KG*.

410 S. *CMS*, Pressemitteilung v. 20.04.2018, v. 02.05.2019 und v. 26.06.2019 sowie *Lufthansa*, Einbringungsvertrag v. 24.05.2016, v. 31.05.2017 sowie v. 05.06.2018, jeweils online, abrufbar unter [www.handelsregister.de](http://www.handelsregister.de), zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

411 S. *Hogan Lovells*, Pressemitteilung v. 19.07.2018 sowie v. 23.07.2019.

zung einer Wahldividende ca. 50 erforderlichen Dokumente<sup>412</sup> entsprechend vergüten. Dergestalt wies z.B. die seitens *Hengeler Müller* beratene *Telekom* bzgl. der Erstferte des *Treasury-Instruments* in 2013 in der gemäß §§ 203 Abs. 1, 188 Abs. 3 Nr. 3 AktG der Anmeldung zur Eintragung in das Handelsregister obligatorisch beizufügenden Berechnung der (voraussichtlichen) Kosten, die für die Gesellschaft durch die Ausgabe der neuen Aktien entstehen werden, bei Gesamtkosten der Implementierung des *Treasury-Instruments* iHv. 1.256.000 € immerhin Beraterkosten iHv. 965.000 € aus.<sup>413</sup>

Und wenn auch zwischenzeitlich einige Kanzleien Expertise um das *Treasury-Instrument* entwickelt und Erfahrungen mit der Umsetzung der Strukturierung gesammelt haben sowie auf Dokumentvorlagen zurückgreifen können, sind Scrip Dividends bislang nicht als ‚günstiges Produkt von der Stange‘ zu haben. Ohne Berücksichtigung von zusätzlichem internem Aufwand fielen iRd. erstmaligen Anerbietens des Dividendenwahlrechts auf

- 
- 412 Darunter Gewinnverwendungsvorschlag (Beschlüsse Vorstand und Aufsichtsrat), Einbezug des Gewinnverwendungsvorschlags in die Hauptversammlungseinladung, ad-hoc Meldung oder ggf. Pressemitteilung hinsichtlich der Dividende in Deutsch und Englisch, ggf. Transaktionsvertrag zwischen Bank und Emittent, prospektbefreiendes Dokument in Deutsch und Englisch zu idR. 2 Veröffentlichungsterminen, Informationsschreiben an die Aktionäre in Deutsch und Englisch zu idR. 2 Veröffentlichungsterminen, technische Richtlinien für die Depotbanken zu idR. 2 Veröffentlichungsterminen, Bezugs- und Abtretungserklärung in Deutsch und Englisch zu idR. 2 Veröffentlichungsterminen, Sammelbezugszerklärung in Deutsch und Englisch zu idR. 2 Veröffentlichungsterminen, Beschlüsse des Vorstands und Aufsichtsrats (2 bis 3), Bezugsangebot in Deutsch und Englisch, Dividendenbekanntmachung in Deutsch und Englisch, ggf. Veröffentlichung über die Festlegung des Bezugspreises und Bezugsverhältnisses in Deutsch und Englisch, Einbringungsvertrag zwischen Bank und Emittent, Dokumentation für die Bestellung des Sacheinlagenprüfers, Erstellung eines Sacheinlagenprüfberichts durch einen unabhängigen Wirtschaftsprüfer, Pressemitteilung bzgl. Teilnahmequote in Deutsch und Englisch, Zeichnungsschein, Kostenaufstellung bzgl. der Kapitalerhöhung, Verzeichnis der Zeichner, Handelsregisteranmeldung, Zulassungsanträge (für die jeweiligen Börsen), Veröffentlichungen gemäß WpHG, Globalurkunde, Legal Opinions (ggf. auch *No Registration Opinion* für das US-Recht), ggf. Vollmachten vom Emittenten für die Bank hinsichtlich des Zulassungsverfahrens.
- 413 S. die von der *Telekom* im Zusammenhang mit der ‚Aktividende 2013‘ iRd. Anmeldung der Kapitalerhöhung zum Handelsregister v. 12.06.2013 eingereichte Berechnung der voraussichtlichen Kosten der Kapitalerhöhung, online, abrufbar unter [www.handelsregister.de](http://www.handelsregister.de), zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Gesellschaftsseiten durchschnittliche Kosten von ca. 365.000 €<sup>414</sup> an, die je nach Umfang und Komplexität der Transaktion<sup>415</sup> zwischen<sup>416</sup> 34.000 €<sup>417</sup> und 1,3 Mio. €<sup>418</sup> differierten.<sup>419</sup>

Ferner zeigen die erhobenen Daten ebenfalls auf, dass auch Folgeimplementierungen ganz offensichtlich nicht wirklich kostengünstig zu bewerkstelligen sind. So sanken zwar z.B. die iRd. Wiederholungsofferten angefallenen Gesamtkosten der *Telekom* kontinuierlich von 1,256 Mio. € bis auf

- 
- 414 So der vom Verfasser errechnete Durchschnitt aus den iRd. Erststofferten einer Scrip Dividend der *Capital Stage AG* (nunmehr *Encavis AG*), *Deutsche Lufthansa AG*, *Deutsche Rohstoff AG*, *Deutsche Telekom AG*, *Deutsche Wohnen SE*, *DIC Asset AG*, *GRENKE AG*, *H&R GmbH & Co. KGaA*, *Mediantis AG*, *Mensch und Maschine Software SE*, *publity AG*, *Softing AG* pflichtgemäß, vgl. § 188 Abs. 3 Nr. 3 AktG (iVm. § 203 Abs. 1 AktG), zum Handelsregister eingereichten Kostenberechnungen. Unerklärlicherweise finden sich trotz vorzitiertes Obligation, der Anmeldung zum Handelsregister eine Berechnung der Kosten, die für die Gesellschaft infolge der Ausgabe der neuen Aktien entstehen werden, beizufügen, in den öffentlich zugänglichen Handelsregisterunterlagen keine entsprechenden Kostenberechnungen zu den Erstimplementierungen seitens der *KTG Agrar SE*, *KTG Energie AG*, *UmweltBank AG* und *Vonovia SE*. Ferner finden sich, da die ‚Beifügungspflicht‘ nur für Spielarten unter Rückgriff auf eine ordentliche Kapitalerhöhung bzw. einer solchen aus genehmigtem Kapital greift, aufgrund der Wahl anderer Strukturierungsvarianten auch keine Angaben zu den betreffenden Kosten bei der *alstria office REIT-AG*, *E.ON SE*, *PATRIZIA Immobilien AG*, *Ultrasonic AG* und *Wüstenrot & Württembergische AG*.
- 415 Diesbezüglich kann die Gesellschaft beides bedingt selbst steuern. So ließ e.g. die *Telekom* mit der Konsequenz, dass allein die *DWP BANK* als depotführende Bank vieler *Telekom*-Anteilseigner rund 5 Millionen Blatt Papier druckte und versendete (vgl. dazu *Rose, Cash was King*) einen jeden Anteilseigner individuell über die Offerte informieren.
- 416 Soweit Kosten der Erstimplementierung zu ermitteln waren (s. dazu schon die Ausf. in Fn. 414) lagen diese nur äußerst selten im fünf-, meist hingegen im sechsstelligen, Bereich. Lediglich die *Softing AG* (34.100 €), die *Deutsche Rohstoff AG* (40.000 €), die *Mensch und Maschine Software SE* (44.851 €), die *Mediantis AG* (63.000 €) und die *publity AG* (82.350 €) wiesen in den betreffenden Dokumenten zur Anmeldung der Kapitalerhöhung zum Handelsregister solch geringe Kosten aus.
- 417 S. die von der *Softing AG* im Zusammenhang mit der 2014 offerierten Scrip Dividend iRd. Anmeldung der Kapitalerhöhung zum Handelsregister v. 04.06.2014 eingereichte Berechnung der voraussichtlichen Kosten der Kapitalerhöhung, online, abrufbar unter [www.handelsregister.de](http://www.handelsregister.de), zuletzt abgerufen am 17.08.2020.
- 418 S. hierzu bereits den Nachw. in Fn. 413.
- 419 Etwas ungenau daher die Schätzung bei *v. Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2: „[...] zwischen EUR 200.000 und EUR 1.000.000 [...]“. Weit gefehlt hingegen ist die Kostenschätzung des *DIRK*, Scrip Dividend, 9.

757.000 € (davon Beraterkosten iHv. 480.000 €, denen 965.000 € iRd. Erstimplementierung gegenüberstehen) im vierten Jahr der Offerte und 692.000 € (davon Beraterkosten iHv. 415.000 €) im fünften,<sup>420</sup> von einem ‚Schnäppchen‘ kann dabei indessen noch lange nicht die Rede sein.

Wenn also auch davon auszugehen ist, dass der größte Aufwand iRd. Erstimplementierung anfällt, mithin iRv. Folgeimplementierung unter anderem auf nur geringfügig abzuändernde Dokumentvorlagen zurückgegriffen werden kann, kommen auch solche teuer zu stehen. Dergestalt hatte exempli gratia die *Vonovia SE* iRd. zweiten Scrip Dividend-Offerte doch immerhin noch mehr als 1 Mio. €<sup>421</sup> für die Strukturierung und Implementierung des *Treasury-Instruments* aufzubringen.

In diesem Bezugsrahmen wird, zumal der idR. zu gewährende Discount iHv. 2–3 %, <sup>422</sup> der gleichsam als Kaufanreizmarge<sup>423</sup> sowie als Sicherheitsabschlag<sup>424</sup> den Erfolg für die Gesellschaft zusätzlich, wenn auch nur geringfügig, mindert, der Dividendendeal folglich, so man – wie üblich – eine gesunde Kosten-Nutzen-Effizienz herstellen will,<sup>425</sup> erst ab einem ausreichend großen Gesamtdividendenvolumen rentierlich<sup>426</sup> und dürfte damit vorwiegend eine für ‚Großkonzerne‘ mit hohem Ausschüttungsvolumen lukrative Gestaltung sein; für den breiten Mittelstand deutscher Kapitalgesellschaften dürften Scrip Dividends aufgrund der Kostenintensität

---

420 S. die von der *Telekom* im Zusammenhang mit den ‚Aktividenden‘ 2016 und 2017 iRd. Anmeldung der Kapitalerhöhungen zum Handelsregister v. 22.06.2016 und 27.06.2017 eingereichten Berechnungen der voraussichtlichen Kosten der Kapitalerhöhungen, jeweils online, abrufbar unter [www.handelsregister.de](http://www.handelsregister.de), zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

421 S. die von der *Vonovia SE* im Zusammenhang mit der 2018 offerierten Scrip Dividend iRd. Anmeldung der Kapitalerhöhung zum Handelsregister v. 04.06.2018 eingereichte Berechnung der voraussichtlichen Kosten der Kapitalerhöhung, online, abrufbar unter [www.handelsregister.de](http://www.handelsregister.de), zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

422 Zur Üblichkeit eines entsprechenden Abschlags s. schon die Ausf. in Kapitel A.III.2 sowie diejenigen in der zugehörigen Fn. 40 mitsamt den dortigen Nachw.

423 Zur Funktion dieses Discounts als Kaufanreizmarge s. schon die Nachw. in Fn. 39.

424 Zum Aspekt von Discounts als Sicherheitsabschlag s. die eingehenden Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(2).

425 Explizit idS. *Messemmer*, BZ 194/2014, 10.

426 IdS. auch v. *Korff/Starke*, *Aktiendiv.*, S. 3; *Messemmer*, BZ 194/2014, 10. Ferner kommt es bzgl. des Umfangs der Liquiditätsschonung bzw. -erhaltung auch maßgeblich auf die gewählte Strukturierungsvariante an, s. hierzu schon die Ausf. und Verw. in Fn. 25.

von deren Strukturierung und Implementierung jedenfalls keine Option sein, für kleinere Gesellschaften schon gar nicht.

Die bisherige Praxis an Offerten des ‚Dividendendeals‘ untermauert diese These jedenfalls, schält die Detailanalyse derjenigen Unternehmen, die bislang am deutschen Kapitalmarkt Scrip Dividends ausschütteten, doch heraus, dass – unter Begrenzung des Untersuchungsgegenstandes auf solvente gelistete Firmen<sup>427</sup> – über 87 % der angebotenen Wahldividenden auf Gesellschaften mit einer Marktkapitalisierung über 400 Mio. €, <sup>428</sup> immerhin noch knapp 72 % auf solche mit einer von über 800 Mio. € und gar noch 18 von 39 auf Unternehmen mit einer Market Cap größer 4 Mrd. € entfallen.

#### b) Wiederholte Umsetzungen als rechtstatsächlicher Regelfall

Festzuhalten ist darüber hinaus, dass es sich bei einer Mehrzahl der Scrip Dividend-Anbieter um solche handelte, die eine entsprechende Offerte erneut platzierten. Dies vermag vor dem Hintergrund eines deutlich geringeren Aufwands iRv. Folgeimplementierungen bzw. der mit wiederholter Auflage stetig sinkenden Unkosten auch prima vista einzuleuchten.

So bot *Capital Stage* (nunmehr *Encavis AG*) die Wahldividende in 2019 schon zum sechsten Mal an, während sich *Telekom* und *M&M* bislang jeweils fünfmalig des *Treasury-Instruments* bedienten. Vier weitere Gesellschaften nutzten eine äquivalente Gestaltung in drei oder mehr Jahren. Insgesamt liegt die Rate derjenigen Gesellschaften, die wiederholt Scrip Dividends anboten, bei knapp über 63 %.<sup>429</sup> Unter Restriktion des Unter-

---

427 IRd. nachfolgenden Interpretation der gewonnenen Daten blieben folglich die *KTG Agrar SE*, die *KTG Energie AG* (beide insolvent, s. hierzu schon bei Fn. 382 und 384), die *Mediantis AG* (Widerruf der Börsennot. (*Delisting*), s. *Mediantis*, *Delisting*) sowie die *Ultrasonic AG* (ebenfalls insolvent, s. hierzu bereits den Nachw. in Fn. 391) bzw. die von diesen Gesellschaften offerierten Wahldividenden unberücksichtigt.

428 Unter den einbezogenen Gesellschaften (Stand der Erhebung: 29.01.2020, online, abgerufen unter [www.onvista.de](http://www.onvista.de)) haben lediglich die *Deutsche Rohstoff AG*, *DIC Asset AG*, *H&R GmbH & Co. KGaA*, *Softing AG* und *UmweltBank AG* eine geringere Marktkapitalisierung.

429 IRd. Auswertung blieben die von der *Deutsche Rohstoff AG* und der *publity AG* offerierten Wahldividenden unberücksichtigt, da sich beide Unternehmen 2019 erstmalig in den Kreis der Scrip Dividend-Anbieter einreichten, sodass frühestens nach der Hauptversammlungssaison 2020 Erkenntnisse über deren Eigenschaft als ‚Wiederholungsanbieter‘ gewonnen werden können. Diesen Darlegungen

suchungsgegenstandes auf ‚aussagekräftige Fälle‘<sup>430</sup> liegt sie gar bei ca. 70,5 %, wobei zuletzt auch die *Deutsche Wohnen AG* sowie die *DIC Asset AG* nach annehmlchen Annahmemequoten iRd. 2018er Erstoffertern in 2019 zu Wiederholungsanbietern avancierten.

c) Hohe Affinität des Aktionariats zur Aktienkomponente iR. bisheriger Scrip Dividend-Offerten deutscher Gesellschaften

Simultan hierzu zeigt sich in den substanzialen Annahmemequoten eine korrespondierende Affinität des Aktionariats zu dem Gestaltungsinstrument, lag diese doch immerhin iRv. 28 der bisherigen 47 Scrip Dividend-Offerten am deutschen Kapitalmarkt über 40 % und damit in einem Bereich, in dem sich gemäß den Ergebnissen einer Repräsentativumfrage des *Deutschen Investor Relations Verband e.V. (DIRK)* 53,4 % der befragten Investor Relations (IR) Professionals, deren Unternehmen nach eigenen Angaben grundsätzlich an Scrip Dividends interessiert sind, konkret vorstellen könnten, künftig eine Wahldividende anzubieten<sup>431</sup>.

Nimmt man es mit der seitens der IR Professionals genannten, das ‚konkrete Implementierungsinteresse‘ definierenden, ‚40 %-Marke‘ hingegen nicht ganz so streng und geht von der (wohl) realistischeren Prämisse einer diesbezüglich fließenden Grenze aus, wäre diese Vorbedingung, so die Annahmemequote iRv. 33 der 47 bisherigen Wahldividendenofferten seitens deutscher Gesellschaften über 37 % lag, sogar in 70 % der Fälle erfüllt gewesen.

Hingegen lag die Annahmemequote bzgl. sämtlicher Anerbietungen des Dividendendeals am deutschen Kapitalmarkt überhaupt nur zweimal unter 10 %, namentlich iRd. 2018 seitens der *PATRIZIA Immobilien AG* sowie der 2016 seitens *Capital Stage* (nunmehr *Encavis AG*) offerierten,<sup>432</sup> wobei

---

folgend boten 12 der 19 in die Wertung einbezogenen Gesellschaften mehrfach die Wahldividende an, wohingegen es nur bei vier Unternehmen beim einmaligen Einsatz des *Treasury*-Instruments blieb (hierzu sogleich in Fn. 430).

430 Die *KTG Agrar SE* sowie deren Tochter, die *KTG Energie AG*, offerierten dem Aktionariat jeweils in 2015 erstmals eine Scrip Dividend. Ein wiederholtes Angebot der Wahldividende war beiden Gesellschaften infolge deren Insolvenzen (s. hierzu schon bei Fn. 382 und 384) also nicht möglich.

431 S. *DIRK*, Trend Indicator, 34. S. hierzu auch die eingehenden Ausf. zur Studie des *DIRK* in Kapitel C.VI.

432 S. hierzu schon die Nachw. in den Fn. 388 und 373.

eine ‚derart geringe‘ Annahmquote unter den von letztbezeichneter Gesellschaft erzielten<sup>433</sup> Annahmquoten die absolute Ausnahme bildet.

d) Stagnierende Anzahl an Scrip Dividend-Offerten am deutschen Kapitalmarkt

Ob dessen stagniert die Anzahl der pro Jahr offerierten Wahldividenden ausweislich der Mehrjahresbilanz entgegen den Assertionen bei *Krieger*<sup>434</sup> und *Schlitt/Kreymborg*<sup>435</sup> über die Jahre hinweg.<sup>436</sup> So trugen 2014, 2015, 2017 und 2019 jeweils stets – wenn auch freilich in wechselhafter Zusammensetzung – 7 deutsche Unternehmen ihrem Aktionariat den Dividendendeal – an, während 6 solcher Offerten in 2016 sowie 9 in 2018 demgegenüber die Ausnahmen bilden.

IV. Die perspektivische Verbreitung des Gestaltungsinstruments:  
‚Ankündigungen‘ deutscher Gesellschaften

Allerdings ermöglicht die vorgehend angestellte, vergangenheitsorientierte, Betrachtung, im Rahmen derer eruiert wurde, inwiefern deutsche Gesellschaften bisher Scrip Dividends einsetzen, überaus wenig Erkenntnisgewinn im Hinblick auf die perspektivische Verbreitung des Gestaltungsinstruments.

Seit der öffentlichkeitswirksamen Erstimplementierung einer Wahldividende durch die *Telekom* taten es dieser allerdings nicht nur einige Unter-

---

433 So erzielte *Capital Stage* in 2014 eine Annahmquote von 56,9 %, in 2015 gar von 80 %, in 2017 sodann von 53,3 % und in 2018 schließlich eine solche iHv. 38,3 %. S. hierzu auch die Nachw. in Fn. 373.

434 *Krieger*, Focus Money, Dividenden: „So räumen immer mehr Konzerne ihren Anlegern die Wahl zwischen einer Bar- und einer solchen Aktiendividende ein.“

435 *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 1: „In den letzten Jahren hat eine zunehmende Anzahl von börsennotierten Gesellschaften von der Möglichkeit Gebrauch gemacht, ihren Aktionären ein Wahlrecht zwischen der klassischen Bardividende und einer Gewinnausschüttung in Form von Aktien anzubieten.“

436 Bedingt zutreffend *Rieckers*, DB 2019, 107, 113, der ebenfalls eine Stagnation beschreibt, jedoch fabuliert, in den Vorjahren hätte sich eine steigende Tendenz ausmachen lassen.

nehmen nach, vielmehr schuf sich, wie noch aufzuzeigen sein wird,<sup>437</sup> auch eine üppige Anzahl an Unternehmen die Option der Durchführung einer Scrip Dividend für die Zukunft.

Dies dergestalt, dass bei der Beschlussfassung über genehmigtes Kapital die Möglichkeit eines Bezugsrechtsausschlusses gemäß § 202 Abs. 2 S. 2 AktG ‚explizit‘<sup>438</sup> zur Umsetzung einer Wahldividende vorgesehen wurde und/oder bei Ermächtigungen zur Verwendung von *Treasury Shares* iSv. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG – meist unter Vorsehung der Möglichkeit eines Bezugsrechtsausschlusses auch für diese Strukturvariante – ‚ausdrücklich‘<sup>439</sup> die Wahldividende genannt wurde.

Irreführend, aber in letzterwähnten Kontext leider vielfach zu lesen, sind Formulierungen im nachstehenden Sinne: „Ein genehmigtes Kapital für Aktiendividenden haben z.B. die Bayer AG und die Evonik Industries AG geschaffen.“<sup>440</sup> Derartige Formulierungen implizieren nämlich die Zweckbindung des genehmigten Kapitals, sprich dass die dem Vorstand erteilte Autorisation zur Kapitalerhöhung nur zu diesem spezifischen, vom Hauptversammlungsbeschluss expressis verbis benannten, Zweck genutzt werden kann.

Eine solche (bzw. jegliche) Zweckbindung des genehmigten Kapitals ist zwar grundsätzlich möglich,<sup>441</sup> konterkariert aber freilich Sinn und Zweck dieser Finanzierungsform, soll das, erstmals im Zuge der großen Aktienrechtsreform 1937 in den §§ 169 ff. AktG 1937 normierte, genehmigte Kapital die Unternehmensleitung der Vorstellung des Gesetzgebers nach doch in die Lage versetzen, kurzfristige Marktchancen durch rasche und

---

437 S. hierzu die nachfolgenden Ausf. in Kapitel C.IV sowie C.V.

438 ‚Explizit‘ ist in diesem Bezugsrahmen dergestalt zu verstehen, dass die jeweiligen TOP Ermächtigungsbeschlüsse zum Gegenstand hatten, die in sachlicher Hinsicht auf die Umsetzung einer Scrip Dividend rekurrieren. Nicht gemeint ist, dass tatsächlich der Terminus technicus ‚Scrip Dividend‘ verwendet wurde (eingehend zur im Bedeutungsnexus der Scrip Dividend kursierenden uneinheitlichen Terminologie in Kapitel D, dort spezifisch vor D.II; vgl. in diesem Kontext ferner auch die exemplarischen Ausf. in Kapitel C.IV.2 betreffend von der PATRIZIA Immobilien AG veröffentlichte Dokumente).

