

## A. Einführung

### I. Ökonomische Hintergründe

Eine der zentralen ökonomischen, durch politisches Krisenmanagement verfestigten, Konsequenzen der Finanzmarktkrise ist das seit 2009 andauernde Niedrigzinsumfeld.<sup>1</sup> Dies und die im volatilen Marktumfeld überdurchschnittlich bewerteten Aktienmärkte schaffen seither bei privaten wie auch institutionellen<sup>2</sup> Anlegern das Bestreben,<sup>3</sup> erwirtschaftete Erträge nicht ausgeschüttet zu erhalten, sondern diese (mangels gleich attraktiver alternativer Investitionsmöglichkeiten) zum Ausbau der eigenen Unternehmensbeteiligung zu verwenden.<sup>4</sup>

Infolgedessen sahen sich deutsche Kapitalgesellschaften<sup>5</sup> und deren Rechtsberater veranlasst, flexiblere Dividendenstrategien als die bisherigen

- 
- 1 S. *Deutsche Bundesbank*, Finanzstabilitätsbericht 2012, S. 7; vgl. ferner auch *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 134.
  - 2 Institutionelle Anleger bilden das Pendant zu Privatanlegern und verwalten in Abgrenzung zu letzteren idR. nicht nur eigenes Vermögen, sondern nehmen als Institution iR. ihrer originären Geschäftstätigkeit fremdes Kapital in ihr Portefeuille und investieren dieses an den Finanzmärkten. Institutionelle Anleger tätigen infolge nicht nur weitaus häufiger Investitionen als Privatanleger dies tun, vielmehr weisen die betreffenden Investitionen iaR. auch signifikant höhere Volumina auf. Typische Beispiele für institutionelle Investoren sind Bausparkassen, Investmentgesellschaften, Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften.
  - 3 S. dazu auch die Ausf. zur Repräsentativumfrage des *DIRK* in Kapitel C.VI.1.
  - 4 Vgl. auch *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 134. Implizit idS. auch *v. Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2; *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3; *Kunz*, Aktiendividende, S. 2; *Schmidtman*, DB 2017, 2695; *Schwendemann*, AG 2015, R40.
  - 5 „Kapitalgesellschaften“ sind gemäß der Legaldefinition in § 3 Abs. 1 Nr. 2 UmwG die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), die Aktiengesellschaft (AG) sowie die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA). Aufgrund europarechtlicher Vorgaben ist dieser Katalog um die *Societas Europaea* (SE), eine genuin europäische, nicht national gebundene, Kapitalgesellschaftsform, zu erweitern. Der grundsätzlich entsprechend den vorgehenden Ausf. zu verstehende Begriff der Kapitalgesellschaft(en) umfasst jedoch, sofern er iRd. Arbeit verwendet wird und nicht ausdrücklich ein anderer Kontext hergestellt wird, nur die AG, KGaA und SE. Dies hat seine Bewandnis darin, dass im Folgenden ein Gestaltungsinstrument iRd. Dividendenpolitik thematisiert wird. Bei der GmbH spricht man aber schon in terminologischer Hinsicht nicht von Dividenden, sondern von Gewinnausschüttungen, vgl. bspw. *Fastrich*, in: Baumbach/A. Hueck, GmbHG, § 29 Rn. 2.

zu suchen. Dies mit dem Ziel, dem Aktionariat eine schnelle Reinvestitionsmöglichkeit bzgl. der Dividende bieten zu können und diesem dergestalt die Option zur unternehmerischen Partizipation am Erfolg des vergangenen Geschäftsjahres zu eröffnen. Aus dem Findungsprozess resultierte ein ungewöhnlicher Dividendendeal; die Scrip Dividend (auch: Wahldividende) fand ihre Konzeption.

Hinter dem Terminus *technicus* verbirgt sich ein strategisches Gestaltungsinstrument, das es dem jeweiligen Anteilseigner freistellt, im Kontext der Ausschüttung bzw. der Verwendung des Bilanzgewinns zwischen einer Dividende in bar bzw. einem Bardividendensurrogat und Aktien zu wählen.<sup>6</sup>

## II. Unterschiedliche rechtstechnische Ausprägungen bisheriger Scrip Dividend-Offerten deutscher Gesellschaften

Allerdings sind die bisher seitens deutscher Gesellschaften gewählten rechtstechnischen Strukturen zur Konzeptualisierung eines solchen Wahlrechts durchaus heterogen und aus juristischer Warte streng zu separieren.

### 1. *Reverse*-Struktur

So ist die nachfolgend als *Reverse*-Struktur deklarierte Ausgestaltungsvariante folgendermaßen konzipiert: Zunächst findet im Verfahren der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (vgl. §§ 207 ff. AktG) eine Umwandlung von Kapital- und/oder (potenziellen<sup>7</sup>) Gewinnrücklagen in Grundkapital statt, wodurch dem Aktionariat ex lege, vgl. § 212 S. 1 AktG, neue –

---

6 Vgl. anstatt vieler *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 685 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 2.

7 Seit Neufassung des § 208 AktG, vgl. § 208 Abs. 1 S. 1 a.E. AktG, qua des BiRiLiG (Gesetz zur Durchführung der Vierten, Siebenten und Achten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts (Bilanzrichtlinien-Gesetz – BiRiLiG) v. 19.12.1985, BGBl. I, S. 2355 ff.) kann die Hauptversammlung zunächst eine Zuweisung des Bilanzgewinns bzw. von Teilen dessen zu den Gewinnrücklagen beschließen (Gewinnverwendungsbeschluss gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 3, 58 Abs. 3 AktG) und anschließend (in selbiger Hauptversammlung, vgl. die Nachw. in Fn. 811) über einen weiteren Beschluss (Kapitalerhöhungsbeschluss gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 6, 207 Abs. 1, 208 Abs. 1 S. 1 AktG) die sofortige Umwandlung dieser „zukünftigen“ (*Lutter*, in: KK, AktG, § 208 Rn. 3. Ähnlich: *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 208 Rn. 5) Rückla-

in der einschlägigen Kommentarliteratur meist als „Gratisaktien“<sup>8</sup> – bezeichnete Anteile zugeordnet werden.<sup>9</sup> Für letztere wird den Anteilseignern sodann im Anschluss an die Durchführung der Kapitalmaßnahme seitens der Gesellschaft ein öffentliches Aktienrückkaufsangebot, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 6 bzw. Nr. 8 AktG, unterbreitet.<sup>10</sup> Auf diese Weise können die Aktionäre nach freiem Ermessen entscheiden, ob die ihnen zugeteilten Berichtigungsanteile<sup>11</sup> behalten oder der Gesellschaft iRd. freiwilligen Erwerbsangebots angedient werden sollen. Das Wahlrecht der Aktionäre geht demnach wirtschaftlich auf Barzahlung anstelle der „Gratisaktien“<sup>12</sup>; die Aktionäre können die Berichtigungsanteile an die Gesellschaft veräußern und erhalten dafür einen Kaufpreis, der funktional einer Bardividende entspricht bzw. ein Surrogat zur Ausschüttung einer solchen bildet.<sup>13</sup>

---

gen in Grundkapital herbeiführen. Vgl. zum Ganzen auch die Ausf. weiter unten in Kapitel D.III.1.a)aa) mwN. zur Gesetzesänderung in Fn. 807.

- 8 So schon RG, Urt. v. 20.02.1923 – II 36/22, RGZ 107, 161, 167 f., wenn auch eine nomenklatorische Irreführung durch die Bezeichnung „Gratisaktien“ konstatierend. Ebenso: *Krause*, ZHR 2017, 641, 643; *Leinekugel*, Sachdiv., S. 3, dort mit Fn. 13; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körper, AktG, § 207 Rn. 1, § 208 Rn. 4; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695, 2696; *Simons*, in: Hölters, AktG, § 207 Rn. 9, § 208 Rn. 14; *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24. Unter Annahme einer Verwechslungsgefahr mit „stock dividends“ den Terminus „Berichtigungsanteile“ favorisierend (wobei die Autoren unzutreffend davon ausgehen, dass „stock dividends“ aus dem Bestand eigener Aktien stammen oder von anderen Gesellschaftern bereitgestellt wurden) *Förschle/Kropp*, in: Winkeljohann/Förschle/Deubert, Sonderbilanzen, Kapitel E Rn. 11. Ähnlich: *Than*, Festgabe Heinsius, WM Sonderheft 1991, 54, 55 („Berichtigungsaktien“).
- 9 S. in diesem Kontext auch die Ausf. in Fn. 737.
- 10 So üblicherweise die Rechtsarchitektur der seitens spanischer Unternehmen offerierten Scrip Dividends, vgl. aus der spanischen Lit. *Fernández/de Miguel/Tortue-ro*, ICCLR 24 (2013), 179, 180. Am deutschen Kapitalmarkt bislang allein von der *Ultrasonic AG* in 2012 und 2013 dergestalt praktiziert, s. *Ultrasonic*, Einl. HV 2012 und 2013 sowie *dies.*, Aktienrückkaufang. 2012 und 2013. Zu dieser Konzeptualisierungsvariante einer Scrip Dividend aus dem deutschen Schrifttum soweit ersichtlich nur *Wettich*, AG 2015, 534, 535. Eingehend zur Vereinbarkeit einer solchen Konzeptualisierung mit dem deutschen Recht die Ausf. unten in Kapitel D.III.4.
- 11 Terminologie nach *Förschle/Kropp*, in: Winkeljohann/Förschle/Deubert, Sonderbilanzen, Kapitel E Rn. 11. S. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 8.
- 12 Hierzu sowie zur nomenklatorischen Irreführung durch diese Bezeichnung s. schon die Ausf. und Verw. in Fn. 8.
- 13 S. zu alledem auch bereits die obigen Ausf., Nachw. und Verw. in Fn. 10.