439 Bzgl. der kontextualen Bedeutung der Begrifflichkeit ‚ausdrücklich‘ gelten die Ausf. in Fn. 438 sinngemäß.

440 Sickinger/Zipperle, AG 2015, R189. Ähnlich: Blechner, BO 01/2016, 36.

441 Hierzu e.g. Bayer, in: MüKo, AktG, § 202 Rn. 77; Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, § 202 Rn. 16; Marsch-Barner, in: Bürgers/Körber, AktG, § 202 Rn. 13; Rieder/Holzmann, in: Grigoleit, AktG, § 202 Rn. 22 mwN. in Fn. 69; Veil, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 202 Rn. 19.



flexible Eigenkapitalbeschaffung auszunutzen (*quick to market*).<sup>442</sup> Im Regelfall unterliegt das genehmigte Kapital börsennotierter Kapitalgesellschaften daher gerade keiner derartigen Bindung an einen Verwendungszweck, sondern kann ‚frei‘ eingesetzt werden.

Ebenso liegt es schließlich auch bei den vorbezeichneten Gesellschaften: Geschaffen wurde nicht ein genehmigtes Kapital bzw. analog hierzu die Ermächtigung zur Wiederveräußerung eigener Aktien zum Zwecke der Umsetzung einer Scrip Dividend, vielmehr wurde iRd. Beschlussfassung über genehmigtes Kapital bzw. über die Ermächtigung zur Wiederveräußerung eigener Aktien die Möglichkeit eines Bezugsrechtsausschlusses gemäß § 202 Abs. 2 S. 2 AktG ‚explizit‘<sup>443</sup> zur Umsetzung einer Wahldividende vorgesehen.<sup>444</sup>

In diesem Bezugsrahmen sollen schließlich nachfolgend aus einschlägigen unternehmensseitigen Bekanntmachungen im Bundesanzeiger entsprechende Rückschlüsse auf die perspektivische Verbreitung von Scrip Dividends gezogen werden. Als Erkenntnisobjekt hierfür eignet sich die vorbezeichnete, vom Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (BMJV) betriebene, Plattform aufgrund der in § 49 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 und 2 WpHG normierten Veröffentlichungspflichten, denen nach der Emittent von zugelassenen Aktien, für den Herkunftsstaat die Bundesrepublik Deutschland ist, inter alia dazu verpflichtet ist, die Einberufung der Hauptversammlung einschließlich der Tagesordnung, Mitteilungen über die Ausschüttung und Auszahlung von Dividenden sowie die Ankündi-

---

442 S. die amtliche Begründung zum AktG 1937 bei *Klausing*, AktG 1937, S. 150, 151. Vgl. ferner auch BGH, Urt. v. 23.06.1997 – II ZR 132/93, NJW 1997, 2815 ff. Aus der Kommentarlit. vgl. e.g. *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölter, AktG, § 202 Rn. 1 f.; *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 202 Rn. 1; *Hermanns*, in: Henssler/Strohn, GesR, § 202 Rn. 1; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 202 Rn. 2; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 202 Rn. 1; *Wamser*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 202 Rn. 3.

443 Zur kontextualen Bedeutung der Begrifflichkeit ‚explizit‘ s. schon die Ausf. in Fn. 438.

444 Dieser Unterschied spielt eine entscheidende Rolle: Ist das genehmigte Kapital zweckgebunden, so kann zum verfolgten Zwecke schon gar keine Kapitalerhöhung durchgeführt werden, wenn dieser nicht von der Ermächtigung umfasst wird; tangiert wird also die Frage nach dem ‚Ob‘ der Kapitalerhöhung. Hingegen handelt es sich bei der Frage nach der Zulässigkeit der Durchführung der Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss um eine sich gewissermaßen nachrangig, auf zweiter Stufe zu der Frage nach dem ‚Ob‘ der Kapitalerhöhung stellende Annex-Frage, die ‚bloß‘ das ‚Wie‘ der Kapitalerhöhung betrifft.

gung der Ausgabe neuer Aktien und die Vereinbarung oder Ausübung von Bezugsrechten unverzüglich dort zu veröffentlichen.<sup>445</sup>

Damit verpflichtet die Norm nämlich auch zur Veröffentlichung von die Scrip Dividend betreffenden Dokumenten; wurden prophylaktische Hauptversammlungsbeschlüsse zur Vorbereitung der Umsetzung einer Wahldividende gefasst, so dürften also iaR.<sup>446</sup> unternehmensseitig entsprechende Dokumente im Bundesanzeiger veröffentlicht worden sein. Die Veröffentlichungen auf der Plattform vermögen somit einen Anhaltspunkt über seitens der Praxis bestehendes Interesse an dem Dividendendeal bieten.

### 1. Der Begriff ‚Scrip Dividend‘ im Bundesanzeiger

Die dort durchgeführte, auf den Zeitraum vom 1. Januar 2002<sup>447</sup> bis 31. Dezember 2019 restringierte, Suche nach dem Terminus technicus ‚Scrip Dividend‘, bzgl. derer die nachfolgende Abbildung einen Überblick darüber bietet, wie viele Dokumente, die mindestens einmal diese Notio enthalten, sich in welchem Jahr dort veröffentlicht fanden, lieferte insgesamt 113 Treffer.<sup>448</sup>

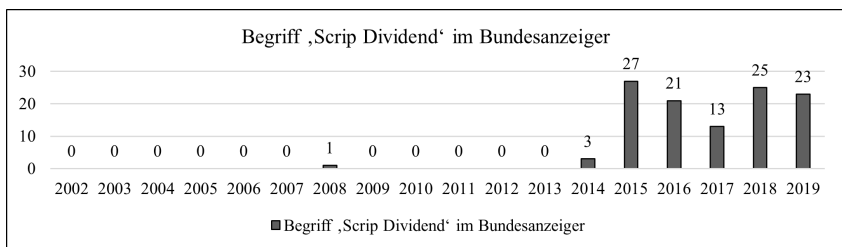


Abbildung 1: Begriff ‚Scrip Dividend‘ im Bundesanzeiger; Quelle: Eigene Darstellung.

445 Soweit Mitteilungspflichten in analoger Anwendung des § 121 Abs. 4 S. 2 AktG (ausschließlich) durch Mitteilung per eingeschriebenen Brief nachgekommen wurde, konnten etwaige darin enthaltene TOP freilich nicht erfasst werden.

446 Hierzu auch die nachfolgenden Ausf. in Kapitel C.IV.4.

447 Die unter [www.bundesanzeiger.de](http://www.bundesanzeiger.de) bereitgestellte Suchfunktion beschränkt Suchanfragen auf den Zeitraum ab 1. Januar 2002, sodass eine weiter in die Vergangenheit reichende Recherche nicht möglich ist.

448 Recherche unter [www.bundesanzeiger.de](http://www.bundesanzeiger.de): Suche nach dem Terminus ‚Scrip Dividend‘.

Vor Augen haltend, dass der Dividendendeal erstmals im Jahre 2009 von einer deutschen Kapitalgesellschaft angeboten wurde bzw. „öffentlichkeitswirksam“<sup>449</sup> gar erst 2013, wirkt der Treffer aus 2008 freilich befremdlich.

Dieser erklärt sich allerdings dadurch, dass das Suchresultat auf eine Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung der *BHP Billiton Limited*<sup>450</sup>, mithin nicht auf eine inländische Kapitalgesellschaft entfällt.<sup>451</sup>

Jedoch wiesen auch die übrigen Suchresultate nicht in ihrer Gesamtheit Bezug zu deutschen Unternehmen auf. So betreffen z.B. drei der Veröffentlichungen die italienische *UniCredit S.p.A.*<sup>452</sup> Bereinigt um irrelevante Suchresultate gestaltet sich der Überblick daher wie folgt:

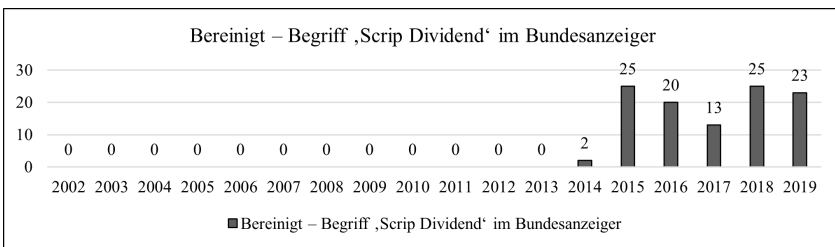


Abbildung 2: Bereinigte Trefferliste – Begriff ‚Scrip Dividend‘ im Bundesanzeiger; Quelle: Eigene Darstellung.

Gleichsam förderte eine ebenfalls durchgeführte Analyse der hinter dem Zahlenmaterial stehenden Veröffentlichungen zutage, dass die Bezeichnung ‚Aktividivende‘ in der Praxis als Synonym zum Terminus technicus ‚Scrip Dividend‘ verwendet wird,<sup>453</sup> enthalten doch 106 der 108 ausgewerteten Dokumente beide Vokabeln.<sup>454</sup>

449 S. zu diesem Aspekt bereits die Ausf. in Kapitel A.IV.1 mwN. in Fn. 44, 45 und 55.

450 S. *BHP*, Einl. HV 2008, Anhang zur TO.

451 IRd. Kapitels relevante Nennungen des Begriffs ‚Scrip Dividend‘ im Bundesanzeiger finden folglich nur im Zeitraum ab 2014 statt.

452 S. *UniCredit*, Zulassungsbeschluss 2014, 2015, 2016.

453 Eingehend zur im Bedeutungsnexus um die Scrip Dividend kursierenden uneinheitlichen Terminologie in Kapitel D, dort spezifisch vor D.II. Vgl. in diesem Kontext ferner auch die exemplarischen Ausf. in Kapitel C.IV.2 betreffend von der *PATRIZIA Immobilien AG* veröffentlichte Dokumente.

454 Eingewertet wurden in diesem Kontext auch auf die *windeln.de AG* entfallende ‚Treffer‘, obwohl auf diese eigentlich keine Suchresultate zum Terminus technicus Scrip Dividend entfallen, führte doch ein vermeintlicher Tippfehler dazu,

Einzig und allein die *alstria office REIT-AG* verwendete in den in ihren Einladungen zu Hauptversammlungen erwähnten Beschlussvorschlägen ausschließlich die Bezeichnung ‚Scrip Dividend‘.<sup>455</sup> Im überwiegenden Teil der Suchresultate tauchen die beiden Notiones hingegen als Begriffspaar auf, wobei der Fachterminus ‚Scrip Dividend‘ meist nachfolgend in Klammern genannt wird.<sup>456</sup>

## 2. Der Begriff ‚Aktividivende‘ im Bundesanzeiger

Führt man konsequenterweise eine Suchanfrage nach dem Determinativkompositum ‚Aktividivende‘ durch, so stellt man fest, dass diese mit 252 Treffern im gleichen Zeitraum eine beträchtlich höhere Anzahl an Ergebnissen hervorbringt als diejenige nach dem Ausdruck ‚Scrip Dividend‘.<sup>457</sup> Die Verteilung der betreffenden Resultate auf die einzelnen Jahre zeigt wiederum die nachfolgende Grafik:

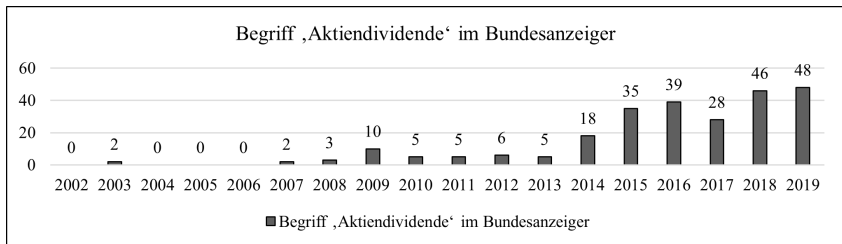


Abbildung 3: Begriff ‚Aktividivende‘ im Bundesanzeiger; Quelle: Eigene Darstellung.

So die vielen Begriffsnennungen vor 2012 in Anbetracht der vorangegangenen Ausführungen wiederum befremdlich wirken, lohnt erneut der Blick hinter die blanken Zahlen, der auch dieses Rätsel aufzulösen vermag.

---

dass in den betreffenden Dokumenten von der „script [sic.] dividend“ die Rede ist.

455 S. *alstria*, Einl. HV 2017, TOP 9 lit. b) lit. ff); *dies.*, Einl. HV 2016, TOP 8 lit. b) lit. ff).

456 S. bspw. *Bayer*, Einl. HV 2014, TOP 8 lit. A) lit. f): „[...] zur Durchführung einer sogenannten Aktividivende (*scrip dividend*) [...]“ (Hervorhebung im Original).

457 Recherche unter *www.bundesanzeiger.de*: Suche nach dem Begriff ‚Aktividivende‘.

Diesbezüglich stehen nämlich 30 von 33 Nennungen in den Jahren 2002 bis 2012 im Zusammenhang mit ‚Aktiendividenden‘ ausländischer Gesellschaften. Dergestalt entfallen 18 der betreffenden Veröffentlichungen auf die luxemburgische *GAGFAH S.A.*, während weitere 12 darauf zurückzuführen sind, dass Banken mit Sitz in Deutschland aufgrund der Zahlung von ‚Aktiendividenden‘ seitens ausländischer Emittenten Anpassungen an den ihrerseits begebenen, auf diese Aktien oder American Depository Receipts (ADRs) bezogenen, Wertpapieren/Finanzinstrumenten vornehmen mussten.<sup>458</sup>

Die beiden auf das Jahr 2003 entfallenden Resultate hingegen betreffen zwar deutsche Kapitalgesellschaften, indessen nicht das gegenwärtig thematisierte *Treasury*-Instrument. Stattdessen sind die Begriffsnennungen auf terminologische Fragwürdigkeiten in den jeweiligen Dokumenten zurückzuführen, verwendeten die *HeidelbergCement AG*<sup>459</sup> und die *Plambeck Neue Energien AG*<sup>460</sup> die Bezeichnung ‚Aktiendividende‘ in den beiden Einladungen zu ordentlichen Hauptversammlungen im Jahr 2003 doch jeweils im Kontext einer (,reinen‘<sup>461</sup>) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln,<sup>462</sup> wobei letztgenannte die „Ausgabe von Gratisaktien“<sup>463</sup> expressis verbis mit der „Aktiendividende“ gleichsetzt. Selbiges betrifft zudem auch eine der Begriffsnennungen aus 2012, namentlich diejenige in der Einladung zur Hauptversammlung der *PATRIZIA Immobilien AG*.<sup>464</sup>

---

458 Vorrangig die *COMMERZBANK AG*, auf deren Mitteilungen sieben dieser Nennungen zurückgehen.

459 S. *HeidelbergCement*, Einl. HV 2003, TOP 3.

460 S. *Plambeck*, Einl. HV 2003, TOP 2.

461 Die (,reine‘, vgl. in diesem Kontext die Ausf. in Fn. 461) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG unterscheidet sich grundlegend von der vielfach als ‚Aktiendividende‘ bezeichneten Scrip Dividend. Zu strukturellen wie auch dogmatischen Unterschieden zwischen den Rechtsinstrumenten s. die Ausf. in Kapitel D.III.1.a)aa). Eingehend zur im Bedeutungsnexus um die Scrip Dividend kursierenden uneinheitlichen Terminologie die Ausf. in Kapitel D, dort spezifisch vor D.II.

462 Scrip Dividends lassen sich grundsätzlich, wie die eingehenden Ausf. in Kapitel D.III.4 aufzeigen, auch unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG strukturieren, dann allerdings nur iVm. einem öffentlichen Rückkaufsangebot. Die in Bezug genommenen Begriffsnennungen hatten allerdings keinerlei Bezug zu einer entsprechenden Konzeptualisierung.

463 Hierzu sowie zur nomenklatorischen Irreführung durch diese Bezeichnung s. schon die Ausf. und Verw. in Fn. 8.

464 S. *PATRIZIA*, Einl. HV 2012, TOP 6. S. zudem schon die Ausf. und Verw. bei Fn. 461.

Wie letztere Ausführungen bereits vermuten lassen fehlt jedoch nicht nur entsprechend ‚frühen‘ Nennungen der Bezug zur hier behandelten Thematik.

So löste exempli gratia die *PATRIZIA Immobilien AG* iRd. Suchanfrage zum Determinativkompositum ‚Aktividivende‘ sechs Treffer aus, von denen letztlich nur einer die vorliegende Thematik betrifft, während die verbliebenen fünf Treffer ein weiteres Mal auf terminologische Fragwürdigkeiten zurückzuführen sind.

Insofern bietet deren Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung des Jahres 2015<sup>465</sup> geradezu ein Paradebeispiel für die bereits angedeutete, im Bedeutungsnexus der Scrip Dividend kursierende, uneinheitliche Terminologie:<sup>466</sup> Der Begriff ‚Aktividivende‘ wird in dem Dokument gleichzeitig im Bezugsrahmen einer (‚reinen‘<sup>467</sup>) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG<sup>468</sup> (vgl. TOP 6) und im tatsächlichen Sinne der Scrip Dividend (vgl. TOP 7) verwendet.

In diesem Kontext ergibt eine Analyse der hinter den Treffern stehenden Dokumente schließlich, dass auch keines der Ergebnisse aus 2013 dem vorliegend erstrebten Erkenntnisgewinn dienlich ist. Infolge ist die in Abbildung 3 dargestellte Trefferliste analog dem bereits bekannten Verfahren um nicht einschlägige Suchresultate zu bereinigen.

### 3. Aggregierte bereinigte Begriffsnennungen

Die folgende Abbildung leistet dies und stellt zugleich die aggregierten Ergebnisse bzgl. der einschlägigen Suchresultate zu den Notiones ‚Scrip Dividend‘ und ‚Aktividivende‘ dar:

---

465 S. *PATRIZIA*, Einl. HV 2015.

466 Eingehend hierzu Kapitel D, dort spezifisch vor D.II.

467 S. in diesem Kontext auch schon die Ausf. und Verw. in den Fn. 461.

468 S. in diesem Kontext auch schon die Ausf. und Verw. in den Fn. 461.

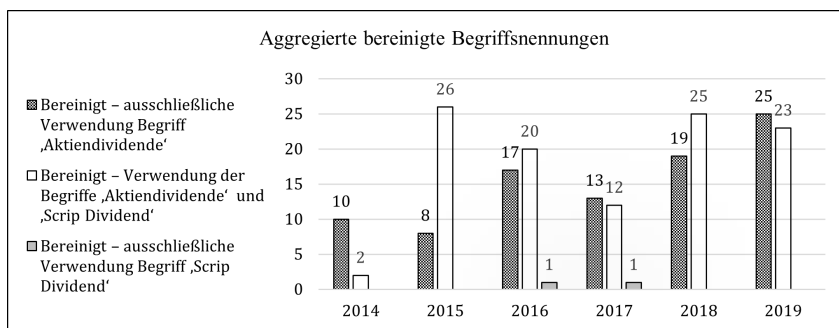


Abbildung 4: Aggregierte bereinigte Begriffsnennungen; Quelle: Eigene Darstellung.

#### 4. Interpretation der Daten

In diesem Nexus muss man sich schließlich noch einmal vor Augen halten, dass die *alstria office REIT-AG* 2009 als erstes deutsches Unternehmen eine Scrip Dividend am hiesigen Kapitalmarkt offerierte. In der Anzahl von in diesem und den Folgejahren im Bundesanzeiger veröffentlichten Dokumenten, die mit dem Gestaltungsinstrument in Verbindung stehende Termini enthalten, spiegelt sich dieser Innovationscharakter ausweislich der mittels Abbildung 4 erhobenen Daten nämlich nicht wider.

Vielmehr lässt sich aus dem sprunghaften Anstieg an Begriffsnennungen nach der erstmaligen Offerte einer Wahldividende seitens der *Telekom* in 2013 (12 Nennungen in 2014, denen keine einzige Nennung in 2013 gegenübersteht) folgern, dass diese das Gestaltungsinstrument erstmals visibel iSe. breiten Öffentlichkeitswirkung mit Blick auf potenzielle Nachahmer einsetzte und der Scrip Dividend damit am deutschen Kapitalmarkt den Weg ebnete, wenn sie auch entgegen vielfacher Behauptungen nicht deren Innovatorin ist.<sup>469</sup>

Schließlich geht diese Conclusio auch mit dem sprunghaften Anstieg an Begriffsnennungen im Folgejahr *d'accord*, taten es der *Telekom* doch 2014 zahlreiche Unternehmen gleich und offerierten ebenfalls eine Wahldividende, fungierten so als Streuungsmultiplikatoren und verstärkten dergestalt mit den Konsequenzen, dass sich die Anzahl der Suchresultate im Bundesanzeiger vom einen (2014) auf das andere (2015) Jahr nahezu ver-

469 S. zu diesem Aspekt bereits die Ausf. in Kapitel A.IV.1 mwN. in den Fn. 44, 45 und 55.

dreifache und die korrespondierende Erwähnung des Terminus technicus ‚Scrip Dividend‘ gar auf das 12,5-Fache anstieg, das Interesse an dem Dividendendeal.

Eine durchgeführte Analyse des Inhalts der einzelnen Veröffentlichungen legt indes offen, dass hieraus aufgrund dessen, dass auf keinen der Innovatoren der jeweiligen Strukturvarianten entsprechende Begriffsnennungen entfallen,<sup>470</sup> wohl allenfalls Indizien im Hinblick auf die rechtstatssächliche Bedeutung der Scrip Dividend für deutsche Kapitalgesellschaften gewonnen werden können.

So lösten nämlich weder die *Ultrasonic AG*<sup>471</sup>, die das *Treasury*-Instrument in den Jahren 2012 und 2013 iRe. *Reverse*-Struktur einsetzte,<sup>472</sup> noch – trotz kontinuierlicher Offerte des Gestaltungsinstruments iRe. *Forward*-Struktur in den Jahren 2013–2017<sup>473</sup> – die *Telekom* Treffer aus.

Ebenso wenig entfallen Suchresultate auf die *E.ON SE*, welche die ihrige Ausgestaltungsvariante, eine vom Modell der *Telekom* divergierende *Forward*-Struktur, 2014 aufs Tapet brachte und sich dieser seither zwei weitere Male, nämlich in den Jahren 2015 und 2017, bediente.<sup>474</sup>

Insofern lässt das vorerörterte Zahlenmaterial freilich nur äußerst bedingt auf die perspektivische Bedeutung des *Treasury*-Instruments für den deutschen Kapitalmarkt schließen. Vielmehr ist hiernach aus den durchgeführten Erhebungen allenfalls ein Trend dergestalt abzuleiten, dass die Scrip Dividend seit 2013 bei deutschen Gesellschaften an Popularität gewann.

Gleichzeitig aber scheinen die Erhebungen auch einen vorübergehenden Rückgang des Interesses an dem Dividendendeal im Jahr 2017 zu implizieren.