2. *Forward*-Struktur(en)

Davon abzugrenzen sind nachfolgend als *Forward*-Struktur(en) bezeichnete Konzeptualisierungen. Bei diesen wird zunächst ein ‚normaler‘, auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteter, Gewinnverwendungsbeschluss gefasst. Zeitgleich wird dem Aktionariat seitens der Gesellschaft die Option angetragen, die mit Wirksamwerden<sup>14</sup> des Gewinnverwendungsbeschlusses gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 1, 58 Abs. 3 AktG iVm. § 58 Abs. 4 AktG genesenden Bardividendenansprüche<sup>15</sup> (anteilig<sup>16</sup>) zum Bezug von (neuen) Aktien einzusetzen. Spiegelbildlich zu dem bzgl. der *Reverse*-Struktur Ausgeführten geht das Wahlrecht iRd. Strukturierungsvariante wirtschaftlich auf die Lieferung von Aktien anstelle der Bardividende.

Den aus rechtswissenschaftlicher Perspektive erforderlichen Ausdifferenzierungen ist damit aber noch nicht genügt. Neben der vorerörterten Abgrenzung auf Metaebene ist eine weitere Unterscheidung von Subtypen der *Forward*-Struktur geboten. So können die als Rekompens für die ‚Einbringung‘ der (Nettobar-<sup>17</sup>)Dividendenansprüche zu gewährenden Aktien nämlich entweder dem zuvor derivativ erworbenen Eigenbestand der Gesellschaft, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, entstammen, wie es der Rechtsarchitektur der im Folgenden als Scrip Dividend ‚Modell *E.ON*‘<sup>18</sup> bezeichneten Strukturvariante entspricht, oder iRe. Kapitalerhöhung – und zwar

---

14 Der Gewinnverwendungsbeschluss wird grundsätzlich mit Beschlussfassung durch die Hauptversammlung wirksam. Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass der Gewinnverwendungsbeschluss ordnungsgemäß gefasst wird. Ein Ausschüttungsanspruch der Aktionäre wird dementsprechend nicht begründet, wenn der Gewinnverwendungsbeschluss aufgrund eines eigenen Mangels oder infolge der Nichtigkeit des Jahresabschlusses, auf dem er beruht, nichtig ist. Vgl. hierzu anstatt vieler *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 105 mwN. in Fn. 281.

15 Für einzelne Dividendenansprüche kann idR. aufgrund des (Börsen-)Wertes der Aktie keine ganze (neue) Aktie gewährt werden. S. in diesem Zusammenhang auch die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)bb) zum Bezugsrechtsausschluss für ‚Spitzenbeträge‘ sowie aus der Praxis bspw. das Bezugsangebot der *Telekom* aus 2017, das ein Bezugsverhältnis von 26,8:1 vorsah.

16 Aus steuerlichen Gründen findet sich das Wahlrecht iaR. auf die Nettobardividende restringiert. Eingehend hierzu die Ausf. in Kapitel D.III.1.d)aa).

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

18 Namensgebung nach dem ‚öffentlichkeitswirksamen‘ Pionier dieser Ausgestaltungsvariante am deutschen Kapitalmarkt, vgl. *E.ON*, Tauschang. 2014, wenn auch die *alstria office REIT-AG* als erstes deutsches Unternehmen eine dergestalt strukturierte Scrip Dividend offerierte, dadurch jedoch keinerlei ‚Nachhall‘ generierte.

entweder iRe. ordentlichen Kapitalerhöhung, vgl. §§ 182 ff. AktG, oder einer solchen aus genehmigtem Kapital, vgl. §§ 202 ff. AktG, wie es iRd. nachfolgend als Scrip Dividend ‚Modell Telekom‘<sup>19</sup> bezeichneten Ausgestaltung der Fall ist<sup>20</sup> – geschaffen werden.<sup>21</sup>

Hiermit korrespondierend entstehen nur in den unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung konzeptualisierten Strukturierungsvarianten neue Anteile und damit Einlageschulden iSd. § 54 Abs. 1 AktG. In der Praxis wird diesbezüglich iaR. im Aktienübernahmevertrag (vgl. § 185 AktG, ggf. iVm. § 203 Abs. 1 S. 1 AktG) eine Sacheinlage<sup>22</sup>, vgl. § 27 Abs. 1 S. 1 AktG, dergestalt festgesetzt, dass die betreffenden Einlageschulden durch Abtretung, vgl. §§ 398 ff. BGB, der (Nettobar-<sup>23</sup>)Dividendenansprüche seitens des jeweiligen Aktionärs an die Aktiengesellschaft zu bewirken sind, wodurch letztere durch Konfusion erlöschen.

Wird die Scrip Dividend-Offerte hingegen unter Rückgriff auf einen Pool an derivativ erworbenen eigenen Anteilen iSd. §§ 71 ff. AktG bestritten, so sind diese Aktien bereits voll eingezahlt. Vermöge entsprechender Wahlrechtsausübung entsteht dann kein Zeichnungsvertrag, aus dem eine Einlageschuld resultiert, sondern ein Tauschvertrag iSd. § 480 BGB, der die Gesellschaft zur Lieferung von *Treasury Shares* und den jeweiligen Anteilseigner zur entsprechenden (Sach-)Gegenleistung (Zession der (Nettobar-<sup>24</sup>)Dividendenansprüche gemäß §§ 398 ff. BGB, Zustimmung zu einem Erlassvertrag iSd. § 397 BGB oder Billigung einer Verrechnungsabrede iSd. §§ 387 ff. BGB) verpflichtet.

---

19 Namensgebung nach dem Pionier dieser Ausgestaltungsvariante am deutschen Kapitalmarkt, der *Deutschen Telekom AG*. Vgl. auch *Telekom*, Bezugsang. 2013.

20 Implizit idS. wohl auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685 f. = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 4; *Schwendemann*, AG 2015, R40, R41; *Wettich*, AG 2015, 534, 535.

21 So auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 17 ff.

22 S. hierzu auch die eingehenden Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(4), (5) und (6).

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

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

### III. Zentrale Vorteile der Gestaltung

#### 1. Nutzen des *Treasury*-Instruments aus Perspektive der Gesellschaft

Die Perspektive der Gesellschaft einnehmend scheint das Angebot von Scrip Dividends *prima vista*<sup>25</sup> ein aus Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsaspekten lohnenswertes Unterfangen zu sein: Dadurch, dass erfahrungsgemäß ein Teil des Aktionariats den Bezug von Aktien gegenüber einer Ausschüttung in bar präferiert,<sup>26</sup> reduziert sich der Anteil der Bardi dividende; die flüssigen Mittel, die sonst per Barausschüttung abgeflossen wären, verbleiben im Unternehmen.<sup>27</sup>

Der so verminderte Mittelabfluss soll auf Seiten der Gesellschaft den für strategische Zukunftsinvestitionen<sup>28</sup> bzw. zum Verschuldungsabbau erforderlichen finanziellen Spielraum kreieren, und zwar ohne hierbei die Dividendenerwartung<sup>29</sup> des Aktionariats zu enttäuschen und die mit einer Di-

---

25 Der vielfach pauschal propagierte (vgl. hierzu die Nachw. in Fn. 27) Vorteil einer Liquiditätseinsparung ist je nach rechtstechnischer Konstruktion durchaus kritisch zu hinterfragen. Eingehend hierzu jeweils in Kapitel D.III.1.g), wobei die dortigen Ausf. gemäß denjenigen in Kapitel D.III.2.b) auf die in Kapitel D.III.2 thematisierte Strukturierungsvariante übertragbar sind, sowie in den Kapiteln D.III.3.b)cc)kkk) und D.III.4.c).