---

470 S. hierzu sowie zum Nachfolgenden auch die Ausf. in Kapitel C.V.6.

471 Nachfolgend auch nur als *Ultrasonic* bezeichnet.

472 S. *Ultrasonic*, Rückkaufang, 2012 & 2013.

473 S. *Telekom*, Bezugsang. 2013, 2014, 2015, 2016 & 2017. Vgl. ferner auch die Ausf. und Nachw. in Fn. 479. S. hierzu überdies auch die weiterführenden Ausf. in Kapitel C.V.6 mwN. in den zugehörigen Fn.

474 S. *E.ON*, Tauschang. 2014, 2015 & 2017. In diesem Zusammenhang ist allerdings darauf hinzuweisen, dass die Hauptversammlung der *E.ON* am 10.05.2017 neues genehmigtes Kapital mit der expliziten Möglichkeit eines Bezugsrechtsausschlusses zur Umsetzung einer Wahldividende schuf, s. *E.ON*, Einl. HV 2017, TOP 8 lit. a), lit. b), und auch die Ermächtigung zur Verwendung eigener Aktien seither ausdrücklich die Durchführung einer Wahldividende vorsieht, s. *E.ON*, Einl. HV 2017, TOP 10 lit. b) lit. ee). S. in diesem Kontext auch die weitergehenden Ausf. in Kapitel C.V.6 mwN. in den zugehörigen Fn.



Dieser Schein vermag jedoch zu trügen. Während der sprunghafte Anstieg an Begriffsnennungen wohl nämlich mit einem tatsächlich gestiegenen Interesse an dem Dividendendeal korreliert, lässt sich Gegenteiliges nicht ohne Weiteres aus dem Zahlenmaterial ableiten.

Letzteres erklärt sich wie folgt: Die Suchresultate entfallen – wenn sie nicht iRd. Offerte einer Scrip Dividend veröffentlichte Bezugsangebote oder derlei betreffen – zu einem weit überwiegenden Teil auf Einladungen zu Hauptversammlungen, in denen Vorstand und Aufsichtsrat der Hauptversammlung die Beschlussfassung über die Schaffung von neuem genehmigtem Kapital, bzgl. dessen als Grund für einen möglichen Bezugsrechtsausschluss explizit<sup>475</sup> die Umsetzung einer „sogenannte[n] Aktiendividende (*scrip dividend*)“<sup>476</sup> genannt wird, und/oder die Verwendung von *Treasury Shares* iSd. § 71 AktG hierzu, meist unter Vorsehung der Möglichkeit eines Bezugsrechtsausschlusses auch für diese Strukturierungsvariante, vorschlagen.

Dabei konnte eine nähere Analyse der betreffenden Dokumente herauschälen, dass Vorstand und Aufsichtsrat entsprechende Beschlussvorschläge idR. unter Ausschöpfung des gesetzlichen Rahmens des § 202 Abs. 1 bzw. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG abfassen, der Hauptversammlung also eine fünf Jahre geltende Ermächtigung vorschlagen. So liegt es exempli gratia auch im Falle der *Bayer AG*, die einen der Treffer aus 2014 (sowie einen aus 2019) auslöste: Deren Vorstand konnte das am 29. April 2014 beschlossene<sup>477</sup> „Genehmigte Kapital I“ iHv. 530 Mio. € mit Zustimmung des Aufsichtsrats, s. §§ 202 Abs. 3 S. 2, 204 Abs. 1 S. 2 AktG (iVm. § 205 Abs. 2 S. 2 AktG), bis zum 28. April 2019 – vorausgesetzt dieses wurde nicht bereits zuvor seinem Volumen nach ausgeschöpft – ausnutzen und dabei zur Durchführung einer Scrip Dividend das Bezugsrecht ausschließen.<sup>478</sup>

---

475 Zur kontextualen Bedeutung der Begrifflichkeit ‚explizit‘ s. schon die Ausf. in Fn. 438.

476 S. e.g. *Bayer*, Einl. HV 2014, TOP 5 Ziff. (2), (3) (Hervorhebung im Original).

477 Insofern an dieser Stelle wie auch nachfolgend auf Beschlussfassungen rekuriert wird und der Nachw. in den zugehörigen Fn. über die jeweiligen TOP in Einladungen zur Hauptversammlung geführt wird, wurde die entsprechende Beschlussfassung der Hauptversammlung jeweils qua Analyse der Ermächtigungslage in der betreffenden Satzung verifiziert. Da die in Bezug genommenen Treffer aber seitens der im Bundesanzeiger veröffentlichten Einladungen zu ordentlichen Hauptversammlungen ausgelöst wurden, wird auf den (zusätzlichen) Verweis auf die jeweils gültige Satzungsfassung der betreffenden Gesellschaft nachfolgend verzichtet.

478 S. *Bayer*, Einl. HV 2014, TOP 5 Ziff. (2), (3). Ebenso lange läuft die unter TOP 8 lit A) lit. f) beschlossene Ermächtigung des Vorstandes, unter Zustimmung des

Auf diese Weise hatte sich das Unternehmen qua vorbezeichneter Beschlussfassung ‚ermächtigungstechnisch‘ für fünf Jahre in die Zukunft ‚fit‘ für Scrip Dividends gemacht, weshalb die Gesellschaft konsequenterweise auch erst 2019 wieder in den Treffern auftauchte: Der prophylaktisch gefasste Hauptversammlungsbeschluss war bis 2019 intakt und eine etwaig trefferauslösende Umsetzung einer Wahldividende zwischenzeitlich nicht erfolgt.<sup>479</sup>

Deutlich wird an diesem Exempel das Folgende: Unternehmensseitiges Interesse an der Umsetzung einer Scrip Dividend korrespondiert nur bedingt mit einer hohen Trefferquote in der durchgeführten Erhebung. Unternehmen, die sich vermittels Beschlusses bzw. Beschlüssen der Hauptversammlung (eine) entsprechende vorsorgliche(n) Ermächtigung(en) eingeholt haben, können von dieser/n binnen einer idR. fünfjährigen Ermächtigungsfrist Gebrauch machen; Vorstand und Aufsichtsrat werden der Hauptversammlung eine entsprechende Beschlussfassung infolge ‚erst einmal‘ nicht erneut vorschlagen (müssen).

Eine Korrelation dergestalt, dass die von 2016 auf 2017 abnehmende Anzahl an Treffern mit schwindendem Interesse an der ‚Dividendenform‘ einherginge, kann also entsprechend dem vorgehend Erörterten nicht konstatiert werden. Vielmehr waren 2017 schlechterdings schon viele Gesellschaften ‚ermächtigungstechnisch vorbereitet‘.<sup>480</sup>

---

Aufsichtsrats eigene Aktien – ebenfalls unter Vorsehung der Möglichkeit eines Bezugsrechtsausschlusses – für das Angebot einer Wahldividende zu verwenden.

479 S. Bayer, Einl. HV 2019 TOP 5 lit. A) lit. i), „Bericht des Vorstands [...] zu TOP 5“. Als prominentes Beispiel ist in diesem Kontext – wenn gleichsam nicht aus der Trefferliste – auch die *Telekom* anzuführen, die das sog. „Genehmigte Kapital 2013“ „jeweils zum Zwecke der Kapitalerhöhung im Zusammenhang mit der Möglichkeit der Aktionäre zur Wahl von Aktien anstelle einer Barauszahlung der Dividende“ jeweils im Juni 2014, 2015, 2016 und 2017 ausnutzte, s. *Telekom*, Einl. HV 2017, Ber. d. Vorst. zu TOP 6. Hierzu auch die nachfolgenden Ausf. in Kapitel C.V.6 mwN. in den zugehörigen Fn.

480 Dem widerspricht auch keineswegs die gegenüber 2017 stark angestiegene Anzahl an entsprechenden Begriffsnennungen in 2018 (44 versus 26), war 2018 doch dasjenige Jahr mit der Rekordzahl an Implementierungen des *Treasury-Instruments*, sodass letztlich 20 der 44 Erwähnungen aus 2018 auf im Zusammenhang mit tatsächlichen Scrip Dividend-Offerten publizierte Dokumente entfallen.

## 5. Conclusio

Schließlich ist aus alledem zu folgern, dass zahlreiche Gesellschaften die Gestaltung im Hinterkopf oder gar auf der Agenda haben und sich dementsprechend, dem ‚Pioniergeist‘<sup>481</sup> der *Telekom* folgend, durch ‚Vorratsbeschlüsse‘ über entsprechende Satzungsermächtigungen in ‚Startposition‘ brachten.

## V. Verbreitung von Vorratsbeschlüssen/Satzungsermächtigungen zur Durchführung einer Scrip Dividend bei deutschen Gesellschaften

So schufen sich nach dem Debüt der Scrip Dividend ‚Modell *Telekom*‘ bspw. mit der *Bayer AG* wie auch der *Evonik Industries AG* in 2014 sogleich ein Dax-Unternehmen sowie ein (ehemaliges) Dax-Urgestein unmissverständlich die Option, ihren Anteilseignern einen entsprechenden ‚Dividendendeal‘ anzubieten.

Qua Beschlussfassung der jeweiligen Hauptversammlung schufen beide Unternehmen neue genehmigte Kapitalia, bzgl. derer als Grund für einen möglichen Bezugsrechtsausschluss expressis verbis die Umsetzung einer Scrip Dividend genannt wird.<sup>482</sup> Vorstand und Aufsichtsrat<sup>483</sup> der *Bayer AG* holten ihrerseits zusätzlich die Ermächtigung ein, eigene Aktien für das Angebot einer Wahldividende verwenden zu können, wobei auch

---

481 S. in diesem Kontext bereits die obigen Ausf. in Kapitel A.IV.1 mwN. in den Fn. 44, 45 und 55.

482 S. *Evonik*, Einl. HV 2014, TOP 8 lit. b); bzgl. der *Bayer AG* s. schon die Nachw. in Fn. 478.

483 Wie bei der *Bayer AG* (vgl. *Bayer*, Einl. HV 2014, TOP 8 lit. A) lit. g)) geschehen kann die Hauptversammlung den Vorstand nach hM. iRd. Ermächtigungsbeschlusses zur Wiederveräußerung eigener Aktien an die Zustimmung des Aufsichtsrats binden, s. bspw. LG München I, Urt. v. 05.05.2012 – 5 HK O 20488/11, NZG 2012, 1152, 1153; *Bednarz*, Ermächtigungsbeschluss, S. 200 ff.; *Bezenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 23; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71 Rn. 19f.; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 139; *Möller*, Eigene Aktien, Rn. 89 ff.; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 223; *Rieckers*, ZIP 2009, 700 f. Die Zulässigkeit einer derartigen Bindung des Vorstands an die Zustimmung des Aufsichtsrats aufgrund eines hierin liegenden Verstoßes gegen § 111 Abs. 4 S. 1 AktG für unzulässig deklarierend hingegen *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 98; *Kiem*, ZIP 2000, 209, 210; *van Aerssen*, WM 2000, 391, 394.

bzgl. dieser Strukturierungsvariante die Möglichkeit eines Bezugsrechtsausschlusses vorgesehen wurde.<sup>484</sup>

## 1. Untersuchungsansatz

In diesem Sachzusammenhang soll nachfolgend analysiert werden, wie verbreitet entsprechende Satzungsermächtigungen, die das Angebot einer Scrip Dividend insofern anbahnen, als dass (potenzielle) Quellen für die iRe. Wahldividendenofferte als Rekompens für die (Nettobar-<sup>485</sup>)Dividendenansprüche zu gewährenden Aktien geschaffen werden, bei den in den wichtigsten deutschen Indizes gelisteten Unternehmen sind. Dies mit dem Ziel, aus derartigen ‚prophylaktischen‘ Beschlussfassungen Rückschlüsse auf die perspektivische Verbreitung des Gestaltungsinstrumentes zu ziehen.

## 2. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes

Während zu diesem Zwecke im Folgenden Beschlussfassungen über die Schaffung von genehmigtem Kapital (gemäß §§ 202 ff. AktG), für dessen Ausnutzung ausdrücklich die Möglichkeit eines Bezugsrechtsausschlusses zur Umsetzung einer Scrip Dividend vorgesehen wurde, sowie solche über Ermächtigungen iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG zur Verwendung eigener Aktien für das Angebot einer solchen – meist unter Vorsehung der Möglichkeit eines Ausschlusses des Bezugsrechts auch für diese Strukturierungsvariante – analysiert werden, finden die Kasus ‚Schaffung der Anteile iRe. regulären Kapitalerhöhung gemäß § 182 Abs. 1 AktG iVm. § 183 Abs. 1 AktG iVm. §§ 33 Abs. 3–5, 34 und 35 AktG<sup>486</sup> sowie ‚Verwendung eigener Aktien aufgrund eines Hauptversammlungsbeschlusses gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG‘ nachfolgend keine Berücksichtigung.

---

484 S. Bayer, Einl. HV 2014, TOP 8 A) lit. f), Ber. d. Vorst. zu TOP 8.

485 Vgl. hierzu die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

486 So aber die Ausgestaltung der *Mediantis AG* im Jahr 2014 (abw. jedoch 2015 und 2016, als die Gesellschaft zwar ebenfalls Scrip Dividends offerierte, die im Gegenzug für die Dividendenforderung zu gewährenden Anteile aber iRe. Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital schuf, vgl. *Mediantis*, Bezugsang. 2015, 2016), vgl. *Mediantis*, Bezugsang. 2014 bzw. *dies.*, Einl. HV 2014, TOP 2.2 wie auch diejenige der *Wüstenrot und Württembergische AG* im Jahr 2014, vgl. *W&W*, Bezugsang. 2014 bzw. *dies.*, Einl. HV 2014, TOP 10.

Der Grund hierfür liegt darin, dass es sich bei der Beschlussfassung der Hauptversammlung über eine ordentliche ‚Bis-zu‘-Kapitalerhöhung bzw. einer solchen über die Verwendung eigener Aktien zur Durchführung einer Wahldividende schon faktisch nicht um ‚rüstende‘ (Ermächtigungs-)Beschlüsse handelt, sondern entsprechende Beschlussfassungen jeweils bereits die Umsetzung einer Scrip Dividend abbilden. Prophylaktische ‚Vorbereitungshandlungen‘, die künftiges Interesse an dem *Treasury*-Instrument signalisieren und Rückschluss auf dessen perspektivische Verbreitung zuließen, existieren insoweit schlichtweg nicht.

Ergänzend ist mit Blick auf die Strukturierungsvariante unter Rückgriff auf eine ordentliche Kapitalerhöhung (vgl. §§ 182 ff. AktG) zu konstatieren, dass das Finanzierungsinstrument der ordentlichen Kapitalerhöhung seine Bedeutung generell weitgehend verloren hat.<sup>487</sup>

Ging der Gesetzgeber bei Einführung des genehmigten Kapitals zwar (noch) vom ‚Normalfall‘ der ordentlichen Kapitalerhöhung aus und verweist deshalb in den §§ 202 ff. AktG auf die §§ 182 ff. AktG zurück und liegt die ordentliche Kapitalerhöhung auch noch der *Causa Kali & Salz*<sup>488</sup> zugrunde, bildet die Ausnutzung von genehmigten Kapital heutzutage aufgrund der gesteigerten Volatilität der Kapitalmärkte, die ein flexibles Management und die Ausnutzung kurzfristiger Marktchancen erfordert,<sup>489</sup> den rechtstatsächlichen Regelfall.<sup>490</sup>

Nicht anders liegt es schließlich auch im spezifischen Kontext der Scrip Dividend, wie die nachfolgende Taxonomie der bisherigen Scrip Dividend-Offerten deutscher Kapitalgesellschaften zwischen 2009 und 2019 nach Herkunft der Aktien offen zu legen vermag:

---

487 S. hierzu auch die späteren Ausf. in Kapitel C.V.6.b)bb).

488 BGH, Urt. v. 13.03.1978 – II ZR 142/76, NJW 1978, 1316 ff.

489 S. in diesem Kontext auch die Darlegungen zur legislatorischen Intention für die Einführung des genehmigten Kapitals in Kapitel C.II.3 mwN. in Fn. 442.

490 Darauf verweisen unter anderem *Wamser*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 202 Rn. 20–22 sowie *Busch*, in: Marsch-Barnert/Schäfer, Hdb. AG, § 41 Rn. 4. Für empirische Befunde s. die Ausf. und Nachw. in Kapitel C.V.6.b)bb). Aus der älteren Lit.: *Heinsius*, in: FS Kellermann, S. 115: „Die reguläre Kapitalerhöhung ist tot, es lebe das ‚Genehmigte Kapital‘!“; *Bungert*, WM 1995, 1, 2; *Bayer*, ZHR 2004, 132, 137 f.; *Cahn*, ZHR 1999, 554, 555; *Ibrig*, in: FS Happ, S. 109; *Kübler*, ZBB 1993, 1, 2; *Martens*, ZIP 1992, 1677, 1681. Vgl. in diesem Kontext auch die Ausf. in Kapitel C.V.6.b)bb).

C. Rechtstatsachen zur Scrip Dividend & Ausblick

Unternehmen <sup>491</sup>	Kapitalerhöhung aus gen. Kapital	ord. Kapitalerhöhung	Treasury Shares	Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln
<i>alstria</i> 2009			x	
<i>Ultrasonic</i> 2012				x
<i>Telekom</i> 2013	x			
<i>Ultrasonic</i> 2013				x
<i>Capital Stage</i> 2014	x			
<i>Telekom</i> 2014	x			
<i>E.ON</i> 2014			x	
<i>GRENKE</i> 2014	x			
<i>Mediantis</i> 2014		x		
<i>Softing</i> 2014	x			
<i>W&amp;W</i> 2014		x		
<i>Capital Stage</i> 2015	x			
<i>Telekom</i> 2015	x			
<i>E.ON</i> 2015			x	
<i>KTG Agrar</i> 2015	x			
<i>KTG Energie</i> 2015	x			
<i>Mediantis</i> 2015	x			
<i>M&amp;M</i> 2015	x			
<i>Capital Stage</i> 2016	x			
<i>Lufthansa</i> 2016	x			
<i>Telekom</i> 2016	x			
<i>GRENKE</i> 2016	x			
<i>Mediantis</i> 2016	x			
<i>M&amp;M</i> 2016	x			

491 Zu den vollständigen Bezeichnungen der betreffenden Gesellschaften und den Quellennachweisen s. bereits die Ausf. und Nachw. in den jeweiligen Fn. in Kapitel C.III.1.

V. Verbreitung von Vorratsbeschlüssen/Satzungsermächtigungen

<i>Capital Stage</i> 2017	x			
<i>Lufthansa</i> 2017	x			
<i>Telekom</i> 2017	x			
<i>E.ON</i> 2017			x	
<i>M&amp;M</i> 2017			x	
<i>UmweltBank</i> 2017	x			
<i>Vonovia</i> 2017	x			
<i>Encavis</i> 2018	x			
<i>Lufthansa</i> 2018	x			
<i>Deutsche Wohnen</i> 2018	x			
<i>DIC Asset</i> 2018	x			
<i>H&amp;R</i> 2018	x			
<i>M&amp;M</i> 2018			x	
<i>PATRIZIA</i> 2018	x			
<i>UmweltBank</i> 2018	x			
<i>Vonovia</i> 2018	x			
<i>Deutsche Rohstoff</i> 2019	x			
<i>Deutsche Wohnen</i> 2019	x			
<i>DIC Asset</i> 2019	x			
<i>Encavis</i> 2019	x			
<i>M&amp;M</i> 2019			x	
<i>publity</i> 2019	x			
<i>Vonovia</i> 2019	x			
<b>Summe</b>	<b>36</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>2</b>

Tabelle 2: Taxonomie der Scrip Dividend-Offerten deutscher Gesellschaften zwischen 2009 und 2019; Quelle: Eigene Darstellung.

Deutlich wird insofern also, dass die Schaffung der als Rekompens für die Einbringung der (Nettobar-<sup>492</sup>)Dividendenansprüche zu gewährenden Aktien im Zuge einer Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital (vgl. §§ 202 ff. AktG) zwar entgegen den Assertionen bei *Schlitt/Kreymborg*<sup>493</sup> im Kontext der Scrip Dividend mitnichten die einzige in der Praxis genutzte Möglichkeit zur Schaffung der ‚Dividenden-Aktien‘ iRe. Kapitalerhöhung ist, der Rückgriff auf eine ordentliche Kapitalerhöhung gemäß §§ 182 ff. AktG aber doch – wie bereits angedeutet – allenfalls geringe Popularität genießt.<sup>494</sup>

So wählten bislang nur zwei von 21 deutschen Gesellschaften eine solche Konzeption, namentlich jeweils in 2014 die *Mediantis AG*<sup>495</sup> und die *Wüstenrot & Württembergische AG*<sup>496</sup>. Hinzu kommt, dass es Letztgenannte bei der vorbezeichneten Scrip Dividend-Offerte beließ, wohingegen Erstgenannte ihrem Aktionariat auch in den zwei darauffolgenden Jahren das Dividendenwahlrecht antrug, dabei allerdings der Strukturierungsvariante der Schaffung der als Rekompens für die Einbringung der (Nettobar-<sup>497</sup>)Dividendenansprüche zu gewährenden Aktien iRe. ordentlichen Kapitalerhöhung gemäß §§ 182 ff. AktG den Rücken zukehrte und sich, wie es weitaus üblicher ist, für die Emission der Anteile des Rückgriffs auf ein genehmigtes Kapital gemäß §§ 202 ff. AktG bediente.

Dergestalt wurden bislang überhaupt nur zwei von 47 Offerten einer Scrip Dividend am deutschen Kapitalmarkt iRe. ordentlichen Kapitalerhöhung konzipiert, wohingegen sich 36 der 47 seitens deutscher Gesellschaften aufgelegten Wahldividendenofferten unter Ausnutzung eines genehmigten Kapitals gemäß §§ 202 ff. AktG strukturiert fanden, wodurch sich schließlich auch die vorbezeichnete Restriktion des nachfolgenden Untersuchungsgegenstandes rechtfertigt.

---

492 Vgl. hierzu die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

493 *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 17: „[...] Dabei wird in der Praxis *immer* ein vorhandenes genehmigtes Kapital ausgenutzt (§§ 202 ff. AktG).“ (keine Hervorhebung im Original).

494 Eingehend zu den Gründen hierfür unten in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(1).

495 *S. Mediantis*, Bezugsang. 2014 bzw. *dies.*, Einl. HV 2014, TOP 2.2.

496 *S. W&W*, Bezugsang. 2014 bzw. *dies.*, Einl. HV 2014, TOP 10.