26 Vgl. hierzu auch die Darstellung zu den erzielten Annahmquoten iRd. bisher seitens deutscher Gesellschaften offerierten Scrip Dividends in Kapitel C.III.1. Ansatzweise idS. auch *Schüppen*, in: MAH AktR, § 30 Rn. 41.

27 IdS. bspw. *Arntz/Rommel*, RdF 2014, 229, 230; *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 134; *Damanik*, Aktiendiv., S. 1; *Döring*, Rendite 2015, B 66; *Ekkenga/Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 4 Rn. 379 a.E.; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 58 Rn. 61a; *Hidding*, Cashkurs, Dividendensaison; *Koch*, in: Hüfner/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a; v. *Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2; *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3, 5; *Krieger*, Focus Money, Dividenden; *Messemer*, BZ 194/2014, 10; *Nitsche*, Fin.-Mag., Scrip Dividend; *Parrandier/Schäfer*, Update B&F, Aktiendividende, 10; *Rieckers*, AR 2015, 179; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 687 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 8; *Schüppen*, in: MAH AktR, § 30 Rn. 41; *Schwendemann*, AG 2015, R40, R41; *Sickingler/Zipperle*, AG 2015, R189; *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8; *Wolf*, BZ 243/2014, 9f. Aus der int. Literatur e.g. *Fernández/de Miguel/Tortuero*, ICCLR 24 (2013), 179, 181.

28 Hierzu sogleich mwN. in Fn. 53 am Exempel der *Deutschen Telekom AG*. IdS. auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 686 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 4 mit Blick auf den hohen Barmittelbedarf der akquiseintensiven Tätigkeit von *Real Estate*-Unternehmen.

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

videndenkürzung verbundene negative Außenwirkung am Kapitalmarkt hinnehmen zu müssen.<sup>30</sup>

Damit leistet das *Treasury*-Instrument offensichtlich (zur je nach gewählter rechtstechnischer Strukturierungsvariante lediglich bedingten Validität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments eingehend jeweils in Kapitel D.III.1.g), D.III.2.b), D.III.3.b(cc)kkk) und D.III.4.c)) den entscheidenden Spagat zwischen den grundsätzlich oppositiven Zielen Dividendenkontinuität und Liquiditätserhalt.<sup>31</sup>

Gleichwie führt die Gestaltung unweigerlich in dem Maße, in dem Aktionäre für die Wertpapierzuteilung optieren, eine Verbreiterung der Eigenkapitalbasis<sup>32</sup> herbei. Dadurch dürfte das Gestaltungsinstrument auch insbesondere für Banken und Versicherer interessant sein, bietet es diesen doch eine interessante Möglichkeit, das Eigenkapital, insbesondere die aufsichtlichen Eigenmittel im Hinblick auf das ‚harte Kernkapital‘, zu stärken und ist dergestalt einerseits dabei dienlich, den in diesem Kontext zuletzt steigenden regulatorischen Anforderungen auf nationaler wie auch europäischer Ebene gerecht zu werden sowie es andererseits weiteres Geschäftswachstum, spezifisch im Kreditbereich, ermöglicht.<sup>33</sup>

30 S. spezifisch zu diesem Aspekt die Abhandlungen zu den *Signalling*-Theorien unter B.III.1.a) a.E. und B.III.1.b) mwN. in Fn. 236 und 239. Bedingt irrationaler Weise reagiert der Markt auf das Angebot einer Scrip Dividend diametral anders als auf eine Dividendenkürzung. Vgl. hierzu die Ausf. in Kapitel B.III.1.b), ferner auch diejenigen bei *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a; *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 9; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 687 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 8; *Schüppen*, MAH AktR, § 30 Rn. 41; *Schwendemann*, AG 2015, R40, R41; *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24 sowie die Studie von *David/Ginglinger*, JCF 40 (2016), 174 ff. Aus dem internationalen Schrifttum *Lasfer*, FM 26 (1997), 62, 65.

31 Insofern kann die Scrip Dividend auch insbesondere dann ein in Betracht zu ziehendes Vehikel sein, wenn kurzfristiger Liquiditätsbedarf der Gesellschaft dem Interesse, dividendenaffine Investoren langfristig zu binden, entgegensteht, s. v. *Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2.

32 In dieser Stoßrichtung auch die Ausf. bei *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 134; *Damanik*, Aktiendiv., S. 2; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a; v. *Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 1, 2; *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3, 5; *Kunz*, Aktiendiv., S. 2; *Parrandier/Schäfer*, Update B&F, Aktiendiv., 10; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 687 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 8; *Schmidtman*, DB 2017, 2695; *Schwendemann*, AG 2015, R40, R41; *Sickingler/Zipperle*, AG 2015, R189; *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8. Vgl. in diesem Kontext ferner die Ausf. und Nachw. in Fn. 348. Aus dem internationalen Schrifttum s. die Ausf. bei *Lasfer*, FM 26 (1997), 62, 64 f.

33 IdS. auch *Döring*, Rendite 2015, B 66; *Fernández/de Miguel/Tortuero*, ICCLR 24 (2013), 179 sowie 182; *UmweltBank*, Bericht über die Prüfung der Kapitalerhö-

Zusätzlich wird der zugunsten der Aktienkomponente votierende Teil der Anteilseigner vermöge der korrespondierenden Aufstockung des Anteilsbesitzes stärker an die Gesellschaft gebunden.

In jedem Fall kann sich das Unternehmen durch eine entsprechende Offerte im Hinblick darauf, dass das Gestaltungsinstrument international *en vogue* ist,<sup>34</sup> dem eigenen Aktionariat als kapitalmarktrechtlich *up to date* präsentieren.

Schließlich können Scrip Dividends aus Perspektive der Gesellschaft auch der Beeinflussung der Aktionärsstruktur dienlich sein. Exempli gratia kann das *Treasury*-Instrument dann, wenn gesichert ist, dass Haupt- bzw. Großaktionäre eher an einer Barausschüttung interessiert sind bzw. zugunsten der Barkomponente votieren werden, zum Zwecke einer Stärkung des Streubesitzanteils eingesetzt werden.<sup>35</sup>

## 2. Vorteile der Scrip Dividend aus Sicht des Aktionariats

Damit nicht genug, erzeugt die Strukturierung prima facie eine *Win-Win*-Situation,<sup>36</sup> bringt sie doch neben den vorerwähnten Vorteilen für die Gesellschaft auch zentrale Vorteile für das Aktionariat mit sich. Dies insofern, als die Gesellschaft mittels der Strukturierung eine Alternative zur Zahlung der Dividende in bar eröffnet und den Anteilseignern qua der so geschaffenen Optionalität maximale Flexibilität im Hinblick auf die Entscheidung ‚Ausschüttung versus Thesaurierung‘ einräumt.<sup>37</sup>

---

hung mit Sacheinlagen gemäß § 183 Abs. 3 AktG, abrufbar unter [www.handelsregister.de](http://www.handelsregister.de), zuletzt abgerufen am 17.08.2020. S. hierzu auch die Ausf. und Nachw. zur hohen Affinität von Banken zu dem Gestaltungsinstrument unter spanischen Unternehmen in Fn. 79.

34 S. zu diesem Aspekt die Ausf. in Kapitel A.IV.3 mwN. in Fn. 79, 80 und 83. Vgl. ferner auch die Ausf. bei *v. Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 1; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 3; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695; *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8.

35 S. *Damanik*, Aktiendiv., S. 2; *v. Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 3; *Messemer*, BZ 194/2014, 10.

36 S. in diesem Kontext jedoch auch die Ausf. in Kapitel C.VII.2.

37 Zum Aspekt der Adressierung divergierender bzw. konträrer Ausschüttungspräferenzen vermöge der Generierung einer echten Ausschüttungsoptionalität mittels der Scrip Dividend s. die Ausf. in Kapitel B.III.2.e). Vgl. hierzu ferner die Ausf. bei *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 134; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 687 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/

Überdies findet sich die Aktienkomponente typischerweise dahingehend lukrativ ausgestaltet, dass ein gleichsam als Sicherheitsabschlag<sup>38</sup> sowie Kaufanreizmarge<sup>39</sup> fungierender Discount zum Börsenkurs iHv. idR. 2–3 % gewährt wird,<sup>40</sup> sowie die seitens der Depotbanken anfallenden Transaktionskosten<sup>41</sup> idR. zumindest teilweise übernommen werden.<sup>42</sup>

---

Schlitt, § 28 Rn. 11; *Schwendemann*, AG 2015, R40 f.; *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8.

- 38 Zum Aspekt von Discounts als Sicherheitsabschlag s. die eingehenden Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(2).
- 39 Zu Discounts als Kaufanreizmarge im spezifischen Kontext der Scrip Dividend e.g. *Bünder*, FAZ, Telekom; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 = *dies.*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, § 28 Rn. 24; *Schmidtman*, DB 2017, 2695; *Schüppen*, MAH AktR, § 30 Rn. 41; *Schwendemann*, AG 2015, R40. Aus der internationalen Lit. e.g. *Fernández/de Miguel/Tortuero*, ICCLR 24 (2013), 179, 183.
- 40 So auch *Döring*, Rendite 2015, B 66; v. *Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2; *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3; *Messemer*, BZ 194/2014, 10; *Parrandier/Schäfer*, Update B&F, Aktiendiv., 10; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689, 691 = *dies.*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, § 28 Rn. 24, 35; *Schwendemann*, AG 2015, R40; *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24. Praxisbeispiele: Die *Telekom* gewährte 2013–2017 jeweils einen Discount von 2,0 %, s. *Telekom*, Bezugsang. 2013, 2014, 2015, 2016 & 2017. Mit einem Abschlag von 3,0 % e.g. *E.ON* für 2014, 2015 und 2017, s. *E.ON*, Tauschang. 2014, 2015 & 2017, mit einem solchen von 4 % z.B. die *Lufthansa* in 2018, s. *Lufthansa*, Bezugsang. 2018 und schließlich mit 5 % die *H&R GmbH & Co. KGaA* iRd. 2018 angebotenen Wahldividende, vgl. *H&R GmbH & Co. KGaA*, Bezugsang. 2018. Einen absoluten Ausnahmefall bildet der iRd. 2009 seitens der *alstria office REIT-AG* offerierten Scrip Dividend gewährte Abschlag iHv. 23,57 %, s. *alstria*, Tauschang. 2009.
- 41 Auf Seiten der transaktionsbegleitenden Depotbank entstehen iRe. jeden Aktienausgabe Kosten (e.g. infolge der erforderlichen Information der Aktionäre, der Entgegennahme und Verarbeitung der Bezugsklärungen der Aktionäre sowie der Einbuchung der Aktien), die diese ersetzt wissen wollen. Diesbezüglich hat das emittierende Unternehmen drei Möglichkeiten: Keine, partielle oder vollständige Erstattung dieser Kosten an die Depotbanken. Entscheidet sich die Gesellschaft für ersteres, so werden die Aktionäre von ihren Depotbanken mit den entsprechenden Gebühren bzw. Provisionen des Aktienbezugs belastet, während dem Aktionariat ein (teilweise) provisions- bzw. gebührenfreier Ausbau der eigenen Unternehmensbeteiligung ermöglicht wird, so sich die Gesellschaft dafür entscheidet, die Leistungen der Depotbanken zu vergüten.
- 42 So steigerte z.B. die *E.ON SE* iRd. ihrerseits offerierten Scrip Dividends die Attraktivität der Aktienkomponente dadurch, dass es den in Deutschland ansässigen Depotbanken für die Abwicklung eine freiwillige Aufwandsvergütung in nicht öffentlich kommunizierter Höhe zahlte (s. *E.ON*, Tauschang. 2014, 2015 & 2017) und die Anteilseigner so jedenfalls teilweise von den üblicherweise mit dem Bezug von Aktien verbundenen Kosten freistellte. Ebenso vergüteten bspw. die *Wüstenrot & Württembergische AG* (mit 1,50 € pro Depot, s. *W&W*, Bezugsang.

Dergestalt wird dem Aktionariat in Form von Scrip Dividends letztlich nicht nur die Möglichkeit einer schnellen, sondern auch einer kosteneffizienten Reinvestition überschüssiger Mittel eröffnet.

#### IV. Problemstellung & Ziele der Untersuchung

##### 1. Übersicht zur rechtstatsächlichen Bedeutung von Scrip Dividends für den deutschen Markt

Doch wenn auch in den einschlägigen Fachpublikationen einmütig kolportiert wird, die *Deutsche Telekom AG*<sup>43</sup> habe 2013 den Reigen eröffnet und als erstes deutsches Unternehmen eine Scrip Dividend angeboten,<sup>44</sup> feierte das *Treasury-Instrument* sein Debüt am deutschen Kapitalmarkt bereits 2009, namentlich iRe. von der *alstria office REIT-AG* konzipierten,<sup>45</sup> von dieser in irreführender Weise als „Stockdividende“<sup>46</sup> bezeichneten,<sup>47</sup> *Forward-Struktur*.

---

2014) wie auch die *Vonovia SE* (mit einer Zahlung iHv. € 0,60 pro Depotkunde sowie weiterer 3,00 € pro Depotkunde, der sich für die ‚Aktividende‘ entschied) die betreffenden Leistungen der Depotbanken, um die Aktienkomponente lukrativer werden zu lassen.

43 Nachfolgend auch nur als *Telekom* bezeichnet.

44 Unzutreffend idS. e.g. *Arntz/Rommel*, RdF 2014, 229; *Bender, Juve*, *Telekom*; *Döring*, *Rendite* 2015, B 66; *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3; *Krause*, ZHR 2017, 641, 646; *Mense/Klie*, GWR 2015, 45, 47; *dies.*, GWR 2016, 111, 113; *Rieckers*, AR 2015, 179; *Schwendemann*, AG 2015, R40; *Sickinge/Zipperle*, AG 2015, R189; *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24; *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8; *Wolf*, BZ 243/2014, 9; richtig hingegen *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685 = *dies.*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, § 28 Rn. 4; v. *Korff/Starke*, *Aktiendiv.*, S. 2.

45 Dies erkennend und dementsprechend entgegen den in Fn. 44 Zitierten unmissverständlich korrekt: *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685 = *dies.*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, § 28 Rn. 4.

46 *Alstria*, Pressemitteilung Scrip Dividend 2009: „alstria bietet als erstes deutsches Unternehmen die Auszahlung einer Stockdividende an.“

47 Der Terminus technicus ‚Stockdividende‘ wird üblicherweise im Kontext der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (vgl. §§ 207 ff. AktG) verwendet. Mit der Ausschüttung von Dividenden, sprich der Gewinnbeteiligung des Aktionariats auf Grundlage des Jahresabschlusses, hat dieser Vorgang nichts zu tun. S. hierzu anstatt vieler die Ausf. bei *Leinekugel*, *Sachdiv.*, S. 3. Eingehend zur im Bedingungs-nexus um die Scrip Dividend kursierenden uneinheitlichen Terminologie in Kapitel D, dort spezifisch vor D.II. Vgl. ferner auch die exemplarischen Ausf. in Kapitel C.IV.2 betreffend von der *PATRIZIA Immobilien AG* veröffentlichte Dokumente.

Nicht von der Hand gewiesen werden können hingegen die unanimen Ausführungen dahingehend, dass der Dividendendeal beim Aktionariat auf reges Interesse stößt.<sup>48</sup> So fand sich das auf die Ausgabe von bis zu 1.340.134 *Treasury Shares* beschränkte Tauschangebot<sup>49</sup> der *alstria office REIT-AG* zu mehr als 200 % überzeichnet: Während der Angebotsfrist waren 24.286.056 Dividendenansprüche zum Tausch angemeldet worden,<sup>50</sup> die in Anbetracht des Bezugsverhältnisses von 8:1<sup>51</sup> einem Gegenwert von 3.035.757 Aktien entsprochen hätten. Und auch die *Telekom* erzielte in 2013 iRd. von ihr kreierten Strukturierungsvariante immerhin eine Annahmequote von knapp 38 %.<sup>52</sup> Letztere ersparte sich damit nicht nur rund 1,13 Mrd. € an flüssigen Mitteln, die sie gut für die bevorstehenden milliardenintensiven Investitionen in neue Mobilfunkfrequenzen sowie für den Ausbau des (Daten-)Netzes gebrauchen konnte,<sup>53</sup> und feierte demnach für sich einen vollen Erfolg.<sup>54</sup> Vielmehr brachte die *Telekom* das *Treasury*-Instrument dadurch auch anderswo aufs Tapet und schuf dergestalt letztlich einen *Dernier Cri* in der Ausschüttungspolitik deutscher Kapitalgesellschaften.

So zogen dem marktvisiblen<sup>55</sup> Debüt der *Telekom*, die den Dividendendeal infolge des vorskizzierten Erfolges in ihr Standardrepertoire kapitalmarktrechtlicher Gestaltungsinstrumente aufnahm und seither in den Jahren 2013 bis 2017 mit kontinuierlichem Erfolg anbot,<sup>56</sup> in 2014 mit der

---

48 Vgl. anstatt vieler *Vetter*, in GK, AktG, § 170 Rn. 119, dort mwN. in Fn. 246. S. ferner auch die Darstellung zu iRd. bisher offerierten Scrip Dividends erzielten Annahmequoten in Kapitel C.III.1.