497 Hierzu bereits die obigen Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.



### 3. Verbreitung entsprechender Satzungsermächtigungen im SDax<sup>498</sup>

Die Betrachtung der hiernach für die weitere Analyse relevanten Konzeptualisierungsvarianten ergibt, dass sich in der Vergangenheit bereits zahlreiche Unternehmen unzweideutig auf die Offerte einer Wahldividende vorbereitet haben, hatten bis Ende 2018 doch immerhin 17 der 50 SDax-Unternehmen ihre Hauptversammlungen prophylaktisch über genehmigte Kapitalia, bzgl. derer als Grund für einen möglichen Ausschluss des Bezugsrechts ‚ausdrücklich‘<sup>499</sup> die Durchführung einer Scrip Dividend genannt wird, und/oder die Verwendung eigener Aktien – meist unter Vorsehung der Möglichkeit des Bezugsrechtsausschlusses auch für diese Strukturvariante – beschließen lassen.<sup>500</sup>

Namentlich handelt sich hierbei um die *Bertrandt AG*<sup>501</sup>, *Bilfinger SE*<sup>502</sup>, *Capital Stage AG*<sup>503</sup> (nunmehr *Encavis AG*), *Ceconomy AG*<sup>504</sup>, *Deutsche Beteiligungs AG*<sup>505</sup>, *Deutz AG*<sup>506</sup>, *DIC Asset AG*<sup>507</sup>, *HelloFresh SE*<sup>508</sup>, *Jenoptik*

---

498 Stichtag der Zugehörigkeit: 30.01.2020, online, abgerufen unter [www.finanzen.net/index/sdax/werte](http://www.finanzen.net/index/sdax/werte).

499 Bzgl. der kontextualen Bedeutung der Begrifflichkeit ‚ausdrücklich‘ gelten die Ausf. in Fn. 438 sinngemäß.

500 Unter den nachfolgend genannten Unternehmen verwendeten die *Bertrandt AG*, die *Sixt SE* und *Wüstenrot & Württembergische AG* in den betreffenden Dokumenten nur die Bezeichnung ‚Aktiendividende‘ (freilich in diesen Fällen iSd. vorliegenden Thematik), nicht hingegen den Terminus technicus ‚Scrip Dividend‘.

501 S. *Bertrandt*, Einl. HV 2017, Ber. an die HV zu TOP 7.

502 S. *Bilfinger*, Einl. HV 2017, TOP 7 lit. f) Ziff. v), Ber. d. Vorst. zu den TOP 7, 8.

503 S. *Capital Stage*, Einl. HV 2017, TOP 14 lit. c) lit. dd), „III. Berichte des Vorstands [...]“ Ziff. 3, wobei darauf hinzuweisen ist, dass *Capital Stage* die in den Jahren 2014–2017 offerierten Scrip Dividends jeweils unter Rückgriff auf eine ‚allgemeine‘ Satzungsermächtigung (s. dazu die eingehenden Ausf. in Kapitel C.V.6) strukturierte, während die in Bezug genommene (explizite) Ermächtigung erst iRd. Hauptversammlung 2017 eingeholt wurde.

504 S. *Ceconomy*, Einl. HV 2019, passim.

505 S. *Deutsche Beteiligungs AG*, Einl. HV 2016, TOP 7 lit. c) Ziff. (3), „II. Bericht an die HV“.

506 S. *Deutz*, Einl. HV 2018, TOP 10.1/2, Ber. d. Vorst. zu TOP 9 und 10, dort unter „zu (a) [...]“.

507 S. *DIC Asset*, Einl. HV 2016, TOP 8 lit. c) Ziff. (4), „III. Schriftlicher Bericht des Vorstands [...]“ Ziff. (2).

508 S. *HelloFresh*, Einl. HV 2018, TOP 7 lit. a) lit. ee), Ber. d. Vorst. zu TOP 7 Ziff. (v).

AG<sup>509</sup>, JOST Werke AG<sup>510</sup>, Leoni AG<sup>511</sup>, PATRIZIA Immobilien AG<sup>512</sup>, Pfeiffer Vacuum Technology AG<sup>513</sup>, Sixt SE<sup>514</sup>, TLG Immobilien AG<sup>515</sup>, Wacker Neuson SE<sup>516</sup> und Wüstenrot & Württembergische AG<sup>517</sup>.

Hierunter befinden sich mit der *Capital Stage* AG<sup>518</sup> (nunmehr *Encavis* AG), *DIC Asset* AG, *PATRIZIA Immobilien* AG und *Wüstenrot & Württembergische* AG auch vier Unternehmen, die das *Treasury*-Instrument bereits ein oder mehrmals einsetzten; während allein die zwei letztbezeichneten Gesellschaften ihrem Aktionariat das Wahlrecht lediglich einmalig antrugen, legte die *DIC Asset* AG in 2018 und 2019 Scrip Dividends auf, bei *Capital Stage* (nunmehr *Encavis* AG) ist der Dividendendeal sogar seit 2014 im Dauereinsatz.<sup>519</sup>

#### 4. Verbreitung entsprechender Satzungsermächtigungen im MDax<sup>520</sup>

Ebenso ‚ausdrücklich‘<sup>521</sup> machten sich einige Unternehmen im MDax ‚startklar‘; expressis verbis können die *alstria office REIT-AG*<sup>522</sup>, *Bechtle*

---

509 S. *JENOPTIK*, Einl. HV 2015, Ber. d. Vorst. zu TOP 6 lit. b).

510 S. *JOST*, Einl. HV 2018, TOP 7 lit. b), Ber. d. Vorst. zu TOP 7.

511 S. *LEONI*, Einl. HV 2015, TOP 8 lit. h), Ber. d. Vorst. an die HV zu TOP 8 lit. h).

512 S. *PATRIZIA*, Einl. HV 2015, TOP 7 lit. d) lit. ff), Ber. d. Vorst. zu TOP 7.

513 S. *Pfeiffer*, Einl. HV 2015, TOP 6 lit. d) Ziff. (6), Ber. d. Vorst. zu TOP 6 lit. h).

514 S. *Sixt*, Einl. HV 2016, Ber. d. Vorst. an die HV zu den TOP 8, 9.

515 S. *TLG Immobilien*, Einl. HV 2019, TOP 7, Ber. d. Vorst. zu TOP 7 Ziff. 2.

516 S. *Wacker Neuson*, Einl. HV 2017, TOP 7 lit. c) lit. ee), Ber. d. Vorst. zu TOP 7 lit. b) lit. ff).

517 S. *W&W*, Einl. HV 2014, TOP 10.

518 Nachfolgend auch nur als *Capital Stage* bezeichnet.

519 S. zum Ganzen bereits die obigen Nachw. in den Fn. zu Kapitel C.III.1.

520 Stichtag der Zugehörigkeit: 30.01.2020, online, abgerufen unter [www.finanzen.n et/index/mdax/werte](http://www.finanzen.n et/index/mdax/werte).

521 Bzgl. der kontextualen Bedeutung der Begrifflichkeit ‚ausdrücklich‘ gelten die Ausf. in Fn. 438 sinngemäß.

522 S. *alstria*, Einl. HV 2016, TOP 8 lit. b) lit. ff), „II. Bericht des Vorstands zu Tagesordnungspunkt 8“.

AG<sup>523</sup>, CANCOM SE<sup>524</sup>, COMMERZBANK AG<sup>525</sup>, Deutsche Wohnen SE<sup>526</sup>, Evonik Industries AG<sup>527</sup>, GEA Group AG<sup>528</sup>, GRENKE AG<sup>529</sup>, K+S AG<sup>530</sup>, METRO AG<sup>531</sup>, ProSiebenSat.1 Media SE<sup>532</sup>, Siltronic AG<sup>533</sup> und Telefónica Deutschland Holding AG<sup>534</sup> auf Grundlage entsprechender Satzungsermächtigungen bzgl. genehmigter Kapitalia das Bezugsrecht zum Zwecke der Umsetzung von Scrip Dividends ausschließen und/oder eigene Aktien – ebenfalls unter Vorsehung der Möglichkeit eines Bezugsrechtsausschlusses für diese Konzeptualisierungsvariante – zu vorgenanntem Zwecke verwenden.<sup>535</sup>

---

523 S. *Bechtle*, Einl. HV 2018, TOP 7 lit. b) lit. ee), Ber. d. Vorst. TOP 7.

524 S. *CANCOM*, Einl. HV 2019, TOP 7 lit. b) lit. ee), „Bericht des Vorstands [...] zu TOP 7“.

525 S. *COMMERZBANK*, Einl. HV 2015, Ber. d. Vorst. zu TOP 12.

526 S. *Deutsche Wohnen*, Einl. HV 2018, TOP 7 lit. a) lit. ee), Ber. d. Vorst. dort zu TOP 7, Ziff. (v). In diesem Zusammenhang ist allerdings darauf hinzuweisen, dass die *Deutsche Wohnen SE* ihrem Aktionariat unter Rückgriff auf eine ‚allgemeine‘ Satzungsermächtigung (s. in diesem Kontext die eingehenden Ausf. in Kapitel C.V.6) im selbigen Jahr (TOP 2 der HV) eine Scrip Dividend offerierte, während die in Bezug genommene (explizite) Ermächtigung erst im späteren Verlauf der betreffenden HV (vgl. TOP 7) eingeholt wurde.

527 S. *Evonik*, Einl. HV 2014, TOP 8 lit. b), lit. c), Ber. an die HV.

528 S. *GEA*, Einl. HV 2015, TOP 6 lit. b), lit. c), TOP 9 lit. c) lit. dd), „II. Berichte des Vorstands“ lit. b) und lit. b) lit. ee).

529 S. *GRENKE*, Einl. HV 2015, TOP 7 lit. a), lit. b), Ber. d. Vorst. zu TOP 7 lit. d). In diesem Zusammenhang ist allerdings darauf hinzuweisen, dass die *GRENKE AG* ihrem Aktionariat unter Rückgriff auf eine ‚allgemeine‘ Satzungsermächtigung (vgl. dazu sogleich in Kapitel C.V.6) bereits in 2014 eine Scrip Dividend offerierte, während die hier in Bezug genommene Ermächtigung erst iRd. Hauptversammlung 2015 eingeholt wurde.

530 S. *K+S*, Einl. HV 2015, TOP 7 Ziff. 1 lit. d), Ziff. 2 lit. d), Ber. d. Vorst. zu TOP 7 Ziff. 4.

531 S. *METRO*, Einl. HV 2015, TOP 8 lit. b) lit. ff), Ber. d. Vorst. zu TOP 8.

532 S. *ProSiebenSat.1*, Einl. HV 2014, Ber. d. Vorst. zu TOP 8. Die Hauptversammlung der *ProSiebenSat.1 Media AG* beschloss am 21.05.2015 unter TOP 8 die formwechselnde Umwandlung der Gesellschaft in eine SE und firmiert seit dem 08.07.2015 unter der Firma *ProSiebenSat.1 Media SE*, s. Veröffentlichung im Handelsregister, AG München, HRB 219439, bekannt gemacht am 08.07.2015, online, abrufbar unter [www.handelsregister.de](http://www.handelsregister.de), zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

533 S. *Siltronic*, Mitteilung genehmigtes Kapital 2015.

534 S. *Telefónica*, Einl. HV 2016, TOP 6 lit. d) Ziff. (5), TOP 7 lit. b) Ziff. (5), Ber. d. Vorst. zu TOP 7.

535 In den jeweiligen Dokumenten wurde explizit der Terminus technicus ‚Scrip Dividend‘ (anders als bei den im SDax notierenden Gesellschaften, hierzu in Fn. 500 mit den dortigen Verw.) verwendet. Dies jeweils – mit Ausnahme der *alstria office REIT-AG* (s. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel C.IV.1 sowie

Wiederum befinden sich mit der *alstria office REIT-AG*, *GRENKE AG* und *Deutsche Wohnen SE* mehrere Gesellschaften unter den Genannten, die das *Treasury-Instrument* bereits ein (dergestalt allein die erstbezeichnete Gesellschaft) oder mehrmals (so die *GRENKE AG* sowie die *Deutsche Wohnen SE*, die ihrem Aktionariat in den Jahren 2014 und 2016 bzw. 2018 und 2019 ein entsprechendes Dividendenwahlrecht antrugen) einsetzten.<sup>536</sup>

## 5. Verbreitung entsprechender Satzungsermächtigungen im Dax<sup>537</sup>

Ferner präsentieren sich ausweislich entsprechender Satzungsermächtigungen auch 8 der 30 im Dax gelisteten *Blue Chips* als Aspiranten für die Implementierung einer Wahldividende, namentlich die *Bayer AG*<sup>538</sup>, *Deutsche Lufthansa AG*<sup>539</sup>, *Deutsche Post AG*<sup>540</sup>, *E.ON SE*<sup>541</sup>, *HeidelbergCement AG*<sup>542</sup>, *Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG*<sup>543</sup>, *SAP SE*<sup>544</sup> und *Vonovia SE*<sup>545, 546</sup>

---

die Nachw. in Fn. 455) – unter Verwendung des Begriffspaars ‚Aktiendividende‘ und ‚Scrip Dividend‘.

536 S. zum Ganzen bereits die obigen Nachw. in den Fn. zu Kapitel C.III.1.

537 Stichtag der Zugehörigkeit: 30.01.2020, online, abgerufen unter [www.finanzen.net/index/dax/werte](http://www.finanzen.net/index/dax/werte).

538 S. *Bayer*, Einl. HV 2014, TOP 5 Ziff. (2), (3), TOP 8 lit. A) lit. f), Ber. d. Vorst. zu TOP 5, 8.

539 S. *Lufthansa*, Einl. HV 2015, TOP 5 lit. a), lit. b), TOP 6 lit. b) Ziff. (5), Ber. d. Vorst. zu TOP 5, 6.

540 S. *Post*, Einl. HV 2015, TOP 8 lit. d) Ziff. (6), Ber. d. Vorst. an die HV zu TOP 8.

541 S. *E.ON*, Einl. HV 2017, TOP 8 lit. a), lit. b), TOP 10 lit. b) lit. ee), Ber. d. Vorst. zu TOP 8, 10. In diesem Zusammenhang ist indessen darauf hinzuweisen, dass *E.ON* seinem Aktionariat unter Rückgriff auf ‚allgemeine‘ Satzungsermächtigungen (vgl. dazu sogleich in Kapitel C.V.6) bereits 2014, 2015 und 2017 Scrip Dividends offerierte, während die in Bezug genommenen Ermächtigungen erst iRd. Hauptversammlung 2017 eingeholt wurden.

542 S. *HeidelbergCement*, Einl. HV 2016, TOP 6 lit. b) lit. dd), lit. b) lit. ee), Ber. d. Vorst. zu TOP 6.

543 S. *Münchener Rück*, Einl. HV 2015, TOP 6 lit. c) lit. ff), Ber. d. Vorst. zu TOP 6.

544 S. *SAP*, Einl. HV 2015, TOP 6 lit. b) lit. bb), lit. b lit. cc), Ber. d. Vorst. zu TOP 6 lit. b), lit. d).

545 S. *Vonovia*, Einl. HV 2017, TOP 5 lit. b) unter Ziff. 5c.3 Ziff. (v), Ber. d. Vorst. zu TOP 6 Ziff. (v).

546 Von den genannten Unternehmen verwendeten die *Deutsche Post AG* und die *ProSiebenSat.1 Media SE* nur den Begriff ‚Aktiendividende‘, die *E.ON SE* ‚nur‘ die Bezeichnung ‚Wahldividende‘.

Und erneut finden sich unter den Genannten mit der *Deutsche Lufthansa AG*, *E.ON SE*<sup>547</sup> und *Vonovia SE* mehrere Unternehmen, die entsprechende Gestaltungen bereits mehrmals, de facto jeweils dreimalig (erstere kontinuierlich in den Jahren 2016–2018, zweitere in den Jahren 2014, 2015 und 2017, letztbezeichnete kontinuierlich in den Jahren 2017–2019) implementierten.<sup>548</sup>

## 6. Interpretation der Daten

Fraglich ist jedoch, welche Implikationen sich hieraus für die perspektivische Verbreitung von Scrip Dividends ergeben.

### a) Scrip Dividend-Implementierungen auf Basis ‚allgemeiner‘ Satzungsermächtigungen

So haben nämlich *Ultrasonic* sowie dieser nachfolgend *Telekom* und *E.ON* im Hinblick auf die jeweils von diesen Gesellschaften gewählten rechtstechnischen Strukturierungsvarianten einer Scrip Dividend eindrucksvoll aufgezeigt, dass es de lege lata für keine dieser Konstruktionen eines Beschlusses der Hauptversammlung bzw. einer Satzungsermächtigung bedarf, der bzw. die das *Treasury-Instrument* expressis verbis benennt.

IdS. manifestierte Erstgenannte, dass ein entsprechendes Dividendenwahlrecht mittels einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (vgl. §§ 207 ff. AktG) iVm. einem öffentlichen Aktienrückkaufsangebot (vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG) konzeptualisiert werden kann, wobei bzgl. letzterem eine ‚allgemeine‘ Ermächtigung zum Rückerwerb eigener Aktien iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG ausreicht.<sup>549</sup>

---

547 In diesem Zusammenhang ist indessen nochmals (s. schon die Ausf. in Fn. 541) darauf hinzuweisen, dass *E.ON* seinem Aktionariat unter Rückgriff auf ‚allgemeine‘ Satzungsermächtigungen (vgl. dazu sogleich in Kapitel C.V.6) bereits 2014, 2015 und 2017 Scrip Dividends offerierte, während die in Bezug genommenen Ermächtigungen erst iRd. Hauptversammlung 2017 eingeholt wurden.

548 Daneben aber auch die *Deutsche Telekom*, die sich infolge der Faktizität, dass sie zur Implementierung der von ihr konzipierten Scrip Dividend-Variante auf eine ‚allgemeine‘ Satzungsermächtigung zurückgriff, nicht unter den Vorbenannten findet. S. hierzu auch die sogleich nachfolgenden Ausf. in Kapitel C.V.6.

549 S. *Ultrasonic*, Aktienrückkaufang. 2012 & 2013 sowie *dies.*, Bekanntmachung über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln 2012 bzw. 2013.

Hiermit korrespondierend demonstrierte die *Telekom* iRd. ihrerseits in den Jahren 2013–2017 umgesetzten Wahldividenden, dass die im Gegenzug für die Einbringung der (Nettobar<sup>550</sup>)Dividendenansprüche zu gewährenden neuen Aktien unter Ausnutzung eines genehmigten Kapitals (vgl. §§ 202 ff. AktG) geschaffen werden können, wofür eine ‚allgemeine‘ Ermächtigung iSd. § 202 Abs. 1 bzw. § 202 Abs. 2 S. 1 AktG genügt, sofern diese bestimmt, dass die Ausgabe der neuen Aktien (auch) gegen Sacheinlagen<sup>551</sup> zulässig ist, vgl. § 205 Abs. 1 AktG.<sup>552</sup>

Und auch *E.ON* bekundete für die ihrige Gestaltung eindrücklich eine entsprechende Erkenntnis: Bzgl. der 2014, 2015 und 2017 umgesetzten Scrip Dividends berief sich die Gesellschaft jeweils auf die bis zum 2. Mai 2017 laufende, von der Hauptversammlung am 3. Mai 2012 beschlossene, ‚allgemeine‘ Ermächtigung iSv. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, eigene Aktien gegen Sachleistung veräußern zu dürfen.<sup>553</sup>

---

550 S. hierzu schon die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

551 IRd. Inanspruchnahme einer entsprechenden Ermächtigung sind gemäß § 205 Abs. 2 S. 1 AktG der Gegenstand der Sacheinlage, die Person, von der die Gesellschaft den Gegenstand erwirbt, und der Nennbetrag, bei Stückaktien die Zahl der bei der Sacheinlage zu gewährenden Aktien, wenn sie nicht in der Ermächtigung festgesetzt sind, vom Vorstand festzusetzen und in den Zeichnungsschein aufzunehmen, wobei diesen Anforderungen im präsenten Kontext mit einer allgemeinen Formulierung wie „[...] Der Ausgabebetrag ist nicht in bar, sondern durch Sacheinlage zu erbringen. Als Sacheinlage sind auf jede neue Stückaktie Dividendenansprüche [...] für x [Anzahl der für die Gewährung einer neuen Aktie einzubringenden Dividendenansprüche] bestehende Stückaktien einzubringen.“, genügt werden kann.

552 Bzgl. der Jahre 2014–2017, in denen die *Telekom* die zu gewährenden neuen Aktien aus dem sog. „Genehmigte[n] Kapital 2013“ schuf, s. schon die Nachw. bei Fn. 479. Explizit im vorstehenden Sinne auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 647.

553 S. dazu *E.ON*, Einl. HV 2012, TOP 9 lit. b) lit. bb). S. in diesem Kontext auch schon die Darlegungen in Fn. 474. Weitläufiger hingegen *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 84a, der die Wiederausgabe der eigenen Aktien bereits als von einer allgemeinen Rückkaufermächtigung iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG gedeckt sieht, wenn und weil die Scrip Dividend allen Aktionären offensteht und deshalb gleichmäßig ausgeteilt wird (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG). Nicht zu überzeugen vermögen hingegen, wie im Folgenden aufgezeigt werden wird, die Ausf. bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, § 28 Rn. 16 a.E., denen nach die „Verwendung als Aktiendividende von der Verwendungsbestimmung in der Ermächtigung zum Rückkauf eigener Aktien gedeckt sein“ müssen soll.

b) Implikationen des Ausreichens einer ‚allgemeinen‘  
Satzungsermächtigung

In diesem Kontext ist aus den vorstehenden Ausführungen, die eindrücklich aufzeigen, dass sich Scrip Dividends auch auf der Grundlage von ‚allgemeinen‘ Satzungsermächtigungen implementieren lassen, zunächst einmal zu folgern, dass der Rückschluss vom Fehlen einer das *Treasury*-Instrument explizit<sup>554</sup> benennenden Autorisation auf die Nichtexistenz von gesellschaftsseitigem Interesse an dem Dividendendeal jedenfalls nicht zu tragen vermag.

Einblick in die Größenordnung der – vermeintlich<sup>555</sup> – hieraus resultierenden ‚Dunkelziffer‘ an mit dem Angebot einer Wahldividende ‚liebäugelnden‘ Unternehmen soll daher eine Analyse der Verbreitung der der Scrip Dividend zugrundeliegenden rechtstechnischen Konstruktion leisten.

aa) Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes: Analyse der  
Verbreitung der hinter der *Forward*-Struktur ‚Modell Telekom‘  
stehenden Rechtsarchitektur

Dabei wird die Ausgestaltungsvariante der ‚Schaffung der im Gegenzug für die Einbringung der (Nettobar-<sup>556</sup>)Dividendenforderungen zu gewährenden Anteile iRe. regulären Kapitalerhöhung gemäß § 182 Abs. 1 AktG iVm. § 183 Abs. 1 AktG iVm. §§ 33 Abs. 3–5, 34 und 35 AktG‘ aufgrund

---

554 Zur kontextualen Bedeutung der Begrifflichkeit ‚explizit‘ s. schon die Ausf. in Fn. 438.

555 Auf die in Kapitel C.V.6.c) angestellten kritischen Erwägungen im Hinblick auf den Aspekt, ob von der ‚bloßen‘ Einholung von die Scrip Dividend explizit (zur kontextualen Bedeutung der Begrifflichkeit ‚explizit‘ s. schon die Ausf. in Fn. 438) benennenden Satzungsermächtigungen überhaupt auf ein konkretes Interesse zur Implementierung des *Treasury*-Instruments in die eigene Ausschüttungspolitik durch die betreffenden Gesellschaften geschlossen werden kann sowie ob dementsprechend von der Faktizität des Ausreichens einer ‚allgemeinen‘ Satzungsermächtigung überhaupt auf eine ‚Dunkelziffer‘ an mit dem Angebot einer Wahldividende ‚liebäugelnden‘ Unternehmen geschlossen werden kann, sei an dieser Stelle ausdrücklich hingewiesen.