49 S. *alstria*, Tauschang. 2009.

50 Vgl. *alstria*, Pressemitteilung Scrip Dividend 2009.

51 Vgl. *alstria*, Festlegung BV 2009.

52 S. *Telekom*, Annahmequote 2013.

53 Vgl. *Bender, Juve*, *Telekom*; *Bünder*, FAZ, *Telekom*.

54 S. *Telekom*, Annahmequote 2013: „Großer Erfolg mit innovativer Lösung“.

55 Zwar hatten mit der *alstria office REIT-AG* in 2009 sowie der *Ultrasonic AG* in 2012 bereits zwei andere Unternehmen (weit) vor der *Telekom*, die das Gestaltungsinstrument ‚erst‘ 2013 implementierte, ihrem Aktionariat ein Dividendenwahlrecht eingeräumt, indessen ohne mit ihrer jeweiligen Offerte von einer breiten Öffentlichkeit wahrgenommen worden zu sein. Vor diesem Hintergrund lässt sich schließlich auch nachvollziehen, weshalb iRd. die *Telekom* als Pionier in Sachen Scrip Dividends am deutschen Kapitalmarkt angeführt wird. S. in diesem Sachzusammenhang auch die Ausf. in Kapitel C.IV.4 sowie die Nachw. in Fn. 44 und 45.

56 S. hierzu die Darstellung zu den iRd. bisher offerierten Scrip Dividends erzielten Annahmequoten in Kapitel C.III.1.

*Capital Stage AG* (nunmehr *Encavis AG*<sup>57</sup>), *E.ON SE*<sup>58</sup>, *GRENKE AG*<sup>59</sup>, *Mediantis AG*, *Softing AG* und *Wüstenrot und Württembergische AG* sechs weitere Unternehmen nach,<sup>60</sup> die mit der flexiblen Form der Gewinnbeteiligung sowohl bei privaten wie auch institutionellen Anlegern punkten und Annahmehquoten zwischen ca. 37 %<sup>61</sup> und knapp 92,5 %<sup>62</sup> erzielen konnten.<sup>63</sup>

Mit Blick auf das bisherige Angebot<sup>64</sup> eines Dividendenwahlrechts seitens deutscher Unternehmen wird aber zugleich deutlich, dass die Scrip Dividend hierzulande bislang eine als ‚langsam aufkeimendes Nischendasein‘ zu deskribierende Existenz führt<sup>65</sup>.

Die Gründe hierfür sind wohl verschiedentlicher Natur. Zum einen mangelt es potenziellen Emittenten (noch) an Kenntnis von dem sowie um das *Treasury*-Instrument. Zum anderen gestaltet sich der erste Zugriff auf die Thematik diffizil. Die wenigen Beiträge zur Materie konfrontieren Interessierte überwiegend mit einem Sammelsurium an, im Bedeutungsneus der – vielfach konfus als ‚Aktividivende‘<sup>66</sup> bezeichneten – Scrip Divi-

---

57 Die Hauptversammlung der *Capital Stage AG* beschloss am 18.05.2017 unter TOP 10 mehrheitlich die Umbenennung in *Encavis AG* und firmiert seit dem 26.02.2018 unter dieser Firma, s. Veröffentlichung im Handelsregister, AG Hamburg, HRB 63197, bekannt gemacht am 26.02.2018, online, abrufbar unter [www.handelsregister.de](http://www.handelsregister.de), zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

58 Nachfolgend teilweise auch nur als *E.ON* bezeichnet.

59 Die Hauptversammlung der *GRENKELEASING AG* beschloss am 03.05.2016 unter TOP 6 mehrheitlich die Umbenennung in *GRENKE AG* und firmiert seit dem 11.05.2016 unter dieser Firma, s. Veröffentlichung im Handelsregister, AG Mannheim, HRB 201836, bekannt gemacht am 11.05.2016, online, abrufbar unter [www.handelsregister.de](http://www.handelsregister.de), zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

60 Unvollständig hingegen die Auflistungen bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 686 und *Schwendemann*, AG 2015, R40. Bzgl. der Anzahl der Umsetzungen pauschalierend und nicht nach Jahren differenzierend hingegen *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8.

61 So die Annahmehquote der *E.ON SE*, vgl. hierzu auch die Nachw. in Fn. 379.

62 So die Annahmehquote der *Mediantis AG*, vgl. hierzu auch die Nachw. in Fn. 386.

63 Vgl. *Sickinger/Zipperle*, AG 2015, R189, R190; *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8, R9. S. ferner auch die Darstellung zu iRd. bisher offerierten Scrip Dividends erzielten Annahmehquoten in Kapitel C.III.1.

64 Eingehend zu den bisher seitens deutscher Kapitalgesellschaften offerierten Scrip Dividends in Kapitel C.III.1.

65 Anders wohl *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 694, die das Stadium des „Schattendaseins“ der Scrip Dividend beendet und diese als am deutschen Kapitalmarkt etabliertes Gestaltungsinstrument bewerten.

66 Vgl. hierzu die Ausf. und Erhebungen in Kapitel C.IV.1 und C.IV.2. S. zudem die Verw. in Fn. 67.

dend kursierenden, begrifflich fehlgehenden Gleichsetzungen mit anderen rechtstechnischen Konstruktionen.<sup>67</sup> Ferner ist das vielfach propagierte Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsargument durchaus kritisch zu hinterfragen, erweist sich gar, wie die Ausführungen zur Konzeptualisierung einer Scrip Dividend als wahlweise ‚echte‘ Sachausschüttung von *Treasury Shares* iRd. § 58 Abs. 5 AktG in Kapitel D.III.1.g), die gemäß den Ausführungen in Kapitel D.III.2.b) auf die *Forward*-Struktur ‚Modell E.ON‘ übertragbar sind, als bedingt invalide. Nicht zuletzt dürfte die geringe Verbreitung von Wahldividenden darauf zurückzuführen sein, dass es an (expliziten/speziellen) rechtlichen Grundlagen, die das Instrument regeln, fehlt,<sup>68</sup> während die rigiden kapitalaufbringungs- und kapitalerhaltungsrechtlichen Statuten des deutschen Aktienrechts die Strukturierung hierzulande (zusätzlich) verkomplizieren<sup>69</sup>.

## 2. Divergente Würdigung des *Treasury*-Instruments

Während Sympathisanten der Wahldividende häufig vornehmlich auf die Vorteilhaftigkeit dieser flexiblen Form der Gewinnverteilung abstellen<sup>70</sup> und dem *Treasury*-Instrument infolge eine arrivierte Zukunft propagieren,<sup>71</sup> differieren die Expertenmeinungen um den vermöge juristischer Kniffe arrangierten ‚Dividendendeal‘ durchaus. In diesem Kontext bewerten – wenn auch wenige – Skeptiker das *Treasury*-Instrument fundamental

67 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.

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

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

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

71 IdS. e.g. Damanik, Aktiendiv., S. 3; Krämer/Sitter, BZ 101/2015, B 3, 5; Mense/Klie, GWR 2015, 45, 47; dies., GWR 2016, 111, 113; Messemer, BZ 194/2014, 10; Nitsche, Fin.-Mag., Scrip Dividend; Parrandier/Schäfer, Update B&F, Aktiendiv., 10, 11; Rieckers, AR 2015, 179; ders., DB 2015, 2131, 2135; Schlitt/Kreymborg, AG 2018, 685 f., 694; Schwendemann, AG 2015, R40, R41; Winter-Schieszl/Haberl, AG 2015, R8, 9.

anders.<sup>72</sup> *Mahtani* bspw. interpretiert dasjenige, was sich Fürsprechern als die Verknüpfung der gegenläufigen Ziele Dividendenkontinuität<sup>73</sup> und Liquiditätserhalt präsentiert, als eine für das Aktionariat höchst bedenkliche „Verschleierungstaktik“<sup>74</sup>. Letzteres insofern, als dass die Ausschüttung von Scrip Dividends nach *Mahtani* eine für Unternehmen in Liquiditätsnöten angenehme und bequeme Alternative zur Aufnahme von Kapital am Aktien- oder Rentenmarkt bzw. zum Zusammenstreichen der Dividende bildet,<sup>75</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>76</sup> Infolge konkludiert *Mahtani*, es handle sich bei der Auflage von Scrip Dividends „bestenfalls [um] ein sinnloses Ablenkungsmanöver, schlimmstenfalls eine gefährliche Täuschung.“<sup>77</sup>

### 3. Rechtstatsächliche Verbreitung von Scrip Dividends im Ausland

Allerdings scheinen solche Vorbehalte anderenorts, den Fokus auf die Vorteile der Gestaltung richtend, längst über Bord geworfen. So erfreut sich die Scrip Dividend am spanischen Kapitalmarkt großer Popularität. Der dortigen Pionierin in Sachen Wahldividende, der ihrem Aktionariat bereits seit 2009 kontinuierlich eine „*Dividendo Elección*“ anbietenden *Banco Santander*<sup>78</sup>, folgten schnell weitere Marktriesen aus dem IBEX 35 nach.<sup>79</sup>

---

72 Eingehend zu den mit der Gestaltung verbundenen Nachteilen die Ausf. in Kapitel C.VII.2.

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

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

75 S. in diesem Kontext auch die Ausf. und Verw. in Fn. 30.

76 *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10. Eingehend hierzu die Ausf. in Kapitel C.VII.2.a).

77 *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10. Eingehend hierzu die Ausf. in Kapitel C.VII.2.a).

78 S. *Santander*, Dividends.

79 Hierbei handelt es sich vorwiegend um Banken, wie e.g. die *CaixaBank* (daneben auch *Banco Popular*, *Bankinter*, *BBVA*), die das in den Jahren 2011 bis 2016 angebotene Programm „*Dividendo/Acción*“ getauft hat (s. *CaixaBank*, Dividends). Gleichsam finden sich aber auch nicht aus dem Finanzsektor stammende Unternehmen vertreten. So bot e.g. *Iberdrola* (s. *Iberdrola*, Scrip Dividends) in den Jahren 2010 bis 2018 das Dividendenwahlrecht an, während die *Grupo ACS* (s. *Grupo ACS*, Scrip Dividend) und *Telefónica* (s. *Telefónica*, Dividend History) – letztere bereits seit 2012 – kontinuierlich (zuletzt in 2020) Scrip Dividends auflagen. Überdies findet sich die offensichtlich v.a. bei britischen Kapitalgesellschaften be-

Ebenso kann die Strukturierungsvariante in anderen europäischen Staaten, wie z.B. in Frankreich<sup>80</sup>, schon seit längerem zu den etablierten Standards börsennotierter Gesellschaften iRd. Ausschüttungspolitik gezählt werden.

Bezogen auf den angelsächsischen Raum, insbesondere im Vereinigten Königreich<sup>81</sup>, ist die Scrip Dividend gar ein ‚alter Hut‘. So untersuchte *Lasfer* bereits 1997 den unternehmensseitigen Impetus britischer Unternehmen, die zwischen 1987 und 1992 Scrip Dividends offerierten.<sup>82</sup> Unter den aktuellen britischen Anbietern<sup>83</sup> einer Wahldividende findet sich mit *HS-*

---

stehende (hierzu sogleich bei Fn. 83), sich aber durchaus auch bei französischen Unternehmen zeigende (hierzu sogleich bei Fn. 80), stupende Affinität von Erdölkonzernen zu dem *Treasury*-Instrument auch für den spanischen Markt bestätigt: Unter dem Terminus „*Dividendo Flexible*“ offeriert *Repsol* seinem Aktionariat kontinuierlich seit 2012 (s. *Repsol*, Flexible Dividend Program) das Dividendenwahlrecht.

- 80 Unter den französischen Kapitalgesellschaften mit Angebot einer Scrip Dividend, die dort vielfach die Bezeichnung „*dividende en actions*“ oder „*dividend au titre*“ trägt, findet sich z.B. *Carrefour*, die dem Aktionariat das Wahlrecht soweit ersichtlich bereits seit 2012 kontinuierlich anbietet, s. *Carrefour*, Dividend. Ebenfalls bereits in 2011 mit dem Angebot einer Wahldividende: *GDF Suez* (s. *GDF Suez*, Scrip Dividend). Ferner zeigt sich auch bei französischen Unternehmen die vorgenannte Affinität von Ölriesen zur Scrip Dividend (vgl. hierzu schon die Ausf. bei Fn. 79). So führte *Total* 2014 eine optionale Quartals-Scrip Dividend ein, s. *Total*, Dividends. Daneben boten in der Vergangenheit inter alia auch *Crédit Agricole*, *Michelin*, *Société Générale* und *Veolia* ihrem Aktionariat das Dividendenwahlrecht an.
- 81 Zur Scrip Dividend im englischen Company Law vgl. e.g. die Ausf. bei *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 449 f.
- 82 S. *Lasfer*, FM 26 (1997), 62, 66.
- 83 In 2017 boten e.g. *Barclays* (soweit ersichtlich jedenfalls bereits seit 2013 kontinuierlich, s. *Barclays*, Dividends), *HSBC* (soweit ersichtlich bereits seit 1997, s. *HSBC*, Scrip dividend), *National Grid* (s. *National Grid*, Dividends), und *Pennon* (s. *Pennon*, Dividends 2017; die *Pennon Group* stoppte ihre „*Scrip dividend alternative*“ allerdings in 2017 und offeriert nunmehr, gewissermaßen als Ersatz hierfür, einen *Dividend Reinvestment Plan (DRIP)*, s. *Pennon*, Dividends 2018) eine Scrip Dividend an. Besondere Beliebtheit genießt die Wahldividende offensichtlich bei den britischen Mineralölriesen, nutzten unter diesen in der Vergangenheit doch sowohl *BP* (bereits seit 2011, s. *BP*, Scrip Dividend Programme and FAQs 2015 und *BP*, Scrip Dividend Programme and FAQs 2019), als auch *Shell* (bereits seit 2010, zunächst bis zum zweiten Quartal 2014, s. *Shell*, Dividend Announcements; dann wieder ab dem ersten Quartal 2015 (s. *Shell*, Scrip Dividend Programme) bis zum erneuten Stopp hin zum vierten Quartal 2017, s. *Shell*, Cancellation-Announcement) und *Statoil* (in den Jahren 2015–2017, s. *Statoil*, The scrip dividend programme 2015–2017) das kapitalmarktrechtliche Gestaltungsinstrument.

BC ein Unternehmen, welches die Scrip Dividend schon seit mehr als zwei Jahrzehnten fortlaufend offeriert.<sup>84</sup>

#### 4. Perspektivische Verbreitung der Strukturierungsvariante hierzulande

Während also die Scrip Dividend 2013 hierzulande – ob dessen, dass sie weder innovativ<sup>85</sup> noch neu<sup>86</sup> für den deutschen Kapitalmarkt war – als Novität galt, genießt das Gestaltungsinstrument andernorts weitaus längere Tradition.

Gleichsam – und ob der vorerörterten Skepsis – ist bzgl. der Verbreitung am deutschen Kapitalmarkt nicht von der Hand zu weisen, dass das *Treasury*-Instrument bei denjenigen Unternehmen, die es bisher einsetzten, in weiten Teilen Erfolg zeitigte<sup>87</sup> und mehrheitlich einen festen Platz in deren Ausschüttungspolitik einnahm<sup>88</sup>.

#### 5. Problematik der Abstinenz rechtlicher Rahmenbedingungen in Deutschland sowie fehlender Differenzierung zwischen unterschiedlichen Strukturvarianten

Allerdings fehlt es dem deutschen Recht an einer klaren gesetzlichen Regelung zur Scrip Dividend;<sup>89</sup> Standards konnten sich bislang nur in äußerst bedingtem Umfang etablieren. Während exempli gratia das französische Recht spezifisch auf die Gestaltung zugeschnittene formell- wie auch materiell-rechtliche Statuen aktienrechtlicher Natur bereithält,<sup>90</sup> mangelt es

---

84 S. *HSBC*, Scrip dividend.

85 IdS. aber z.B. ganz explizit v. *Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2; *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24.

86 IdS. aber die in Fn. 44 Genannten.

87 S. in diesem Zusammenhang die Ausf. in Kapitel C.III.2.c).

88 S. in diesem Kontext die Ausf. in Kapitel C.III.2.b).

89 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 68.

90 S. sowohl die formell- wie auch materiell-rechtlichen Regelungen in den Articles L232–18 bis L232–20 im französischen *Code de commerce* (vgl. ferner auch die Vorläuferregelungen in den Articles 351–353 de la Loi n°66–537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, eingeführt aufgrund des *Loi Delors*, Loi n°83–1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne. Hierzu aus der deutschen Lit.: *Guyon*, ZGR 1985, 74, 85 f.; *Wiedemann*, ZGR 1997, Sonderheft 13, S. 5, 17. Aus der französischen: *Coffy*, JCP éd. c&i, 1983 II, 14031; *Gerry*, RDS 1983, 261–284; *Richard*, JCP éd. c&i, 1983 I, 13919;

dem hiesigen Recht hieran. Analog hierzu fehlt es im deutschen Recht auch an kapitalmarktrechtlichen Regelungen zur Prospektpflichtigkeit bezüglich der Wahldividende, wie sie wiederum in Frankreich<sup>91</sup>, aber bspw. auch in Spanien<sup>92</sup>, existieren.