556 S. hierzu bereits die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

ihrer – bereits thematisierten<sup>557</sup> – geringen praktischen Relevanz iRd. im präsenten Kontext nachfolgend anzustellenden Analysen ausgeklammert.

Selbiges gilt für die als *Reverse*-Struktur bezeichnete Konzeptualisierungsvariante, wählte doch bislang überhaupt nur ein Unternehmen diese Spielart und waren insgesamt nur zwei der 47 bislang am deutschen Kapitalmarkt offerierten Scrip Dividends dergestalt strukturiert.

Ebenso findet die *Forward*-Struktur ‚Modell E.ON‘ im präsenten Bezugsrahmen aufgrund ähnlich marginaler praktischer Bedeutung nachfolgend keine weitere Berücksichtigung: Unter den bislang 47 von deutschen Kapitalgesellschaften angebotenen Wahldividenden waren nur acht, also überschlagen nur eine jede sechste, so ausgestaltet. Überhaupt nur vier der 21 deutschen Unternehmen, die Scrip Dividends auflegten, wählten diese rechtsarchitektonische Struktur.<sup>558, 559</sup>

Dementsprechend soll nunmehr nachfolgend mit dem Ziel, aus den gewonnenen Erkenntnissen Rückschlüsse auf die ‚Dunkelziffer‘ der für die Umsetzung einer Scrip Dividend ‚gerüsteten‘ Unternehmen zu ziehen, die rechtstatsächliche Verbreitung der hinter der *Forward*-Struktur ‚Modell Telekom‘ stehenden rechtsarchitektonischen Konstruktion analysiert werden: Die Verbreitung von Sachkapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital.

---

557 Dazu bereits in Kapitel C.V.2. Vgl. ferner die nachfolgenden Ausf. in Kapitel C.V.6.b)bb) bzgl. empirischer Studien zur Bedeutung der ordentlichen Kapitalerhöhung sowie dem hieraus resultierenden rechtstatsächlichen Befund. Insbesondere ist in diesem Kontext nochmals darauf hinzuweisen, dass, sollen die ‚Dividenden-Aktien‘ im Verfahren der §§ 182 ff. AktG geschaffen werden, grundsätzlich keine prophylaktischen Vorbereitungshandlungen existieren, die entsprechende Beschlussfassung durch die Hauptversammlung vielmehr bereits Teil der Umsetzung einer Scrip Dividend-Offerte ist und eine solche unter Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften grundsätzlich jederzeit erfolgen kann, so dass die ‚Dunkelziffer‘ in diesem Bereich gewissermaßen bei 100 % liegt.

558 Zu potenziellen Gründen für die marginale Bedeutung dieser Spielart s. die Ausf. in Kapitel D.III.1.g).

559 Eine Analyse der perspektivischen Verbreitung des Scrip Dividend ‚Modell E.ON‘ ist überdies schlichtweg nicht zu leisten, existieren doch soweit ersichtlich keine empirischen Studien zur Verwendung eigener Aktien als Finanzierungsinstrument.



bb) Die rechtstatsächliche Bedeutung des genehmigten Kapitals

In diesem Kontext ist zunächst einmal zu statuieren, dass sich genehmigtes Kapital bei börsennotierten Aktiengesellschaften<sup>560</sup> jedenfalls seit Schaffung der Möglichkeit des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses<sup>561</sup> (vermöge der Einfügung des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG<sup>562</sup> mit Wirkung zum 10. August 1994) überaus großer Beliebtheit erfreut.<sup>563</sup>

Verstärkt wurde der so geschaffene ‚Trend zum genehmigten Kapital‘ bei börsennotierten Aktiengesellschaften<sup>564</sup> schließlich durch die in 1997 ergangene Entscheidung des BGH in der Causa *Siemens/Nold*<sup>565</sup>, die dergestalt eine Kehrtwende in dessen Judikatur markierte, als sie die „zu strengen und unpraktikablen“<sup>566</sup> Schranken des *Holzmann-Urteils*<sup>567</sup> verwarf und die an einen Hauptversammlungsbeschluss über den Direktausschluss des Bezugsrechts bzw. über eine Ermächtigung des Vorstands zum Ausschluss des Bezugsrechts zu stellenden Anforderungen mit dem Ausspruch, dass weder der Direktausschluss des Bezugsrechts noch die Ermächtigung des Vorstands zum Ausschluss des Bezugsrechts im Zeitpunkt

---

560 Aufgrund der weitgehenden Ähnlichkeit (s. die Ausf. und Nachw. in Fn. 160) der deutschen AG mit der ‚deutschen‘ SE sind die folgenden Ausf. ohne Weiteres auf letztere übertragbar.

561 Zu den tatbestandlichen Voraussetzungen des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG und dessen Rechtsfolgen s. anstatt vieler *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 127–140.

562 S. Art. 1 Nr. 15 des Gesetzes für kleine Gesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts vom 02.08.1994, BGBl. I, S. 1961. Um eine unter die Betitelung des Gesetzes zu subsumierende Normierung handelt es sich dabei freilich nicht, ist die Regelung doch gerade für (idR. ‚große‘) börsennotierte – § 186 Abs. 3 S. 4 AktG setzt als Bezugspunkt der Bestimmung des Ausgabepreises der neuen Aktien einen Börsenkurs voraus (so explizit *Ibrig*, in: FS Happ, S. 109) – Aktiengesellschaften bestimmt und auch schwerlich als „Deregulierung“ zu etikettieren (so explizit *Hoffmann-Becking*, ZIP 1995, 1, 8). Eingehend zum Liberalisierungseffekt des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG die Ausf. bei *Schumann*, Bezugsrecht, S. 203 ff.

563 S. *Bayer/Hoffmann/Günzel*, AG 2006, R527, R529.

564 S. in diesem Kontext die obigen Ausf. und Verw. in Fn. 560.

565 BGH, Urt. v. 23.06.1997 – II ZR 132/93, NJW 1997, 2815 ff.

566 Der *Holzmann*-Rechtsprechung nach war die Ermächtigung des Vorstands zum Bezugsrechtsausschluss nach § 203 Abs. 2 AktG den gleichen materiellen Anforderungen zu unterwerfen wie der Direktausschluss des Bezugsrechts durch die Hauptversammlung iRe. ordentlichen Kapitalerhöhung (positive sachliche Rechtfertigung iSd. *Kali & Salz*-Formel).

567 BGH, Urt. v. 19.04.1982 – II ZR 55/81, NJW 1982, 2444 ff.

der Beschlussfassung sachlich iSd. *Kali & Salz-Formel*<sup>568</sup> gerechtfertigt sein müssen, lockerte<sup>569, 570</sup>

So ergaben Untersuchungen, dass – angespornt vermittelt vorgenannter Entwicklungen – bereits 1998 fast zwei Drittel der an der Börse gelisteten Unternehmen ein genehmigtes Kapital geschaffen hatten, während demgegenüber 1984 nur etwas mehr als ein Fünftel (genauer: 22,4 %) der börsennotierten Aktiengesellschaften über diese Möglichkeit der Kapitalbeschaffung verfügte.<sup>571</sup>

Damit nicht genug, befindet sich das Finanzierungsinstrument, inter alia beflügelt durch die in Tradition des *Siemens/Nold-Urteils*<sup>572</sup> stehende, der sog. ‚Vorabberichtspflicht‘ eine Abfuhr erteilende und dem genehmigten Kapital so – zumindest aus Sicht der Vorstände – zu einer (nochmals) gesteigerten Attraktivität verhelfende,<sup>573</sup> *Mangusta/Commerzbank I-Entscheidung*<sup>574</sup>, auch seither weiter auf dem Vormarsch, wie die von *M. Müller* durchgeführte ‚Spezialuntersuchung‘<sup>575</sup> aus dem Jahre 2006 eingängig aufzeigt, indem sie hervortut, dass 77,3 % der im Zeitraum von 2000–2003 im Registerbezirk Frankfurt a.M. eingetragenen börsennotier-

---

568 S. BGH, Urt. v. 13.03.1978 – II ZR 142/76, NJW 1978, 1316 ff.

569 Damit schuf der BGH ein beträchtliches ‚Mehr an Flexibilität‘, welches das Interesse an dem Finanzierungsinstrument ‚genehmigtes Kapital‘ eklatant zu steigern vermochte. Letztlich verhalf der BGH den §§ 202 ff. AktG, die unter der vorgehenden Rspr. lange Zeit ‚totes Recht‘ waren, dergestalt ‚zum Leben‘.

570 S. *Bayer/Hoffmann/Günzel*, AG 2006, R527, R529.

571 Eingehend hierzu *Hirte*, in: GK, AktG, § 202 Rn. 88 f. S. ferner auch bei *Roth*, ZBB 2001, 50 ff.

572 S. hierzu schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 569.

573 IdS. z.B. auch *Bayer/Hoffmann/Günzel*, AG 2006, R527, R529; *Wilsing*, ZGR 2006, 722, 723 ff.

574 S. BGH, Urt. v. 10.10.2005 – II ZR 148/03, NJW 2006, 371 ff., demnach der Vorstand nicht dazu verpflichtet ist, die Aktionäre „vor Ausübung der Ermächtigung zur Kapitalerhöhung und zum Bezugsrechtsausschluss [...] schriftlich über den Bezugsrechtsausschluss zu unterrichten“, sondern lediglich gehalten ist, „nach Inanspruchnahme der Ermächtigung über die Einzelheiten seines Vorgehens auf der nächsten ordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft zu berichten und Rede und Antwort zu stehen [...]“.

575 Die Betitelung als ‚Spezialuntersuchung‘ erfolgt aufgrund des sehr restringierten Untersuchungsgegenstandes, untersuchte *M. Müller* doch lediglich „die Kapitalerhöhungen unter Ausnutzung des genehmigten Kapitals [mit Bezugsrechtsausschluss] der börsennotierten Gesellschaften, die in den Jahren 2000 bis 2003 im Handelsregister in Frankfurt am Main eingetragen waren“, s. *M. Müller*, *Genehmigtes Kapital*, S. 20, 21.

ten Aktiengesellschaften (66 an der Zahl) über ein genehmigtes Kapital verfügten.<sup>576</sup>

Indes sagt die Schaffung eines genehmigten Kapitals nichts über dessen Inanspruchnahme aus.<sup>577</sup>

Diesbezüglich schält jedoch eine weitergehende Analyse der von *M. Maier*<sup>578</sup> sowie der von *M. Müller*<sup>579</sup> erhobenen Daten Folgendes heraus: Die Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital hat die ordentliche Kapitalerhöhung in der rechtstatsächlichen Praxis weitgehend verdrängt.<sup>580</sup> Rund zwei Drittel der jeweils untersuchungsgegenständlichen Kapitalerhöhungen erfolgten unter Ausnutzung eines genehmigten Kapitals.<sup>581</sup> Bezogen auf die 30 Dax-Werte (Stichtag der Zugehörigkeit: 30.12.2000) lag der Anteil sogar noch höher: Nahezu 95 % der von *M. Maier* untersuchten Kapitalerhöhungen erfolgten unter Ausnutzung eines genehmigten Kapitals; nur eine von insgesamt 18 Kapitalerhöhungen erfolgte im regulären Verfahren, wohingegen 17 mal ein genehmigtes Kapital in Anspruch genommen wurde.<sup>582</sup> Ein Blick auf die Volumina der Kapitalerhöhungen legt ferner offen: Tatsächlich liegt das genehmigte Kapital sogar noch weiter vorne, entfiel bezogen auf die untersuchten Kapitalerhöhungen der Dax-Konzerne wertmäßig doch nur ca. 1 % des gesamten Kapitalerhöhungsvolumens auf reguläre Kapitalerhöhungen.<sup>583</sup>

Ferner erfolgten die betreffenden Kapitalerhöhungen unter Ausnutzung eines genehmigten Kapitals bei notierten Unternehmen ausweislich der jeweiligen Studien von *M. Maier* und *M. Müller* in der überwiegenden Zahl der Fälle gegen Sacheinlagen. So fördert die auf im Jahr 2000 seitens deut-

---

576 *S. M. Müller*, *Genehmigtes Kapital*, S. 87.

577 So auch in aller Deutlichkeit *Bayer*, in: *MüKo*, AktG, § 202 Rn. 15.

578 Vgl. *M. Maier*, *Genehmigtes Kapital*, S. 63; Knapp 62 % (= 377) der 611 von börsennotierten Gesellschaften durchgeführten Kapitalerhöhungen erfolgten unter Inanspruchnahme eines genehmigten Kapitals.

579 Vgl. *M. Müller*, *Genehmigtes Kapital*, S. 91. Die Spezialuntersuchung tat hervor, dass in den Jahren 2000–2003 im Registerbezirk Frankfurt a. M. 58,1 % (=100) der 172 von börsennotierten Unternehmen durchgeführten Kapitalerhöhungen unter Ausnutzung eines genehmigten Kapitals erfolgten.

580 Vgl. hierzu auch schon die Ausf. in Kapitel C.V mwN. in Fn. 490.

581 Vgl. dazu auch *Bayer/Hoffmann/Günzel*, AG 2006, R527, R528, die den Anteil der Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital für 2004 auf 65 % und für 2005 auf 73 % beziffern. Zu weiteren Rechtstatsachen s. *Bayer*, in: *MüKo*, AktG, § 202 Rn. 14 ff.; *Hirte*, in: *GK*, AktG, § 202 Rn. 88 ff.; *Roth*, *ZBB* 2001, 50 ff.

582 *S. Bayer*, in: *MüKo*, AktG, § 202 Rn. 19.

583 Das Gesamtvolumen der 17 Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital betrug 509 Mio. € gegenüber 4 Mio. € aus der einen regulären Kapitalerhöhung, s. *Bayer*, in: *MüKo*, AktG, § 202 Rn. 19.

scher Gesellschaften durchgeführte Kapitalerhöhungen bezogene Studie des erstbezeichneten nämlich das Folgende zutage: Von 377 untersuchten Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital wurden 193 – und damit mehr als die Hälfte (genauer: ca. 51 %) – als Sachkapitalerhöhungen durchgeführt.<sup>584</sup> Und wie bereits angedeutet gelangt auch die Detailstudie<sup>585</sup> des vorgehend letztbezeichneten zu einem ähnlichen Ergebnis: Bei 59 der 100 betrachteten Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital handelte es sich um solche gegen Sacheinlagen.<sup>586</sup>

Restringiert man den Untersuchungsgegenstand wiederum auf die 30 Dax-Werte, so lag der Anteil an Sachkapitalerhöhungen unter Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Jahr 2000 zwar nur bei rund einem Drittel (ca. 29 %), allerdings entfiel auf dieses knappe Drittel ein volumenmäßiger Anteil von rund 83 %, sodass Sachkapitalerhöhungen unter Ausnutzung eines genehmigten Kapitals bezogen auf die 30 Dax-Werte iRe. kapitalerhöhungsvolumenfokussierten Betrachtung weit vorne lagen.<sup>587</sup>

Gehört es nach alledem mittlerweile zum guten Ton unter Aktienvorständen, über genehmigtes Kapital sowie die Ermächtigung zu dessen Nutzung iRe. Sachkapitalerhöhung zu verfügen, gilt dies umso mehr für eine damit korrespondierende Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss.<sup>588</sup> So schält *M. Maier*s Studie in diesem Nexus heraus, dass iRv. 76 % der der Untersuchung zugrundeliegenden, seitens börsennotierter Unternehmen durchgeführten, Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen worden war.<sup>589</sup> Bezogen auf die Untersuchungsgruppe der 30 Dax-Werte war das Bezugsrecht sogar in sämtlichen Fällen ausgeschlossen worden.<sup>590</sup> Und auch *M. Müllers* Spezialuntersuchung bestätigt dies einmal mehr: 89 % der im Zeitraum von 2000–2003

---

584 S. M. Maier, *Genehmigtes Kapital*, S. 67.

585 Zu dem überaus restringierten Untersuchungsgegenstand der Studie s. bereits die obigen Ausf. in Fn. 575.

586 S. M. Müller, *Genehmigtes Kapital*, S. 98 f.

587 S. Bayer, in: MüKo, AktG, § 202 Rn. 19: Bezogen auf die 30 Dax-Werte entfielen nur 5 von 17 Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital auf Sachkapitalerhöhungen. Deren Volumen aber lag bei 422 Mio. €, während das der 12 gegen Bar einlagen nur 86 Mio. € betrug.

588 Die Beliebtheit von Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital unter Bezugsrechtsausschluss begründet sich maßgeblich dadurch, dass sich die Durchführung einer Bezugsrechtsemission zeit- und kostenintensiv gestaltet, mithin eine Verteuerung der Eigenkapitalfinanzierung bewirkt. Vgl. hierzu auch *Wamser*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 203 Rn. 8.

589 S. M. Maier, *Genehmigtes Kapital*, S. 69.

590 S. Bayer, in: MüKo, AktG, § 202 Rn. 19.

im Registerbezirk Frankfurt a. M. von börsennotierten Unternehmen durchgeführten Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital erfolgten unter Ausschluss des Bezugsrechts.<sup>591</sup>

cc) Aktien als Akquisitionswährung: Bezugsrechtsfreie  
Sachkapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital als  
rechtstatsächlicher Regelfall

Angesichts der exorbitanten Bedeutung, die Aktien iRv. *Asset-* (im vorliegenden Nexus *stock for asset transactions*) und *Share-Deals* (*stock for stock transactions*<sup>592</sup>) als Akquisitionswährung<sup>593</sup> haben, verwundert es letztlich auch nicht weiter, dass Ermächtigungen des Vorstandes, neues Kapital (mit Zustimmung des Aufsichtsrats, vgl. § 202 Abs. 3 S. 2 AktG) gegen Sacheinlagen ausgeben zu können (s. §§ 202 Abs. 1, Abs. 2 S. 1 AktG, jeweils iVm. § 205 Abs. 1 AktG), bei börsennotierten Unternehmen in der Praxis die Norm bilden.

Wenn aber derartige ‚allgemeine‘ Ermächtigungen gemäß den Ausführungen in Kapitel C.V.6, dort vor b), nicht nur ausreichend für die Umsetzung von *Scrip Dividends*,<sup>594</sup> sondern den unmittelbar vorstehenden Ausführungen nach auch durchaus üblich und dementsprechend weit verbreitet sind, folgt hieraus unweigerlich, dass wohl der weit überwiegende Teil der deutschen börsennotierten Kapitalgesellschaften in ermächtigungs-

---

591 S. M. Müller, *Genehmigtes Kapital*, S. 95.

592 Spezifisch zu dieser Stoßrichtung die Ausf. bei *Kossmann*, AG 2005, 9 ff.

593 IRd. Praxis der Unternehmensübernahmen bzw. -beteiligungen kommt dem genehmigten Kapital eine besondere Bedeutung zu. So ist der Einsatz eigener Aktien als Kaufwährung ein grundsätzlich für börsennotierte Kapitalgesellschaften sehr interessantes Instrument der Akquisitionsfinanzierung, schon eine derartige Gestaltung doch die Liquidität der Erwerbengesellschaft und bietet gleichsam den Vorteil, die Verkäufer als Aktionäre an diese zu binden. In diesem Bezugsrahmen gestattet es das genehmigte Kapital aufgrund seiner hohen Flexibilität, junge Aktien in einem schlanken Verfahren zu schaffen und dergestalt unternehmerische Chancen schnell zu ergreifen, s. e.g. BGH, Urt. v. 23.06.1997 – II ZR 132/93, NJW 1997, 2815 ff.; *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 202 Rn. 2; *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 202 Rn. 2; *Dürr*, in: Wachter, AktG, § 202 Rn. 2; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 202 Rn. 2; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 202 Rn. 2; *Wamser*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 202 Rn. 3. Eingehend zum Themenfeld „Aktien als Akquisitionswährung“ *Dietz*, Aktien als Akquisitionswährung; *Kossmann*, AG 2005, 9 ff.; *Reger/Wieneke*, GWR 2013, 195 ff.; *Strauß*, AG 2010, 192 ff.; *Wieneke*, NZG 2004, 61 ff.; *Krämer/Kiefner*, ZIP 2006, 301, 303.

594 Vgl. dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel C.V.6 mwN. in Fn. 552 und 553.

technischer Hinsicht für die Umsetzung einer Wahldividende in der von der *Telekom* gewählten rechtsarchitektonischen Strukturierungsvariante gerüstet sein dürfte.

Und auch wenn es einer ‚erweiterten Ermächtigung‘ iSd. § 203 Abs. 2 S. 1 AktG, die dem Vorstand die Kompetenz zur Entscheidung über einen etwaigen Bezugsrechtsausschluss iRd. Ausnutzung des genehmigten Kapitals einräumt, zur Umsetzung einer Scrip Dividend zwar freilich nicht bedarf,<sup>595</sup> ist die Praxis dem Vorstautierten nach iAR. auch diesbezüglich gewappnet. Sie hält sich dergestalt die interessante Gestaltungsmöglichkeit offen, eine Wahldividende zu offerieren, ohne hierbei an die starren (Preisfestsetzungs-)Bestimmungen des § 186 Abs. 2 AktG gebunden zu sein und die Gefahr von Spekulationen und Wertschwankungen innerhalb der Frist des § 186 Abs. 2 S. 2 AktG in Kauf nehmen zu müssen<sup>596</sup>.

dd) Zwischenfazit

Findet sich die dem Scrip Dividend ‚Modell *Telekom*‘ zugrunde liegende rechtstechnische Konstruktion hiernach also äußerst weit verbreitet, könnte man schließlich meinen, es existiere eine überaus hohe ‚Dunkelziffer‘ an mit dem Angebot einer Wahldividende ‚liebäugelnden‘ Unternehmen.

Dem *Treasury*-Instrument könnte man infolge mit Blick auf den Umstand, dass sich ausweislich der Ausführungen in Kapitel C.V.3-5 gar zahlreiche Unternehmen explizite<sup>597</sup> Ermächtigungen eingeholt haben, die die Implementierung des *Treasury*-Instruments avisieren, eine arrivierte Zukunft propagieren wollen.

---

595 Eindrücklich belegt dies bspw. die bereits mehrfach von der *Telekom* als Bezugsrechtsemission ausgestaltete Scrip Dividend, vgl. *Telekom*, Bezugsang. 2013, 2014, 2015, 2016 & 2017. S. in diesem Kontext ferner auch die Ausf. bei *Krämer/Sitter*, GP, Scrip Dividend; *Krause*, ZHR 2017, 641, 647 f.; o. V., WM 2015, 1647. Wohl ebenfalls im vorstehenden Sinne zu interpretieren: *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a.

596 S. in diesem Kontext auch die in Kapitel D.III.1.e)dd).

597 Zur kontextualen Bedeutung der Begrifflichkeit ‚explizit‘ s. schon die Ausf. in Fn. 438.

- c) Geringe Aussagekraft der ‚bloßen‘ Einholung von Satzungsermächtigungen sowie der Faktizität der weiteren Verbreitung von zur Implementierung von Scrip Dividends ausreichenden ‚allgemeinen‘ Satzungsermächtigungen

Allerdings vermag es doch zu verwundern, dass sich nach alledem zwar offensichtlich zahlreiche Gesellschaften mittels der Einholung entsprechender Satzungsermächtigungen für die Implementierung von Scrip Dividends gerüstet haben und dass darüber hinaus in Anbetracht der vorstehenden Ausführungen auch weitere Gesellschaften entsprechend vorbereitet sind, die tatsächliche Anzahl an Scrip Dividend-Offerten ausweislich der Ausführungen in Kapitel C.III, dort insbesondere unter d), aber stagniert.

Indessen sagt die Einholung von zur Umsetzung einer Scrip Dividend rüstenden Ermächtigungsbeschlüssen wenig bis nichts über die tatsächliche Affinität der betreffenden Unternehmen zur Implementierung des *Treasury*-Instruments in die eigene Ausschüttungspolitik aus. Vielmehr entspricht es schlicht dem guten Ton unter Vorständen sowie dem kapitalmarktlichen Usus, sich ‚gängige‘ Ermächtigungen einzuholen, um dergestalt einerseits einen möglichst breiten Handlungsspielraum vorzuhalten und dadurch unternehmerisch flexibel agieren zu können sowie andererseits dem Aktionariat zu suggerieren, dass das Unternehmen kapitalmarktrechtlich *up to date* ist.

Anstatt also aus den in Kapitel C.V.6.b) gefundenen Erkenntnissen, spricht der weiten Verbreitung der der *Forward*-Struktur ‚Modell Telekom‘ zugrundeliegende rechtstechnischen Konstruktion, auf eine hohe ‚Dunkelziffer‘ von mit der Scrip Dividend ‚liebäugelnden‘ Unternehmen zu schließen, liegt es hiernach, allem voran aber mit besonderem Blick auf die in Kapitel C.III.2.d) herausgearbeitete Faktizität der stagnierenden Anzahl bisheriger Scrip Dividend-Offerten seitens deutscher Gesellschaften, nahe, dass die Hemmschwelle von bloßen Vorbereitungshandlungen hin zu der tatsächlichen Implementierung der Gestaltung in die eigene Ausschüttungspolitik durchaus groß ist und infolge auch künftig nicht mit einer weitläufigen Verbreitung des *Treasury*-Instruments hierzulande zu rechnen ist.

## 7. Conclusio

Zusammenfassen lassen sich die in diesem Unterkapitel gewonnen Erkenntnisse nach alledem wie folgt: Zunächst einmal ist festzuhalten, dass jedenfalls 34 % der Unternehmen im SDax sowie 26 % derjenigen im MDax satzungstechnisch explizit<sup>598</sup> für das Angebot der neuartigen ‚Dividendenform‘ gerüstet sind. Und auch unter den *Blue Chips* liegt der Anteil ‚ausdrücklich‘<sup>599</sup> startklarere Gesellschaften ähnlich hoch, ließen doch bereits knapp 27 % der dort gelisteten Unternehmen ihre Hauptversammlung über Satzungsermächtigungen im vorstehenden Sinne abstimmen.<sup>600</sup>

Daneben ist zu konstatieren, dass die *Causae Ultrasonic, Telekom* und *E.ON* eindrucksvoll demonstrierten, dass sich von der Nichtexistenz entsprechender Satzungsermächtigungen nicht auf tatsächlich fehlende Affinität zu dem Dividendendeal schließen lässt. In diesem Bezugsrahmen zeigen die Darlegungen zur Verbreitung des hinter dem Scrip Dividend ‚Modell *Telekom*‘ (Schaffung der im Gegenzug für die Einbringung der (anteiligen<sup>601</sup>) Dividendenforderungen zu gewährenden Aktien iRe. Sachkapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital, § 202 Abs. 1 AktG iVm. § 205 AktG iVm. §§ 33 Abs. 3–5, 34 und 35 AktG) stehenden rechtlichen Konstrukts schließlich auf, dass in der Praxis letztlich eine Vielzahl von Unternehmen ermächtigungstechnisch für die Offerte einer Wahldividende gerüstet sein dürfte.

Indessen sagt letztbezeichnete Faktizität ebenso wie die davor thematisierte Einholung von zur Umsetzung einer Scrip Dividend rüstenden Ermächtigungsbeschlüssen wenig bis nichts über die tatsächliche Affinität entsprechender Unternehmen zur Implementierung des *Treasury*-Instruments in die eigene Ausschüttungspolitik aus.

Vielmehr entspricht es schlicht dem guten Ton unter Vorständen sowie dem kapitalmarktlichen Usus, durch Einholung sämtlicher ‚gängigen‘ Ermächtigungen einen möglichst breiten Handlungsspielraum vorzuhalten

---

598 Zur kontextualen Bedeutung der Begrifflichkeit ‚explizit‘ s. schon die Ausf. in Fn. 438.

599 Bzgl. der kontextualen Bedeutung der Begrifflichkeit ‚ausdrücklich‘ gelten die Ausf. in Fn. 438 sinngemäß.

600 Zählt man die *Telekom*, die in 2017 zum fünften Mal eine Scrip Dividend offerierte (s. hierzu die Nachw. bei Fn. 473), in deren Satzung das Gestaltungsinstrument aber keine dezidierte Erwähnung findet (s. in diesem Kontext die Ausf. in Fn. 548 sowie die dortigen Verw.), mit, liegt der Anteil ‚interessierter‘ Kapitalgesellschaften im Dax sogar bei exakt einem Drittel.

601 S. hierzu bereits die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.



und so die Möglichkeit unternehmerisch flexibler (Re-)Aktion zu gewährleisten, zumal dem Aktionariat dergestalt visualisiert zu werden vermag, dass das Unternehmen kapitalmarktrechtlich *up to date* ist.

Anstatt also aus den in Kapitel C.V.6.b) gefundenen Erkenntnissen, spricht der weiten Verbreitung der der *Forward*-Struktur ‚Modell Telekom‘ zugrundeliegende rechtstechnischen Konstruktion, auf eine hohe ‚Dunkelziffer‘ von mit der Scrip Dividend ‚liebäugelnden‘ Unternehmen zu schließen, liegt es hiernach, allem voran aber mit besonderem Blick auf die in Kapitel C.III.2.d) herausgearbeitete Faktizität der stagnierenden Anzahl bisheriger Scrip Dividend-Offerten seitens deutscher Gesellschaften, nahe, dass die Hemmschwelle von bloßen Vorbereitungshandlungen hin zu der tatsächlichen Implementierung der Gestaltung in die eigene Ausschüttungspolitik durchaus groß ist und infolge auch künftig nicht mit einer weitläufigen Verbreitung des *Treasury*-Instruments hierzulande zu rechnen ist.

#### VI. Studie des Deutschen Investor Relations Verband e.V. (DIRK)<sup>602</sup>

Damit fällt das bisherige Fazit zur perspektivischen Verbreitung von Scrip Dividends jedoch relativ vage aus. Weitere Erkenntnisse verspricht insofern allerdings eine vom *DIRK* in Kooperation mit dessen österreichischen<sup>603</sup> und schweizerischen<sup>604</sup> Pendanten erstellte Studie zum „Special Topic Scrip Dividends“.

Diesbezüglich werden nachfolgend zunächst die Untersuchungsergebnisse vorgestellt, die sodann in einem zweiten Schritt im Hinblick auf den erstrebten Erkenntnisgewinn fruchtbar gemacht werden.

---

602 Der *DIRK* ist der größte europäische Fachverband für die Verbindung von Unternehmen und Kapitalmärkten und repräsentiert rund 90 % des börsennotierten Kapitals in Deutschland, s. *DIRK*, Über uns.

603 Österreichisches Pendant zum *DIRK* ist der *Cercle Investor Relations Austria (CIRA)*.

604 Schweizerisches Pendant zum *DIRK* ist der 1992 als *Schweizerische Investor Relations Vereinigung (SIRV)* gegründete *IR club Schweiz*.

## 1. Untersuchungsergebnisse: Rechtstatsächliche Bedeutung von Scrip Dividends

Die im Zeitraum vom 20. Oktober bis 5. November 2014 unter den bei den verbandsangehörigen Unternehmen zuständigen Investor Relations (IR) Professionals durchgeführte Repräsentativumfrage eruierte neben der bisherigen Erfahrung der betreffenden Gesellschaften mit dem Gestaltungsinstrument v.a. Aspekte rund um das unternehmensseitige Interesse an der Umsetzung einer Wahldividende.<sup>605</sup>

### a) Bisherige Erfahrungen der Studienteilnehmer mit Scrip Dividends

Aus den Rückmeldungen<sup>606</sup> zur bisherigen Erfahrung der Befragten mit Scrip Dividends ergab sich hierbei folgendes Bild: Nur 3 % der deutschen Umfrageteilnehmer hatten ihrem Aktionariat in 2014 (2 %) oder in einem vorgehenden Jahr (1 %) eine Scrip Dividend angeboten.<sup>607</sup> Die umfragebeteiligten österreichischen Gesellschaften hatten bis dato nach eigenen Angaben noch gar keinen Gebrauch von dem *Treasury*-Instrument gemacht, während immerhin 4,2 % der befragten schweizerischen Vertreter angaben, ihr Unternehmen habe zwar nicht in 2014, aber in einem früheren Jahr eine Wahldividende angeboten.<sup>608</sup>

### b) Künftiges Interesse an dem *Treasury*-Instrument & *Drawbacks*

Erfragt wurde ferner auch das künftige Interesse an dem Dividendendeal. Hierbei gaben knapp über 70 % der zuständigen IR Professionals an, dass

---

<sup>605</sup> S. *DIRK*, Trend Indicator, 2.

<sup>606</sup> An der Repräsentativerhebung nahm ca. ein Drittel (= 101 von 306) der *DIRK*-Mitglieder teil, s. *DIRK*, Trend Indicator, 2. Darunter 12 Dax-Unternehmen (= 40 % aller im Dax gelisteten Unternehmen), 25 MDax-Unternehmen (= 50 % aller im MDax gelisteten Unternehmen), 7 TecDax-Unternehmen (= 23 % aller im TecDax gelisteten Unternehmen) und 18 SDax-Unternehmen (= 51 % aller im SDax gelisteten Unternehmen). Beim schweizerischen Ebenbild fiel die Teilnahmequote mit 34 % (= 24 von 62) geringfügig besser aus, während diejenige beim österreichischen Pendant mit nur 19 % (12 von 62) erheblich geringer ausfiel.

<sup>607</sup> S. *DIRK*, Trend Indicator, 25.

<sup>608</sup> S. *DIRK*, Trend Indicator, 25. Die erste österreichische Scrip Dividend schüttete nach eigenen Angaben *Porr* in 2016 aus, s. *Porr*, Scrip Dividend.

deren Gesellschaften auch in Zukunft nicht am Angebot dieser ‚Dividendenform‘ interessiert seien.

Unter den hierfür genannten Gründen lag die – wohl auch auf rechtlichen Unsicherheiten basierende – Komplexität der Transaktionsstruktur vorne.<sup>609</sup> Dahinter folgten auf Rang zwei und drei die Belastung (kleiner) privater Anleger mit Transaktionskosten durch deren Hausbanken sowie die rechtlichen Risiken beim Einbezug ausländischer bzw. sich im Ausland aufhaltender Anteilseigner.<sup>610</sup>

c) Zu erwartende Annahmquote als maßgebliches Entscheidungskriterium bzgl. der Implementierung von Scrip Dividends

Gleichsam ergab die Studie aber auch, dass als Kehrseite zu den knapp über 70 % der an der Umfrage teilnehmenden deutschen Gesellschaften, die angaben, grundsätzlich kein Interesse an Scrip Dividends zu haben, jedenfalls annähernd 30 % in maßgeblicher Abhängigkeit von der zu erwartenden Annahmquote<sup>611</sup> an der Implementierung einer entsprechenden Gestaltung interessiert sind, wobei die für dieses Interesse genannten Argumente die Bedeutung der in Kapitel B.III.2.d) und B.III.2.e) herausgearbeiteten Vorteile der Gestaltung nochmals zu bestätigen vermögen, fanden sich doch insofern zuvörderst die Vermeidung von Liquiditätsabflüssen qua Reduktion des Bardividendenanteils<sup>612</sup> sowie die Möglichkeit, dem Aktionariat ein Wahlrecht einräumen zu können, genannt<sup>613</sup>.

---

609 Die Komplexität der Transaktionsstruktur wurde von 38,6 % der Unternehmen als wesentlichstes Hindernis an der Durchführung einer Scrip Dividend erachtet, s. DIRK, Trend Indicator, 31.

610 S. DIRK, Trend Indicator, 32.

611 S. DIRK, Trend Indicator: 34: 4 % der Vertreter der teilnehmenden deutschen Gesellschaften gaben an, dass deren Gesellschaft bereits bei einer Annahmquote von 20 % an der Implementierung des *Treasury*-Instruments interessiert wäre. Für weitere 9,9 % wäre eine solche zwischen 20 und 40 % ausreichend, während ‚nur‘ 11,9 % eine Mindestannahmquote zwischen 40 und 60 % bzw. 4 % eine mindestens 60 %-ige Akzeptanzrate präsupponierten.

612 S. DIRK, Trend Indicator, 27: So erachteten 56,4 % der Studienteilnehmer diesen Aspekt als wesentlichsten Vorteil einer Scrip Dividend. Zur Validität dieses Arguments s. schon die Ausf. und Verw. bei Fn. 25.

613 S. DIRK, Trend Indicator, 27: Immerhin 40,6 % der Studienteilnehmer sahen darin einen der wesentlichsten Vorteile der Umsetzung einer Wahldividende.

Was die Abhängigkeit des Interesses der Implementierung von Scrip Dividends dieser 30 % der an der Studie teilnehmenden deutschen Gesellschaften von der (voraussichtlichen) Akzeptanzrate betrifft, so brachte die Umfrage hervor, dass knapp 50 % dieser eine Annahmquote von 40 % oder weniger für zulänglich erachten,<sup>614</sup> während für ca. weitere 40 % eine Mindestannahmquote zwischen 40 und 60 % unabdingbar ist, sowie schließlich gar 13,4 % das Erfordernis einer solchen von mehr als 60 % statuieren.<sup>615</sup>

#### d) Haltung des Aktionariats zu Wahldividenden

Darüber hinausgehend förderte die Studie zutage, dass immerhin bereits 9 der 101 teilnehmenden deutschen Gesellschaften die Möglichkeit der Einführung einer Wahldividende mit ihrem Aktionariat diskutiert hatten.<sup>616</sup> Bezieht man sich auf die Resultate dieser Besprechungen ist v.a. die große Affinität institutioneller Investoren hervorzuheben: 44,4 % dieser Gruppe sprachen sich eindeutig für die Implementierung von Scrip Dividends aus, wohingegen nur 11 % eine solche Gestaltung ablehnten.<sup>617</sup> Unter den privaten Aktionären dominierte hingegen mit knapp 78 % eindeutig die Anzahl derjenigen, die sich bislang keine Meinung gebildet hatten; nur rund 11 % dieser Gruppe befürworteten die Umsetzung einer Wahldividende ausdrücklich, wobei auch nur ein ebenso geringer Teil dagegen votierte.<sup>618</sup>

## 2. Interpretation der Ergebnisse der Repräsentativumfrage des DIRK

Für die Interpretation der vorgestellten Daten bzw. die Extraktion von Erkenntnissen im Hinblick auf die perspektivische Verbreitung des Gestaltungsinstrumentes am deutschen Kapitalmarkt hieraus ist zunächst von zentraler Bedeutung, dass die Repräsentativerhebung aus 2014 stammt.

---

614 Darunter 13,4 %, die sogar eine Mindestannahmquote von weniger als 20 % als zulänglich erachteten, während 33,2 % eine solche zwischen 20 und 40 % statuierten.

615 S. zum Ganzen DIRK, Trend Indicator, 35.

616 S. DIRK, Trend Indicator, 37.

617 S. DIRK, Trend Indicator, 38; Die übrigen 44,4 % waren unentschieden bzw. neutral.

618 S. DIRK, Trend Indicator, 38.

Während nämlich zum damaligen Zeitpunkt (wiederum bezogen auf den deutschen Kapitalmarkt) überhaupt nur neun Gesellschaften iRv. insgesamt elf Scrip Dividend-Offerten Erfahrung mit dem Gestaltungsinstrument gesammelt hatten,<sup>619</sup> war bis einschließlich der Hauptversammlungssaison 2019 bereits von 21 Unternehmen insgesamt 47 Mal eine Wahldividende offeriert worden. Überdies haben sich, wie die Erhebung in Kapitel C.IV.3 (s. dort Abbildung 4) vor Augen führt und die Ausführungen in Kapitel C.IV.4 und 5 sowie diejenigen in C.V erhellen, seither zahlreiche Unternehmen prophylaktische Hauptversammlungsbeschlüsse eingeholt, die ‚explizit‘<sup>620</sup> auf die Durchführung des Dividendendeals vorbereiten.

So implizieren diese Faktizitäten, dass die Affinität zu dem *Treasury*-Instrument zwischenzeitlich gestiegen ist, dass mithin zu erwarten ist, dass eine aktuelle Umfrage vermutlich ein breiteres Interesse an Scrip Dividends zu attestieren vermöchte, als die vom *DIRK* durchgeführte Repräsentativumfrage dies tut.

Jedoch ist letztere damit nicht schlicht als obsolet abzutun, verspricht sie doch zumindest in anderer Hinsicht aufschlussreiche Erkenntnisse, nämlich insoweit, als sie eröffnet, dass die voraussichtliche Höhe der Akzeptanzrate idR. über die Implementierung des *Treasury*-Instruments entscheidet<sup>621</sup>.

So sich diesbezüglich nämlich das große Interesse, das die Repräsentativumfrage institutionellen Investoren attestiert,<sup>622</sup> auch in der Praxis zeigt<sup>623</sup> und die die Erzielung substantieller Annahmequoten ausweislich der Erhebung in Kapitel C.III.1 sowie den Darlegungen in Kapitel C.III.2.c) der praktischen Realität entspricht, lässt sich hieraus folgern, dass die seitens der Studienteilnehmer statuierten Mindestannahmequoten häufig erreicht werden dürften und infolge zu erwarten ist, dass Scrip Dividends künftig weitere Verbreitung finden werden, als dies bisher der Fall ist.<sup>624</sup>

---

619 S. dazu schon in Kapitel A.IV.1 mwN. in Fn. 60.

620 Zur kontextualen Bedeutung der Begrifflichkeit ‚explizit‘ s. schon die Ausf. in Fn. 438.

621 Vgl. hierzu die Ausf. in Kapitel C.VI.1.c).

622 Vgl. dazu die Ausf. in Kapitel C.VI.1.d).

623 S. in diesem Kontext auch die exemplarischen Ausf. zu den jeweiligen Annahmequoten der KfW iRd. Scrip Dividend-Offerten der *Telekom* in den Jahren 2013–2017 in Kapitel C.VII.2.c).

624 IdS. auch *Bünder*, FAZ, *Telekom*; *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3, 5; *Messemer*, BZ 194/2014, 10; *Nitsche*, Fin.-Mag., Scrip Dividend; *Parrandier/Schäfer*, Update B&F, Aktiendiv., 10,11; *Schwendemann*, AG 2015, R40, R41; *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8, R9. S. ferner auch die nachfolgenden Ausf. in Kapitel C.VII.3.

Gleichzeitig vermag der Umstand, dass 70 % der zuständigen IR Professionals angaben, dass deren Gesellschaften auch künftig nicht am Angebot einer Wahldividende interessiert seien, den Rahmen aber auch dahingehend abzustecken, dass eine allzu weite Verbreitung des *Treasury*-Instruments ebenfalls nicht stattfinden dürfte.

## VII. Würdigung der rechtstatsächlichen Bedeutung von Scrip Dividends & Ausblick unter Berücksichtigung von Bedenken gegenüber deren Einsatz

### 1. Zusammenfassung der ermittelten Rechtstatsachen

#### a) Geringe Verbreitung der Scrip Dividend am deutschen Kapitalmarkt

Resümierend ist nach alledem in Bezug auf die in diesem Kapitel ermittelten Rechtstatsachen zur Scrip Dividend primär festzuhalten, dass sich die vielfach propagierte Vorteilhaftigkeit des Dividendendeals für Gesellschaft wie auch Aktionariat ausweislich der Erhebung in Kapitel C.III.1 (jedenfalls bislang) nicht in einer üppigen, sondern vielmehr einer auf niedrigem Niveau stagnierenden (2014, 2015, 2017 und 2019 trugen jeweils stets – wenn auch freilich in wechselhafter Zusammensetzung – 7 deutsche Unternehmen ihrem Aktionariat den Dividendendeal – an, während 6 solcher Offerten in 2016 sowie 9 in 2018 demgegenüber die Ausnahmen bilden) Anzahl von Scrip Dividend-Offerten seitens deutscher Gesellschaften widerspiegelt.

#### b) Deutliche Präferenz für die *Forward*-Struktur ‚Modell Telekom‘

Ferner ist im Hinblick auf die Beliebtheit des *Treasury*-Instruments zwingend zwischen den verschiedenen rechtsarchitektonischen Strukturierungsvarianten, die unter dem Terminus technicus Scrip Dividend zusammengefasst werden, zu unterscheiden.

So entschieden sich bislang nur zwei von 21 deutschen Gesellschaften jeweils einmalig für die Konzeptualisierung der Wahldividende als *Forward*-Struktur unter Rückgriff auf eine ordentliche Kapitalerhöhung gemäß §§ 182 ff. AktG.

Ebenso kommt der als *Reverse*-Struktur bezeichneten Konzeptualisierungsvariante kaum Bedeutung zu, wählte doch bislang überhaupt nur ein

Unternehmen diese Spielart und waren insgesamt nur zwei der 47 bislang am deutschen Kapitalmarkt offerierten Scrip Dividends dergestalt strukturiert.

Und auch die *Forward*-Struktur ‚Modell E.ON‘ genießt in praktischer Hinsicht lediglich marginale Bedeutung: Überhaupt nur vier der 21 deutschen Unternehmen, die Scrip Dividends auflegten, wählten diese rechtsarchitektonische Struktur.<sup>625</sup> Unter den bislang 47 von deutschen Kapitalgesellschaften angebotenen Wahldividenden waren nur acht, also überschlagen nur eine jede sechste, so ausgestaltet.

Schließlich griff die weit überwiegende Anzahl an Unternehmen zum Scrip Dividend ‚Modell Telekom‘. Dergestalt fanden sich 36 der 47 seitens deutscher Gesellschaften aufgelegten Wahldividendenofferten dergestalt strukturiert, dass die als Rekompens für die Einbringung der Dividendenansprüche zu gewährenden Aktien iRe. Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital, vgl. §§ 202 ff. AktG, geschaffen wurden.