In diesem Bezugsrahmen wird auch in der einschlägigen Fachliteratur oft nur sehr unzureichend und wenig reliabel zwischen verschiedenen, aus juristischer Warte denkbaren, Ausgestaltungsvarianten differenziert.<sup>93</sup> Exemplarisch formuliert *Waclawik* in der betreffenden Kommentierung das Folgende:

„Es handelt sich hierbei [gemeint ist die Scrip Dividend] um eine Bardividende mit Aktienerwerbsoption. Die Hauptversammlung fasst hierzu einen Beschluss über die Ausschüttung einer Bardividende. Den Aktionären wird aber zugleich die Möglichkeit eingeräumt, den Dividendenanspruch oder Teile davon als Sacheinlage gegen Gewährung neuer Aktien zu verwenden. Die wahlweise erworbenen Aktien stammen entweder aus einer Kapitalerhöhung oder aus dem Bestand eigener Aktien.“<sup>94</sup>.

---

*ders.*, JCP éd. c&ci, 1985 I, 14436; *Viandier*, JCP éd. c&ci, 1984 I, 14223; *ders.*, JCP éd. c&ci, 1984 II, 13801.

- 91 S. die Regelungen in den Articles 212–4 4° und 212–5 5° du règlement général de l’Autorité des marchés financiers sowie diejenigen in Article 18 und Annexe III de l’instruction de l’Autorité des marchés financiers (AMF) n° 2016–04 du 21 octobre 2016.
- 92 S. die Artículos 26.1.e) y 41.1.d) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. Eine materiell-rechtliche Regelung erfuhr die Scrip Dividend vom spanischen Gesetzgeber bislang nicht, sie ist eine *construcción doctrinal* bzw. *figura jurídica*. Vgl. hierzu auch den für die Konzeption der ‚spanischen Scrip Dividend‘ maßgeblichen Beitrag von *Ferrada/San Miguel*, 2010 Anuario Mercantil, S. 713–739 sowie *Aragón Tardón*, RDMV 13 (2013), 123–140; *dies.*, RDBB 35 (2016), 181–196; *Fernández/de Miguel/Tortuero*, ICCLR 24 (2013), 179–188; *García García*, RDMV 14 (2014), 3; *Iribarren*, RDM 2012, 141–180. Zu der Scrip Dividend ähnlichen Erscheinungsformen bereits 1992 *Paz-Ares*, RGD 1992, 10079–10109 mwN. auf S. 10082 in Fn. 9; *ders.*, RJN 1992, n°3, Rn. 207 ff.; *Girón*, Der. Soc. Anon., S. 204.
- 93 Hervorhebung verdient insofern der idS. differenzierende Beitrag von *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685 ff., der weitestgehend den Ausf. von *Schlitt/Kreymborg*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, § 28 entspricht.
- 94 *Waclawik*, in: *Hölters*, AktG, § 58 Rn. 43 (keine Hervorhebung im Original).

Werden allerdings Aktien aus dem gesellschaftseigenen Bestand iSd. §§ 71 ff. AktG zur Durchführung der Scrip Dividend verwendet, handelt es sich dabei gerade nicht um neue Aktien, findet eine Kapitalerhöhung, im Rahmen derer neue Aktien entstehen, insofern doch gerade nicht statt.

Auch entsteht in dieser Konstellation keine Einlageschuld iSd. § 54 Abs. 1 AktG, auf die eine Sacheinlage erbracht werden könnte, weil die derivativ von der Gesellschaft erworbenen Aktien bereits voll eingezahlt sind.<sup>95</sup> Die Entscheidung des Aktionärs zugunsten der Aktienerwerbsoption mündet im Rahmen dieser Strukturierungsvariante nicht im Abschluss eines Zeichnungsvertrags, aus dem eine Einlageschuld resultiert, sondern in dem eines Tauschvertrags iSd. § 480 BGB, der die Gesellschaft zur Lieferung von *Treasury Shares* und den jeweiligen Anteilseigner zur entsprechenden (Sach-)Gegenleistung (Abtretung der (Nettobar-<sup>96</sup>)Dividendenansprüche gemäß §§ 398 ff. BGB, Zustimmung zu einem Erlassvertrag iSd. § 397 BGB, Billigung einer Verrechnungsabrede iSd. §§ 387 ff. BGB) verpflichtet.

Die Neuheit des Kapitalmarktinstrumentes wie auch dessen praktische Relevanz gebieten es aber gerade, stringent zwischen verschiedenen Ausgestaltungsvarianten der Scrip Dividend zu trennen sowie infolge die auf die jeweilige Strukturierung anzuwendenden Normenkomplexe zu identifizieren, um anschließend den rechtlichen Rahmen abzustecken.

## 6. Zusammenfassung des bisherigen Forschungsstandes

### a) Stand der Diskussion in Deutschland

Dies aber wurde bislang nur bedingt geleistet. Die wenigen, die wissenschaftliche Diskussion um das Instrument weitestgehend prägenden, Fachbeiträge in Zeitschriften beschränken sich zumeist<sup>97</sup> auf eine Darstellung der ökonomischen Vorteile, haben ihr Auskommen häufig ohne Nennung

---

95 Vgl. hierzu auch bereits die obigen Ausf. in Kapitel A.II.2.

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

97 Eine Ausnahme bilden die Beiträge von *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685 ff. und *Krause*, ZHR 2017, 641, 646 ff., wobei sich letzterer Beitrag ausschließlich dem Scrip Dividend ‚Modell Telekom‘ widmet.

einer einzigen Rechtsvorschrift<sup>98</sup> und bleiben infolge jedenfalls aus rechtswissenschaftlicher Perspektive oberflächlich.

Jenseits dieser Beiträge findet sich das *Treasury*-Instrument erstmals im Jahr 2014 bei *Drinhausen* in der aktienrechtlichen Kommentarliteratur erwähnt,<sup>99</sup> dort allerdings in der unzutreffenden Annahme, die *Telekom* hätte 2013 (wahlweise<sup>100</sup>) eine Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG ausgeschüttet.<sup>101</sup> Diesem Beitrag schob *Koch*<sup>102</sup> 2016 eine der bislang aus rechtswissenschaftlicher Perspektive gehaltvollsten Abhandlungen zur Wahldividende nach, indem er der Scrip Dividend ca. eine halbe Seite an Kommentierung widmete. Und seit 2017 zogen dem zwar mit *Apfelbacher/Nigge-*

---

98 Exemplarisch seien insofern die Beiträge von *Schwendemann*, AG 2015, R40 ff.; *Sickingler/Zipperle*, AG 2015, R189 f.; *Wolf*, BZ 243/2014, 9 f. und *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8 f. benannt.

99 S. *Drinhausen*, in: Heidel, AktG, § 58 Rn. 49: „Eine Sachdividende in Form eigener Aktien hat jüngst die Deutsche Telekom AG ausgeschüttet. Beschlossen wurde dabei die Ausschüttung eines Betrages von 0,70 EUR pro Aktie, wobei Aktionäre zwischen der Gewährung in Geld oder des Gegenwertes in eigenen Aktien der Gesellschaft wählen konnten.“

100 In Bezug auf die rechtliche Konzeptualisierung des Wahlrechts bleiben *Drinhausens* Ausf. an der betreffenden, in Fn. 99 wörtlich zitierten, Stelle überaus zwielichtig.

101 Die rechtstechnische Struktur des Scrip Dividend ‚Modells *Telekom*‘ entspricht nicht der einer Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG. Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel A.II.2 sowie die eingehenden Ausf. in Kapitel D.III.1. Dies ebenfalls explizit statuierend *Krause*, ZHR 2017, 641, 646 und *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24. Fälschlicherweise dahingehend pauschalisierend (vgl. hierzu die Ausf. in Kapitel D.III.1), Scrip Dividends seien generell kein Fall des § 58 Abs. 5 AktG, und dabei jeweils zu weiten Teilen die neben dem Scrip Dividend ‚Modell *Telekom*‘ denkbaren rechtlichen Strukturierungsvarianten von Wahldividenden übersehend, hingegen: *Ihrig*, in: Happ/Groß, AktR, Muster 12.06 Anmerkung 2.1; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 686 = *dies.*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, § 28 Rn. 6 f.; *Schüppen*, in: MAH AktR, § 30 Rn. 41; *Servati-us*, in: *Wachter*, AktG, § 58 Rn. 18; *Vetter*, in: *GK*, AktG, § 170 Rn. 119, 135 sowie § 174 Rn. 126.

102 *Koch*, in: *Hüffer/Koch*, AktG, § 58 Rn. 33a sowie mit Verw. auf vorgenannte Stelle unter Nennung des Terminus *technicus* Scrip Dividend bei § 58 Rn. 32, § 202 Rn. 2, § 207 Rn. 4 und § 208 Rn. 5 a.E.