- c) Implikationen der Erhebungen zur Verbreitung von rüstenden Vorratsbeschlüssen/Satzungsermächtigungen sowie des Ausreichens ‚allgemeiner‘ Satzungsermächtigungen & deren weiter Verbreitung

Daneben lassen die in Kapitel C.IV und C.V gewonnen Erkenntnisse unabhängig von der gewählten rechtstechnischen Strukturierungsvariante jedenfalls prima facie auf eine zu erwartende weitere Verbreitung der Scrip Dividend als Baustein im Kapitalmarktauftritt bzw. in der Dividendenstrategie großer deutscher Kapitalgesellschaften schließen.

Insofern scheint nämlich unter deutschen Gesellschaften jedenfalls grundsätzlich Interesse am Angebot einer Wahldividende vorhanden zu sein, haben sich doch in der jüngeren Vergangenheit ausweislich der Erhebungen in Kapitel C.IV und C.V zahlreiche Unternehmen durch Einholung entsprechender Satzungsermächtigungen für das Angebot des Dividendendeals bereit gemacht,<sup>626</sup> wobei ausweislich der Analysen in Kapitel C.V.6.b) ohnehin ein weit überwiegender Teil an Gesellschaften ‚allgemeiner‘ Satzungsermächtigungen vorhalten dürfte, die zur Implementierung einer Scrip Dividend herangezogen werden könnten.

---

625 Zu potenziellen Gründen für die marginale Bedeutung dieser Spielart s. die Ausf. in Kapitel D.III.1.g).

626 Vgl. die Ausf. oben in Kapitel C.V.

Indessen sagen diese Faktizitäten, sowie die Schaffung eines genehmigten Kapitals nichts über dessen Inanspruchnahme aussagt, wenig bis nichts über die tatsächliche Affinität der betreffenden Unternehmen zur Implementierung des *Treasury*-Instruments in die eigene Ausschüttungspolitik aus.

Vielmehr entspricht es schlicht dem guten Ton unter Vorständen sowie dem kapitalmarktlichen Usus, sich ‚gängige‘ Ermächtigungen einzuholen, um dergestalt einerseits einen möglichst breiten Handlungsspielraum vorzuhalten und dadurch unternehmerisch flexibel agieren zu können sowie andererseits dem Aktionariat zu suggerieren, dass das Unternehmen kapitalmarktrechtlich *up to date* ist.

Anstatt also aus den in Kapitel C.V.6.b) gefundenen Erkenntnissen, sprich der weiten Verbreitung der der *Forward*-Struktur ‚Modell *Telekom*‘ zugrundeliegende rechtstechnischen Konstruktion, auf eine hohe ‚Dunkelziffer‘ von mit der Scrip Dividend ‚liebäugelnden‘ Unternehmen zu schließen, liegt es hiernach, allem voran aber mit besonderem Blick auf die in Kapitel C.III.2.d) herausgearbeitete Faktizität der stagnierenden Anzahl bisheriger Scrip Dividend-Offerten seitens deutscher Gesellschaften, nahe, dass die Hemmschwelle von bloßen Vorbereitungshandlungen hin zu der tatsächlichen Implementierung der Gestaltung in die eigene Ausschüttungspolitik durchaus groß ist und infolge auch künftig nicht mit einer weitläufigen Verbreitung des *Treasury*-Instruments hierzulande zu rechnen ist.

Mit Blick darauf, dass das Angebot einer Scrip Dividend ausweislich der Ausführungen in Kapitel A.III zahlreiche Vorteile für alle Beteiligten, sprich für Gesellschaft wie Aktionariat, mit sich bringt, könnte man *prima vista* meinen, dieser Befund sei dazu geeignet, bloßes Unverständnis her vorzurufen.

## 2. Bedenken gegenüber dem Einsatz von Scrip Dividends

Während insofern jedoch Sympathisanten der Scrip Dividend häufig unter Fokussierung des – je nach Strukturierungsvariante und Ausgangssituation nur bedingt validen<sup>627</sup> – Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsargu-

---

627 S. dazu die nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.g), die gemäß denjenigen in Kapitel D.III.2.b) auf die in Kapitel D.III.2 thematisierte Gestaltungsvariante übertragbar sind. S. ferner auch die obigen Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)kkk) und D.III.4.c), für die selbiges gilt.



ments<sup>628</sup> sowie der im Hinblick auf die Befriedigung divergierender bzw. konträrer Ausschüttungspräferenzen gewonnenen Flexibilität allein auf Vorteilhaftigkeit des *Treasury*-Instruments abstellen<sup>629</sup> und diesem infolge eine arrivierte Zukunft propagieren,<sup>630</sup> differieren die Expertenmeinungen um den vermöge juristischer Kniffe arrangierten Dividendendeal durchaus.

- a) Scrip Dividends als „Verschleierungstaktik“<sup>631</sup> – eine angenehme Alternative zum Aufschieb harter Allokationsentscheidungen

So interpretiert *Mahtani* dasjenige, was sich Fürsprechern als die Verknüpfung der gegenläufigen Ziele Dividendenkontinuität<sup>632</sup> und Liquiditätserhalt präsentiert, als eine für das Aktionariat höchst bedenkliche „Verschleierungstaktik“. <sup>633</sup> Er legt dar, dass Scrip Dividends eine für Unternehmen in Liquiditätsnöten angenehme und bequeme Alternative zur Aufnahme von Kapital am Aktien- oder Rentenmarkt bzw. zum Zusammenstreichen der Dividende zu bilden vermögen,<sup>634</sup> die es manchen Unternehmenslenkern erlaubt, „harte Allokationsentscheidungen, von denen die Zukunft des Unternehmens abhängt, auf die lange Bank zu schieben, während diese Komplexität Zeit und Geld frisst.“<sup>635</sup> Schließlich resümiert er, das *Treasury*-Instrument sei „Bestenfalls ein sinnloses Ablenkungsmanöver, schlimmstenfalls eine gefährliche Täuschung.“<sup>636</sup>

Seine These unterfüttert er schließlich mit verschiedenlichem Datenmaterial. So belegt er seinen Befund zunächst anhand der großen europä-

---

628 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Verw. in Fn. 25.

629 Zur diesbezüglichen Notwendigkeit, das vielfach propagierte Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsargument kritisch zu hinterfragen, s. schon die Ausf. und Verw. bei Fn. 25.

630 S. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 71.

631 So e.g. *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8 ff.

632 Zur ‚überragenden‘ Bedeutung des Prinzips der Dividendenkontinuität iRd. Ausschüttungspolitik deutscher Kapitalgesellschaften s. die obigen Ausf. in Kapitel B.III.1.e), B.III.1.f) sowie B.III.2.b).

633 S. zum Ganzen bei *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10. IdS. auch *Maharg-Bravo*, Off Scrip: „*But it is hard to see these [extra shares] as anything other than illusion.*“.

634 S. hierzu bereits die obigen Ausf. und Verw. in Fn. 30.

635 *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10.

636 *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10.

ischen Erdölkonzerne<sup>637</sup>, die ausweislich seiner Recherchen im Jahr 2014 gut 40 Mrd. USD und zwei Jahre später, trotz zwischenzeitlicher Halbierung des Ölpreises sowie ob der wohl infolgedessen um rund ein Drittel gesunkenen operativen *Cashflows*, noch immer ca. 36 Mrd. USD an Dividende ausschütteten und sich hierbei ganz offensichtlich der Hilfe von Scrip Dividends bedienten, deren Volumen in selbigem Zeitraum von rund 4 Mrd. USD auf ca. 10 Mrd. USD stieg und dergestalt den (effektiven) Rückgang der Bardividenden um ca. 30 % kaschierte.<sup>638</sup>

Ferner greift *Mahtani* exemplarisch den Kasus *Shell* heraus. Er zeigt auf, dass sich die von der Gesellschaft unter Rückgriff auf Scrip Dividends offerierte Dividende in drei der zwischen 2010 und 2016 vergangenen Jahre nicht durch einen entsprechenden *Free Cashflow*<sup>639</sup> gedeckt fand. Ausweislich seiner Analysen wäre ein utopischer Anstieg des Ölpreises erforderlich, damit am Ende eine schwarze Null steht.

Infolge liegt freilich die von ihm aufgeworfene Frage nahe, ob die Unternehmung statt der Implementierung von Scrip Dividends nicht besser den Rotstift angesetzt und ernsthaft hinterfragt hätte, ob die geplanten Investitionen sowie das Dividendenniveau sinnvoll bzw. nachhaltig sind.<sup>640</sup>

Schließlich unterfüttert *Mahtani* seine These, dass Scrip Dividends nur ein Spiel auf Zeit und „[...] in der Regel immer Vorbote einer Dividendenkürzung“<sup>641</sup> seien, auch mit Datenmaterial einer Auswertung des STOXX 600. So musste ausweislich seiner Analysen ein Fünftel – und damit doppelte so viele Unternehmen wie im gesamten Index – aller STOXX 600-Unternehmen, die 2014 diese Dividendenform angeboten hatten, im Folgejahr die Dividende kürzen.<sup>642</sup> Über einen längeren Zeitraum betrachtet mussten, wie *Mahtani* eruiert, sogar 40 % aller Unternehmen, die 2012 eine Scrip Dividend angeboten hatten, in den darauffolgenden drei Jahren die Dividende kürzen.<sup>643</sup>

So *Mahtani* allerdings mittels seiner Ausführungen durchaus wunde Punkte um das *Treasury*-Instrument anspricht, vermag seine hieraus gezogene Schlussfolgerung dennoch nicht vollends zu überzeugen.

---

637 Zur Affinität von Öriesen zum Einsatz von Scrip Dividends s. bereits die obigen Ausf. und Nachw. in den Fn. 79 und 80.

638 S. *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8. IdS. auch *Maharg-Bravo*, Off Scrip.

639 S. hierzu bereits die obigen Darlegungen in Fn. 275.

640 S. *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 9.

641 *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10.

642 S. *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10.

643 S. *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10.

Vielmehr liegt darin schon allein in Anbetracht dessen, dass mit Blick auf seine STOXX 600-Analysen immerhin noch 80 % (bzw. 60 %) an Unternehmen verbleiben, bei denen auf den Einsatz von Scrip Dividends hin keine Dividendenkürzung folgte, eine unzulässige Verallgemeinerung.

Und auch mit Blick auf den deutschen Kapitalmarkt finden sich zahlreiche Gegenbeispiele. Insofern sind, diametral zu *Mahtanis* Befund, insbesondere mit Blick auf diejenigen Wiederholungsanbieter<sup>644</sup>, die Scrip Dividends bisher in drei oder mehr Jahren anboten, sogar überwiegend deutliche Dividendensteigerungen zu beobachten.

So erhöhte die *Capital Stage* (nunmehr *Encavis AG*), die die Wahldividende 2019 schon zum sechsten Mal anbot, die Dividende seit 2014 kontinuierlich von 0,10 € auf 0,24 €. <sup>645</sup> Und die *M&M*, die seit 2015 fortdauernd Scrip Dividends einsetzt und es bisher auf fünf Offerten schafft, verdreifachte ihre Dividende im entsprechenden Zeitraum sogar von 0,20 € auf 0,65 €. <sup>646</sup>

Den Kasus *Telekom* betreffend ist zu statuieren, dass die Gesellschaft die Dividende zwar im auf das erstmalige Anerbieten des Dividendenwahlrechts folgenden Jahr von 0,70 € auf 0,50 € kürzte. <sup>647</sup> Die hierauf folgende Entwicklung jedoch vermag *Mahtanis* Befund ebenfalls zu widersprechen. Dies einerseits dergestalt, dass die *Telekom* die Dividende seit 2015 jährlich um 5 Cent erhöhte <sup>648</sup> und im Jahr 2019 das ‚ursprüngliche‘ Dividendenniveau von 0,70 € erreichte. Insbesondere aber insofern, als bei der *Telekom* nach 2017 kein Gebrauch mehr von dem *Treasury*-Instrument gemacht wurde, mit Blick auf *Mahtanis* Befund sowie unter besonderer Berücksichtigung der von der *Telekom* erzielten beachtlichen Annahmepquoten (zuletzt 48,5 % in 2017<sup>649</sup>) also gerade keine weitere Steigerung der Dividende, sondern ganz im Gegenteil, eine Finanzierungslücke sowie ein hieraus resultierender, drastischer, Dividendschnitt zu erwarten gewesen wäre.

Abseits dessen erhöhten auch *Lufthansa* und *Vonovia*, die das *Treasury*-Instrument bislang jeweils dreimalig zum Einsatz brachten, ihre Dividenden gehörig. Erstgenannte bot das Dividendenwahlrecht in den Jahren 2016–2018 an und steigerte die Dividende dabei nicht nur von 2017 auf

---

644 S. dazu schon die obigen Ausf. in Kapitel C.III.2.b).

645 S. *Capital Stage*, Dividendenbekanntm. 2014, 2015, 2016 & 2017 sowie *Encavis*, Dividendenbekanntm. 2017 & 2018.

646 S. *M&M*, Festlegung BV 2015, 2016, 2017, 2018 & 2019.

647 S. *Telekom*, Dividendenbekanntm. 2013 & 2014.

648 S. *Telekom*, Dividendenbekanntm. 2015, 2016, 2017, 2018 & 2019.

649 S. *Telekom*, Annahmepquote 2017.

2018 von 0,50 € auf 0,80 €, <sup>650</sup> sondern hielt das gesteigerte Dividendenniveau in 2019 auch ohne Einsatz der Wahldividende, <sup>651</sup> obwohl insofern mit Blick auf *Mahtanis* Befund wiederum eine Finanzierungslücke sowie eine hieraus resultierende Dividendenkürzung zu erwarten gewesen wäre. Die *Vonovia*, die das *Treasury*-Instrument seit 2017 fortlaufend nutzt, steigerte ihre Dividende seither immerhin von 1,12 € auf 1,44 €. <sup>652</sup>

Betreffend *E.ON* zeichnet sich wiederum, ähnlich dem Kasus *Telekom*, ein widersprüchliches Bild. Die Gesellschaft bot das Dividendenwahlrecht in 2014 das erste von drei Malen an, woraufhin die Dividende im Folgejahr trotz erneuten Angebots einer Scrip Dividend von 0,60 € auf 0,50 € fiel, sodass sich *Mahtanis* Befund bestätigt findet. <sup>653</sup> In 2016 blieb die Dividende dann allerdings ob dessen, dass das *Treasury*-Instrument in diesem Jahr nicht zum Einsatz kam, *Mahtanis* Befund unter Fokussierung der nicht unerheblichen Annahmequote von immerhin 37,3 % im Vorjahr also eine Finanzierungslücke mit hieraus resultierender Dividendenkürzung erwarten hätte lassen, bei 0,50 € konstant. <sup>654</sup> Zum dritten Mal kam das *Treasury*-Instrument sodann nach einer einjährigen Pause in 2017 bei einer Dividende von 0,21 € <sup>655</sup> zum Einsatz, woraufhin Dividendensteigerungen auf 0,30 € in 2018 <sup>656</sup> bzw. auf 0,43 € in 2019 <sup>657</sup> – und zwar ohne, und insofern erneut in Widerspruch zu dem, was *Mahtanis* Befund erwarten ließe, dass das Gestaltungsinstrument erneut zum Einsatz gekommen wäre – folgten.

Schließlich waren bei der *Deutsche Wohnen SE* <sup>658</sup>, der *DIC Asset AG* <sup>659</sup>, der *Patrizia Immobilien AG* <sup>660</sup>, und der *W&W AG* <sup>661</sup> (ebenfalls) Dividendensteigerungen zu beobachten, nachdem Scrip Dividends zum Einsatz gekommen waren; bei letzteren beiden Unternehmen wiederum ob der Abkehr von dem Gestaltungsinstrument.

---

650 S. *Lufthansa*, Dividendenbekannt. 2016, 2017 & 2018.

651 S. *Lufthansa*, Dividendenbekannt. 2019.

652 S. *Vonovia*, Dividendenbekanntm. 2017, 2018 & 2019.

653 S. *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2014 & 2015.

654 S. *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2016.

655 S. *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2017.

656 S. *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2018.

657 S. *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2019.

658 S. *Deutsche Wohnen*, Dividendenbekanntm. 2018 & 2019.

659 S. *DIC*, Dividendenbekanntm. 2018 & 2019.

660 S. *PATRIZIA*, Dividendenbekanntm. 2018 & 2019.

661 S. *W&W*, Dividendenbekanntm. 2014 & 2015.

Andererseits ist es freilich richtig, dass sich bezogen auf den deutschen Kapitalmarkt auch einige Fälle, wie derjenige der *Deutsche Rohstoff AG*, der *H&R GmbH & Co KGaA*, der *publity AG*, der *Softing AG*, sowie der *UmweltBank AG* finden, in denen dem Einsatz von Scrip Dividends Dividendenkürzungen oder -streichungen nachfolgten.

Zusammenfassend soll insofern aber auch gar nicht in Abrede gestellt werden, dass Scrip Dividends ein Vehikel sind, dass es Unternehmenslenkern erlaubt, renditehungrige Investoren mit Ausschüttungen in langfristige nicht durchzuhaltender Höhe zufriedenzustellen sowie harte Allokationsentscheidungen auf die lange Bank zu schieben, während diese Komplexität Zeit und – mit Blick auf die Kostenintensivität<sup>662</sup> der Implementierung der Gestaltung viel – Geld frisst. Vielmehr vermag allein die ‚pauchalisierende Verteufelung‘ der Scrip Dividend, die *Mahtani* mit seinem abschließenden Satz „Bestenfalls ein sinnloses Ablenkungsmanöver, schlimmstenfalls eine gefährliche Täuschung“<sup>663</sup> vorzunehmen scheint, nicht zu überzeugen.

Abschließend ist nach alledem aber jedenfalls festzuhalten, dass Aktionäre in jedem Fall genau hinsehen sollten, ob der Gesellschaft sinnvolle und nachhaltige Investitionsmöglichkeiten für die Mittel, die sie durch die Gestaltung einzubehalten versucht, zur Verfügung stehen.

#### b) Probleme kollektiven Handelns: Rationale Apathie & Trittbrettfahreneffekte

Allerdings ist dieser Ratschlag einfacher erteilt als befolgt, stehen einer informierten Aktionärsentscheidung doch stets dergestalt, dass der einzelne Aktionär die hohen Kosten, die zum Zwecke einer nachhaltigen Beurteilung der Sinnhaftigkeit der Mittelbelassung aufzuwenden wären, selbst bzw. alleine tragen müsste, jedoch nur entsprechend seinem Anteil an der Gesellschaft – und damit meist nur in vergleichsweise geringem Umfang – von den daraus resultierenden Vorteilen profitieren würde,<sup>664</sup> die üblichen Probleme kollektiven Handelns (namentlich rationale Apathie und Trittbrettfahreneffekte) entgegen.<sup>665</sup>

---

662 S. hierzu die eingehenden Analysen in Kapitel C.III.2.a).

663 *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10.

664 Vgl. hierzu im Kontext des *Monitoring: Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 96.

665 Vgl. auch *Goshen*, YLJ 104 (1995), 881, 901; *Schütte*, Dividendenentscheidung, S. 172; *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 483.

Anzunehmen, diese Probleme würden allein dadurch überwunden, dass jedem Anteilseigner eine Entscheidung abverlangt wird, wäre insofern jedenfalls völlig übereuphorisierend. Die Implementierung von Scrip Dividends ohne Festlegung einer Grundregel für den Fall der Passivität des Aktionärs ist aus praktischen Gesichtspunkten schon kaum möglich. Überdies wäre es auch wenig sinnvoll, dem einzelnen Anteilseigner eine Entscheidung aufzuerlegen, deren Nutzen ihre Kosten nicht übersteigt.<sup>666</sup> So nämlich der Nutzenvorteil der besseren Handlungsalternative gegenüber der schlechteren nicht die Entscheidungsfindungskosten überkompensiert, würde jeder rational handelnde Anteilseigner auf die Beschaffung der Information verzichten und es bei der Geltung der ‚Default-Option‘ belassen. Zumal eine rationale Entscheidung ohnehin infolge des Umstands, dass der Aktionär das Kosten-Nutzen-Kalkül erst dann zu beurteilen vermag, wenn er auch die zur Beurteilung der Frage nach der nützlicheren Entscheidung relevanten Größen kennt, vollständig vereitelt wird.<sup>667</sup>

c) Fehlender Bezug der kumulierten einbehaltenen Mittel zu den Investitionsmöglichkeiten der Gesellschaft & Gefangenen-Dilemma

Verunmöglicht wird eine entsprechend rationale Entscheidung des einzelnen Aktionärs aber letztlich auch insofern, als dass dieser iRe. Scrip Dividend-Offerte zwar die Möglichkeit erhält, eine an seinen individuellen Ausschüttungspräferenzen orientierte Entscheidung zu treffen, ihm diese jedoch naturgemäß – infolge deren Abhängigkeit von der Wahlrechtsausübung durch sämtliche Aktionäre – in Unkenntnis der Summe der kumulierten einbehaltenen Mittel (idR.) abverlangt wird.<sup>668</sup> Infolge vermag der jeweilige Aktionär ex ante auch nicht festzustellen, ob die Summe der kumulierten einbehaltenen Mittel Bezug zu den Investitionsmöglichkeiten der Gesellschaft aufweist.<sup>669</sup> Dementsprechend ist schlimmstenfalls, so die einbehaltenen Mittel nicht zur Finanzierung des bzw. der avisierten Investitionsprojekte ausreichen und der Gesellschaft keine weiteren Kanäle zur Kapitalbeschaffung offen stehen, diejenige Konstellation denkbar, dass kei-

---

666 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 492.

667 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 492 f.

668 Vgl. e.g. *Ries*, in: *Schlitt/Grunewald*, KapMR, S. 54; *Schlitt/Kreyenborg*, AG 2018, 685, 687= *dies.*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, § 28 Rn. 10.

669 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 493 f.

nerlei sinnvolle Verwendungsmöglichkeit für die einbehaltenen Mittel besteht.<sup>670</sup>

Damit geht es im Kern erneut um Probleme kollektiven Handelns, die sich nicht zuletzt als Gefangenendilemma auswirken können.<sup>671</sup> Dies dergestalt, als dass die Gefahr besteht, dass jeder einzelne Aktionär aus Verlustaversion heraus bzw. in der Angst, die anderen Anteilseigner würden irrational handeln, wären unvollständig informiert oder schlicht nicht dazu in der Lage, die optimale Strategie zu ermitteln, rational irrational entgegen der etwa für das Kollektiv vorteilhaften Mittelthesaurierung zugunsten der Ausschüttung optiert, weil diejenigen Anteilseigner, die sich dazu entscheiden, der Gesellschaft die entsprechenden Mittel zu belassen, dann am schlechtesten dastünden, wenn sich Einzelne gegen die Thesaurierung entschieden.<sup>672</sup>

Zur Auflösung dieses Debakels schlägt *Goshen* zwar vor, es den Aktionären zu erlauben, ihre Thesaurierungsentscheidung unter die Bedingung eines individuell festlegbaren Mindestthesaurierungsvolumens zu stellen.<sup>673</sup> Allerdings bestehen gegen ein solches Vorgehen nicht nur mit Blick auf den hiermit verbundenen Verwaltungsaufwand erhebliche Praktikabilitätszweifel, vielmehr dürfte sich auch die praktische Vermittelbarkeit einer derartigen Regelung überaus problematisch darstellen.<sup>674</sup>

Denkbar scheint hingegen, dass die Gesellschaft im Vorfeld der Implementierung des *Treasury*-Instrumentes in Gesprächen mit Großaktionären abstimmt, inwiefern diese zur Thesaurierung von Mitteln geneigt sind.<sup>675</sup> Besonders eingängig lässt sich insofern am Exempel der *Telekom* illustrieren, welche entscheidende Rolle Schlüsselaktionäre iRd. Gestaltung und Durchführung einer Wahldividendenofferte spielen können. So lag die Annahmquote der *Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)*,<sup>676</sup> die an der *Telekom* Stand 31. Dezember 2018 mit immerhin 17,4 % beteiligt war,<sup>677</sup> doch

---

670 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 492 f.

671 Vgl. auch *Goshen*, YLJ 104 (1995), 881, 922 ff.. Ebenso: *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 494.

672 Vgl. auch *Goshen*, YLJ 104 (1995), 881, 924. Ebenso: *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 494.

673 Vgl. auch *Goshen*, YLJ 104 (1995), 881, 924 f.

674 In letzterem Sinne auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 494.

675 IdS. wohl auch v. *Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2: „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.“

676 S. *KfW*, Annahmquote 2013, 2014, 2015, 2016 & 2017.

677 S. *Telekom*, Geschäftsber. 2018, S. 21.

– wie die nachfolgende Grafik eingängig aufzeigt – in nahezu sämtlichen Jahren, in denen die Gesellschaft eine Scrip Dividend anbot, über der durchschnittlichen, auf das gesamte Aktionariat bezogenen, Annahmequote.

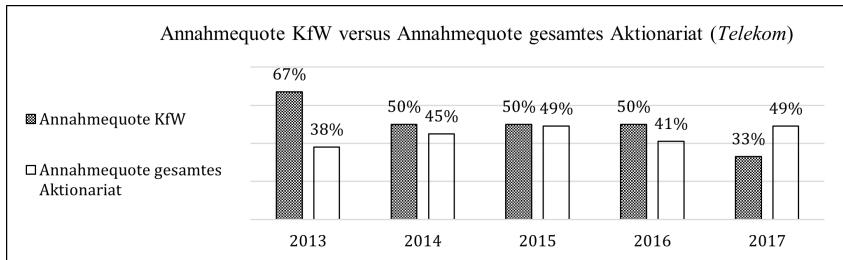


Abbildung 5: Annahmequote KfW versus Annahmequote gesamtes Aktionariat (Telekom); Quelle: Eigene Darstellung.

Dergestalt bescherte die KfW der Telekom durch ihre Partizipation jeweils eine – auf das gesamte Aktionariat gesehene – stattliche Annahmequote, exempli gratia in 2013 eine solche iHv. ca. 11,4 %.

Und dennoch lösen etwaige Abstimmungen mit Großaktionären die vorgehend aufgezeigte Problematik nur äußerst bedingt. Dies einerseits aufgrund dessen, dass eine rechtsverbindliche Zusage der betreffenden Aktionäre, das Wahlrecht in einer bestimmten Art und Weise auszuüben, im Vorfeld der Transaktionsimplementierung kaum denkbar ist, sich deren Präferenzen also zwischenzeitlich durchaus ändern können. Zum anderen insofern, als dass damit über das Wahlverhalten der Streubesitz-Anteilseigner, die bspw. bei der Telekom zum 31. Dezember 2018 immerhin ca. 68 % des Grundkapitals ausmachten,<sup>678</sup> keinerlei Erkenntnis gewonnen ist,<sup>679</sup> zumal die Wahl der Aktienkomponente insbesondere für Klein(st)aktionäre infolge der anfallenden Gebühren wenig rentierlich sein dürfte<sup>680</sup>.

678 S. Telekom, Geschäftsber. 2018, S. 21.

679 Vgl. in diesem Kontext auch die Zitation in Fn. 675.

680 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 339.



d) Die Scrip Dividend als Vabanquespiel

Dergestalt wird die Scrip Dividend gewissermaßen für beide Seiten zum Vabanquespiel.

aa) Gesellschaftsperspektive

Dies für die Gesellschaft insofern, als dass die Summe der kumulierten einbehaltenen Mittel kaum zuverlässig prognostiziert werden kann und dementsprechend grundsätzlich keinen, bestenfalls rein zufälligen, Bezug zu den Investitionsmöglichkeiten der Gesellschaft aufweist,<sup>681</sup> sodass schlimmstenfalls keinerlei sinnvolle Verwendung für die einbehaltenen Mittel besteht,<sup>682</sup> was insbesondere mit Blick auf das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘<sup>683</sup> höchst problematisch sein dürfte. Denn: Will die Gesellschaft das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘<sup>684</sup> auch künftig wahren, so muss sie insbesondere in Anbetracht dessen, dass das dividendenberechtigte Grundkapital infolge der Wahldividendenofferte insoweit steigt, als die Implementierung der Scrip Dividend in Gestalt einer Mittelthesaurierung durch die Aktionäre Erfolgt zeitigt, mit einem jedem einbehaltenen Euro wirtschaften können, um so das zur Aufrechterhaltung der *earnings per share* erforderliche (gesteigerte) Gesamtdividendenvolumen zu verdienen<sup>685</sup>.

bb) Aktionärsperspektive

Gleichsam wird der Einsatz des *Treasury*-Instruments dadurch aber auch zum Vabanquespiel für die Anteilseigner. Gelingt es der Gesellschaft nämlich nicht, die infolge der Scrip Dividend-Offerte einbehaltenen Mittel gewinnbringend zu investieren und sinkt der Aktienkurs aus diesem Grund

---

681 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 493 f.

682 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 492 f.

683 Zur ‚überragenden‘ Bedeutung des Prinzips der Dividendenkontinuität iRd. Ausschüttungspolitik deutscher Kapitalgesellschaften s. die obigen Ausf. in Kapitel B.III.1.e), B.III.1.f) sowie B.III.2.b).

684 Zur ‚überragenden‘ Bedeutung des Prinzips der Dividendenkontinuität iRd. Ausschüttungspolitik deutscher Kapitalgesellschaften s. die obigen Ausf. in Kapitel B.III.1.e), B.III.1.f) sowie B.III.2.b).

685 S. hierzu schon der Nachw. in Fn. 288.

– oder auch aus anderen Gründen heraus – nach Zuteilung der Aktien, wird diejenige Entwicklung, die in Form einer *regret aversion*<sup>686</sup> wohl schon die Entscheidung der Aktionäre zugunsten der Bardividendenkomponente beflügelt, Realität, sodass diejenigen Anteilseigner, die nicht die Bardividende bzw. das Bardividendensurrogat gewählt haben, sich ärgern dürften, ist der Coup aus deren Perspektive doch schließlich nur dann gelungen, wenn der Kurs der Aktien nach deren Zuteilung steigt.<sup>687</sup>

Darüber hinaus sind Scrip Dividends mit Blick auf Schwellenaktionäre, also solche Anteilseigner, deren Beteiligung knapp ober- oder unterhalb einer rechtlich relevanten Beteiligungsschwelle liegt, auch noch aus ganz anderer Perspektive ein Vabanquespiel. Insofern sind nämlich Konstellationen denkbar, in denen entsprechenden Aktionären in Abhängigkeit davon, wie diese – aber auch die übrigen Anteilseigner – ihr Wahlrecht ausüben, das Unterschreiten einer der maßgeblichen Beteiligungsschwellen und damit etwa die Einbuße ihrer Sperrminorität, vgl. § 179 Abs. 2 S. 1 AktG, bzw. die von Minderheitsrechten, vgl. exempli gratia §§ 93 Abs. 4 S. 3, 122 Abs. 1 S. 1 und Abs. 2 S. 2, 137, 142 Abs. 2 und 4, 147 Abs. 2 S. 2, 148 Abs. 1 S. 1, 254 Abs. 2 S. 3, 309 Abs. 3 AktG, ggf. sogar die Gefahr, per Squeeze-Out nach §§ 327a–f AktG aus der Gesellschaft gedrängt zu werden, droht, oder umgekehrt, das Überschreiten der 30 %-Beteiligungsschwelle und die daraus resultierende Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots, vgl. § 35 Abs. 2 S. 1 WpÜG iVm. § 29 Abs. 2 S. 1 WpÜG ins Haus steht.<sup>688</sup>

#### e) Ungeklärte Rechtsfragen

Ganz abgesehen von diesen Aspekten zeichnet aber auch der Umstand, dass es an einer klaren gesetzlichen Regelung um das Gestaltungsinstru-

---

686 *Regret aversion* bezeichnet in der Verhaltensökonomie das Phänomen, dass Menschen befürchten, eine von ihnen getroffene Entscheidung könnte sich im Nachhinein als falsch herausstellen und bereut werden und dies in Form eines antizipierten ‚erwarteten Bedauerns‘ in ihre Entscheidungsfindung einfließen lassen.

687 Vgl. *Blechmer*, BO 01/2016, 36.

688 Bedingt deutet sich dies auch in den Ausf. bei *Messemer*, BZ 194/2014, 10 an: „Es ist beispielsweise möglich, dass einzelne Aktionäre Meldegrenzen unter- oder überschreiten oder Großanleger ihre Beteiligung ‚verwässern‘ lassen.“.

ment fehlt,<sup>689</sup> während die rigiden kapitalaufbringungs- und kapitalerhaltungsrechtlichen Regelungen des deutschen Aktienrechts die Strukturierung hierzulande zusätzlich verkomplizieren,<sup>690</sup> den Einsatz von Scrip Dividends als problematisch.

Insofern bringt schließlich auch die in Kapitel C.VI vorgestellte Studie des *DIRK*<sup>691</sup> hervor, dass die – maßgeblich aus vorbezeichneter Rechtsunklarheit resultierende – Komplexität der Transaktionsstruktur von Praktikern offensichtlich als wesentlichstes Hindernis gegenüber dem Einsatz des *Treasury*-Instruments erachtet wird.<sup>692</sup> An dritter Stelle der Hemmschuh nennen die Umfrageteilnehmer gar ausdrücklich die – nach wie vor ungeklärte rechtliche Problematik<sup>693</sup> – der Einbeziehung ausländischer Aktionäre bei Umsetzung einer Scrip Dividend.<sup>694</sup>

#### f) Kostenfaktor

Nicht zuletzt ist der Einsatz von Scrip Dividends auch aufgrund der – schon in Kapitel C.III.2.a) thematisierten – immensen Kosten, die mit deren Implementierung verbunden sind, bedenklich.

So liegen diese iRd. erstmaligen Anerbietens des Dividendenwahlrechts im Schnitt, ohne Berücksichtigung von zusätzlichem internem Aufwand, bei etwa 420.000 €<sup>695</sup> und wirken sich schließlich nicht nur liquiditätsmindernd, sondern auch aufwandserhöhend und damit negativ auf den Jahresüberschuss aus.

Folglich ist der Dividendendeal, so man eine gesunde Kosten-Nutzen-Effizienz herstellen will, nur interessant, wenn das Volumen der erwarteten Einsparung liquider Mittel<sup>696</sup> (wobei der idR. zu gewährende, gleichsam

---

689 So e.g. auch *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3, 5; *Krieger*, Focus Money, Dividenden; *Parrandier/Schäfer*, Update B&F, Aktiendiv., 10. Indirekt auch *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a; *Sickinger/Zipperle*, AG 2015, R189 f.; *Wolf*, BZ 243/2014, 9.

690 IdS. bspw. auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 686 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 5.

691 Eingehend zur Studie des *DIRK* die Ausf. in Kapitel C.VI.

692 S. *DIRK*, Trend Indicator, S. 31.

693 Hierzu schon bei Fn. 125.

694 S. *DIRK*, Trend Indicator, S. 31.

695 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 414.

696 Bzgl. der Liquiditätsschonung bzw. -erhaltung kommt es unter anderem maßgeblich auf die gewählte Strukturierungsvariante an, s. hierzu schon die Ausf. und Verw. in Fn. 25.

als Kaufanreizmarge<sup>697</sup> sowie als Sicherheitsabschlag<sup>698</sup> fungierende, Discount iHv. 2–3 %<sup>699</sup> 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.<sup>700</sup> Eine demgemäße, sich selbstverständlich in Abhängigkeit von der (ex ante iaR. unbekannt<sup>701</sup>) Akzeptanzrate beurteilende, Verhältnismäßigkeit kann aber überhaupt erst ab einem hinreichend großen Gesamtdividendenvolumen gegeben sein.<sup>702</sup> Die hieraus zu ziehende Schlussfolgerung, dass Scrip Dividends ein vorwiegend für ‚Großkonzerne‘ mit hohem Ausschüttungsvolumen interessantes Gestaltungsinstrument sind, findet sich schließlich auch vermöge der obigen Ausführungen in Kapitel C.III.2.a) bestätigt; 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.

In diesem Kontext ist ferner auch auf die nachfolgenden Ausführungen in Kapitel D.III.3.b)cc)kkk) zu verweisen, die sich der sich unter besonderer Fokussierung der Vorliebe der Praxis für das Scrip Dividend ‚Modell Telekom‘ aufdrängenden Frage widmen, ob bzw. inwieweit das Unternehmen nicht besser unabhängig von der Dividendenzahlung eine solide Stärkung der Kapitalbasis mittels einer von der Dividendenzahlung unabhängigen, gemäß Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. a) EU-ProspektVO prospektfrei-

---

697 Zur Funktion dieses Discounts als Kaufanreizmarge s. schon die Nachw. in Fn. 39.

698 Zum Aspekt von Discounts als Sicherheitsabschlag s. die eingehenden Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(2).

699 Zur Üblichkeit eines entsprechenden Abschlags s. schon die Ausf. in Kapitel A.III.2 sowie diejenigen in der zugehörigen Fn. 40 mitsamt den dortigen Nachw.

700 IdS. auch v. *Korfff/Starke*, Aktiendiv., S. 3; *Messemmer*, BZ 194/2014, 10. Ferner kommt es bzgl. des Umfangs der Liquiditätsschonung bzw. -erhaltung auch maßgeblich auf die gewählte Strukturierungsvariante an, s. hierzu schon die Ausf. und Verw. in Fn. 25.

701 Vgl. e.g. *Ries*, in: *Schlitt/Grünwald*, KapMR, S. 54; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 687= *dies.*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, § 28 Rn. 10. Zwar sind in diesem Kontext vorherige Absprachen mit Ankeraktionären denkbar, allerdings dürften sich hieraus nur äußerst vage Prognosen der Annahmquote ergeben, vgl. dazu die Ausf. in Kapitel C.VII.2.c).

702 Vgl. hierzu bereits die Ausf., Nachw. und Verw. in Fn. 426.

en,<sup>703</sup> 10 %-Kapitalerhöhung herbeiführt,<sup>704</sup> anstatt auf die durchaus kostenintensive Implementierung einer Scrip Dividend, die idR. lediglich in einem Kapitalerhöhungsvolumen von 1,5–3 % resultiert,<sup>705</sup> ‚auszuweichen‘.

### g) Conclusio

Zusammenfassend ist nach alledem 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<sup>706</sup> der Implementierung der Gestaltung viel – Geld verbrannt wird, statt dass bei Investitionen der Rotstift angesetzt oder ein ungesund hohes Ausschüttungsniveau mittels einer Dividendenkürzung bzw. -streichung zurückgefahren wird.

---

703 Gemäß Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. a) EU-ProspektVO werden solche Wertpapiere, die mit bereits zum Handel am selben geregelten Markt zugelassenen Wertpapieren fungibel sind, sofern sie über einen Zeitraum von 12 Monaten weniger als 20 % der Zahl der Wertpapiere ausmachen, die bereits zum Handel am selben geregelten Markt zugelassen sind, im Zuge ihrer Zulassung von der Prospektspflicht befreit. Die Regelung ersetzt § 4 Abs. 2 Nr. 1 WpPG a.F., wobei der wesentliche Unterschied in der Ausweitung des bisherigen prospektbefreienden Schwellenwerts von bis zu 10 % auf 20 % liegt. Da die EU-Prospekt-VO aber, wie bereits in Kapitel D.III.1.f)bb)aaa) erläutert, sobald den Aktionären iRe. Kapitalerhöhung Bezugsrechte eingeräumt werden, stets von einem öffentlichen Angebot ausgeht, dass die Prospektspflicht auch dann auslöst, wenn für die Zulassung die vorerwähnte 20 %-Ausnahme greift, dürfte die Ausweitung des prospektbefreienden Schwellenwerts auf 20 % infolgedessen, dass § 186 Abs. 3 S. 4 AktG den Ausschluss des Bezugsrechts unter vereinfachten Voraussetzungen auf ein (Bar-)Kapitalerhöhungsvolumen von 10 % beschränkt, den deutschen Kapitalmarkt betreffend keine praktische Relevanz mit sich bringen.

704 IdS. auch v. *Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2.

705 IdS. auch v. *Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2, die vorrechnen, dass das Kapitalerhöhungsvolumen iRd. Offerte einer Scrip Dividend. idR. ca. 1,5 % des Grundkapitals beträgt. Vgl. ferner auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 und 691 = *dies.*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, § 28 Rn. 17, 35, die im vorerwähnten Kontext formulieren, dass sich die entsprechenden Volumina der Kapitalerhöhung zwischen 2–3 % (S. 688 bzw. Rn. 17) bzw. „in der Größenordnung von ca. 3 %“ (S. 691 bzw. Rn. 35) des Grundkapitals bewegt haben.

706 S. hierzu die eingehenden Analysen in Kapitel C.III.2.a).

Den Aktionären ist daher stets zu raten, bei der Offerte einer Wahldividende genauer hinzusehen, was allerdings, wie die Ausführungen zu den hierbei auftretenden Problemen kollektiven Handelns (Stichworte: rationale Apathie, Trittbrettfahren und Gefangenendilemma) erschließen lassen, in der Praxis zumindest durchaus schwerfallen, wenn nicht gar unmöglich sein dürfte.

### 3. Ausblick

Im Hinblick auf die perspektivische Verbreitung der Scrip Dividend ist festzuhalten, dass der Deal mit der Dividende in Gestalt der Erweiterung der Handlungsmöglichkeiten für alle Beteiligten zahlreiche Vorteile mit sich bringt, weshalb sich schließlich auch regelmäßig neue Unternehmen unter den Anbietern von Wahldividenden einreihen,<sup>707</sup> während das Aktionariat dies durch hohe Annahmequoten goutiert<sup>708</sup>.

Und: Hat die jeweilige Unternehmung die Barriere der Erstimplementierung erst durchbrochen, findet die Scrip Dividend regelmäßig einen festen Platz in deren Fundus kapitalmarktrechtlicher Gestaltungsinstrumente.<sup>709</sup>

Doch stehen dem Einsatz von Scrip Dividends gleichsam erhebliche Bedenken gegenüber. So dürfte die aus der Kostenintensität der Strukturierung und Implementierung des *Treasury*-Instrumentes resultierende Restriktion des Anwendungsbereichs des Gestaltungsinstrumentes auf das Segment der ‚Großkonzerne‘ mit hohem Ausschüttungsvolumen verhindern, dass Scrip Dividends einen allzu umfangreichen Anhängerkreis finden. Für den breiten Mittelstand deutscher Kapitalgesellschaften dürfte die Wahldividende aufgrund der vorbezeichneten Gegebenheiten jedenfalls keine Option sein, für kleinere Gesellschaften schon gar nicht.

Aus Gesellschaftsperspektive präsentiert sich zudem diejenige Faktizität, dass die infolge der Implementierung des *Treasury*-Instrumentes in die eigene Ausschüttungspolitik kumulierten einbehaltenen Mittel kaum zuverlässig prognostiziert werden können und dementsprechend grundsätzlich keinen, bzw. bestenfalls rein zufälligen, Bezug zu den Investitionsmöglich-

---

707 So gesellten sich in 2018 die *Deutsche Wohnen SE*, *DIC Asset AG*, *PATRIZIA Immobilien AG* und *H&R GmbH & Co. KGaA*, in 2019 die *Deutsche Rohstoff AG* und die *publity AG* neu zu den Anbietern einer Scrip Dividend.

708 Vgl. die obigen Ausf. in Kapitel C.III.2.c).

709 Vgl. hierzu die Ausf. oben in Kapitel C.III.2.b).

keiten der Gesellschaft aufweisen, als überaus heikel.<sup>710</sup> Infolge besteht nämlich schlimmstenfalls keinerlei sinnvolle Verwendung für die einbehaltenen Mittel,<sup>711</sup> was insbesondere mit Blick auf das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘<sup>712</sup> höchst problematisch sein dürfte. Denn: Will die Gesellschaft das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘<sup>713</sup> 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<sup>714</sup>.

Darüber hinaus finden sich die Einsatzmöglichkeiten der Scrip Dividend als Finanzierungsinstrument aber auch bereits dadurch überaus restringiert, dass der maximale ‚Liquiditätsgewinn‘ seine Schranke doch im Gesamtdividendenvolumen findet, regelmäßig aufgrund einer faktisch kaum zu erzielenden Akzeptanzrate von 100 % sowie aus steuerlichen Gründen (abgesehen vom Ausnahmefall der Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto nach § 27 KStG ist nur die Nettobardividende einbringungsfähig<sup>715</sup>) sogar deutlich darunter liegen dürfte. Zumal es, wie sich nachfolgend in Kapitel D.III.1.g) erörtert findet, ohnehin überaus fraglich scheint, ob das Unternehmen seine Liquidität im Kontext der Strukturierungsvarianten unter Rückgriff auf eigene Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG überhaupt zu schonen vermag.

Infolge bleibt den Scrip Dividends in der Praxis wohl kaum mehr als eine etwas größere Nische. Mit einer weitläufigen Verbreitung der Gestaltung ist nicht zu rechnen, die Bedeutung der sog. ‚10 %-Kapitalerhöhung‘ wird das *Treasury*-Instrument gewiss nie erlangen. Innerhalb der vorbezeichneten Nische dürfte aus Liquiditätsschonungsgesichtspunkten das Scrip Dividend ‚Modell Telekom‘, dass sich dergestalt konzipiert findet,

---

710 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 493 f.

711 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 492 f.

712 Zur ‚überragenden‘ Bedeutung des Prinzips der Dividendenkontinuität iRd. Ausschüttungspolitik deutscher Kapitalgesellschaften s. die obigen Ausf. in Kapitel B.III.1.e), B.III.1.f) sowie B.III.2.b).

713 Zur ‚überragenden‘ Bedeutung des Prinzips der Dividendenkontinuität iRd. Ausschüttungspolitik deutscher Kapitalgesellschaften s. die obigen Ausf. in Kapitel B.III.1.e), B.III.1.f) sowie B.III.2.b).

714 S. hierzu schon der Nachw. in Fn. 288.

715 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

dass die als Rekompens für die ‚Einbringung‘ der (Nettobar<sup>716</sup>)Dividendenansprüche zu gewährenden (neuen) Aktien iRe. Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital, vgl. §§ 202 ff. AktG, geschaffen werden, den maßgeblichen Raum einnehmen.

---

716 Hierzu schon die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.