## A. Einführung

mann<sup>103</sup>, Bezzenberger<sup>104</sup>, Cahn/v. Spannenberg<sup>105</sup>, Fleischer<sup>106</sup>, Gätsch<sup>107</sup>, Herfs<sup>108</sup>, Hoffmann-Becking<sup>109</sup>, Ibrüg<sup>110</sup>, Krause<sup>111</sup>, Marsch-Barner<sup>112</sup>, v. Nussbaum<sup>113</sup>, Pöschke/Vogel<sup>114</sup>, Schlitt/Kreymborg<sup>115</sup>, Schüppen<sup>116</sup>, Schumacher<sup>117</sup>, Schröer/Heusel,<sup>118</sup> Servatius,<sup>119</sup> Steiner,<sup>120</sup> Vetter<sup>121</sup> und Waclawik<sup>122</sup> mehrere Autoren in anderen Kommentaren bzw. Praxishandbüchern nach, deren Ausführungen fallen indes – mit Ausnahme der ausführlichen Würdigung

---

103 *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 183 Rn. 5; § 186 Rn. 37.

104 *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 84a.

105 *Cahn/v. Spannenberg*, in BeckOGK, AktG, Stand: 01.07.2020, § 58 Rn. 107–110.

106 *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 58 Rn. 61a.

107 *Gätsch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 4 Rn. 68, dort mit Fn. 4 und 5, wobei die dortigen Formulierungen undurchsichtig sind und implizieren, dass dieser ebenfalls (s. hierzu bereits die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 101) dem Irrtum unterliegt, es handle sich bei Scrip Dividends um eine Ausprägung des § 58 Abs. 5 AktG, lautet es doch im zugehörigen Haupttext: „Nach § 58 Abs. 5 AktG kann die Hauptversammlung, sofern die Satzung dies vorsieht, hinsichtlich des verteilungsfähigen Bilanzgewinns anstelle der üblichen Bardividende auch eine Sachausschüttung beschließen.“

108 *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 7a, sich allerdings lediglich auf die *Forward*-Struktur ‚Modell Telekom‘ beziehend.

109 *Hoffmann-Becking*, in: MHdb. GesR IV, § 47 Rn. 34.

110 *Ibrüg*, in: Happ/Groß, AktR, Muster 12.06 Anmerkung 2.1.

111 *Krause*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 6 Rn. 27b–e, der allerdings ausschließlich zum Aspekt der Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses iRd. *Forward*-Struktur ‚Modell Telekom‘ ausführt.

112 *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 183 Rn. 7.

113 *v. Nussbaum* in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 67a Rn. 91, er die Scrip Dividend an der betreffenden Stelle allerdings nur beiläufig erwähnt.

114 *Pöschke/Vogel*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 15 Rn. 9.

115 *Schlitt/Kreymborg*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 28.

116 *Schüppen*, in: MAH AktR, § 30 Rn. 41.

117 *Schumacher*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 9 Rn. 5a, 13, der indes ausschließlich zum Teilaspekt der steuerlichen Behandlung von Scrip Dividends ausführt.

118 *Schröer/Heusel*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 21 Rn. 2, deren Ausf. sich jedoch allein auf das Scrip Dividend ‚Modell Telekom‘ beziehen.

119 *Servatius*, in: Wachter, AktG, § 58 Rn. 18; *ders.*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 183 Rn. 12; § 188 Rn. 77; *ders.*, in BeckOGK, Stand: 01.07.2020, AktG, § 183 Rn. 13; § 188 Rn. 78.

120 *Steiner*, in: Heidel, AktG, § 174 Rn. 6.

121 *Vetter*, in GK, AktG, § 170 Rn. 119; *ders.*, § 174 Rn. 126.

122 *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 43.

des Gestaltungsinstruments durch *Schlitt/Kreymborg*<sup>123</sup> und der Ausführungen bei *Servatius*<sup>124</sup> – noch kürzer aus.

Dementsprechend vermögen die entsprechenden Beiträge schon ob der Kürze weitestgehend nicht eingehend zwischen sämtlichen denkbaren Strukturierungsvarianten des *Treasury*-Instruments zu differenzieren, jedenfalls aber nicht sämtliche juristischen Detailfragen um das Gestaltungsinstrument zu erörtern.

b) Strukturierungsschwierigkeiten im Hinblick auf das deutsche Aktien- & Kapitalmarktrecht

Eingängig zeigt sich letzteres exemplarisch daran, dass *Koch* in seinem Beitrag zwar festhält, dass sich die Zulässigkeit der in der Praxis zum Teil vorgenommenen Beschränkung des Angebots auf deutsche Aktionäre im Lichte des § 53a AktG bislang nicht diskutiert findet, zu diesem Aspekt im Folgenden selbst aber ebenfalls keine Stellung nimmt.<sup>125</sup>

Darüber hinaus präsentiert sich aber auch die von *Koch* thematisierte Frage nach der Prospektpflichtigkeit der Scrip Dividend vielschichtiger, als dieser mit der Feststellung, die Scrip Dividend sei prospektfrei, es wäre gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 4, Abs. 2 Nr. 5 WpPG (a.F., nunmehr finden sich entsprechende Regelungen in Art. 1 Abs. 4 lit. h), Abs. 5 lit. g) Alt. 2 EU-Prospektverordnung<sup>126</sup> (EU-ProspektVO) lediglich ein Informationsdokument erforderlich, suggeriert.<sup>127</sup> Die vorstehenden Regelungen sind nämlich, wie die späteren Ausführungen in den Kapiteln D.III.1.f)bb), D.III.2.c)ee)ddd), D.III.3.b)aa) und D.III.4.b)bb) eingehend aufzeigen, gerade nicht unterschiedslos auf sämtliche Konzeptualisierungen der Scrip Dividend anwendbar. Vielmehr ist diesbezüglich eine eingehende Differenzierung geboten. Insbesondere sind die von *Koch* in Bezug genomme-

---

123 *Schlitt/Kreymborg*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 28.

124 *Servatius*, in: Wachter, AktG, § 58 Rn. 18; *ders.*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 183 Rn. 12; § 188 Rn. 77; *ders.*, in BeckOGK, Stand: 01.07.2020, AktG, § 183 Rn. 13; § 188 Rn. 78.

125 *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a. Hierzu auch die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)ee)bbb).

126 Verordnung (EU) Nr. 2017/1129 vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG.

127 *S. Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a.

nen Ausnahmen von der Prospektpflichtigkeit dem Wortlaut nach, der die Ausschüttung von Dividenden in Form von Aktien voraussetzt, s. Art. 1 Abs. 4 lit. h), Abs. 5 lit. g) Alt. 2 EU-ProspektVO), zuvor § 4 Abs. 1 Nr. 4, Abs. 2 Nr. 4 Alt. 2 WpPG a.F., aber auch nicht auf die von ihm ins Auge gefassten *Forward*-Strukturen anwendbar, steht im Zentrum dieser Gestaltungen doch ein auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteter Gewinnverwendungsbeschluss. Im Kontext der iRd. Konzeptualisierungen im Zusammenhang mit der Bardividendenausschüttung angetragenen Aktienerwerbsoption ist daher allenfalls an eine analoge Anwendung der vorbezeichneten Regelungen bzw. an eine solche iRe. teleologischen Extension zu denken. Ersteres setzt allerdings seinerseits das Vorliegen einer planwidrigen Regelungslücke sowie einer vergleichbaren Interessenlage voraus, letzteres einen entsprechenden Telos der Norm, der eine Ausdehnung des betreffenden Prospektbefreiungstatbestands auf außerhalb des Wortlauts liegende Konstellationen der Sache nach rechtfertigt.<sup>128</sup>

Als weiteres Beispiel für ungeklärte Detailfragen rund um das Gestaltungsinstrument kann neben den vorgenannten Aspekten angeführt werden, dass sich auch die hinter dem *Treasury*-Instrument stehende, höchst interessante, kapitalaufbringungs- bzw. kapitalerhaltungsrechtliche, Problematik dergestalt, dass jedenfalls iRd. *Forward*-Strukturen unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung in Gestalt der Einbringung von (Teil-<sup>129</sup>)Dividendenansprüchen gegen Anteilsgewährung letztlich eine spezifische Ausprägung des *Debt-Equity-Swaps*<sup>130</sup> stattfindet, bislang soweit ersichtlich allein von *Schüppen*<sup>131</sup> und *Servatius*<sup>132</sup> angesprochen.

---

128 Eingehend zu diesem Problembereich in Kapitel D.III.3.b)aa) mitsamt den dortigen Verw.

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

130 Der Ausdruck *Debt-Equity-Swap* hat sich als Bezeichnung für Transaktionen, bei denen die Forderung eines Gläubigers gegen die Gesellschaft im Gegenzug für die Gewährung einer Beteiligung an dieser erlischt, eingebürgert, vgl. z.B. *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 183 Rn. 5; § 6 Rn. 13 f. mwN. in Fn. 11; *Schleusener*, *Debt-Equity-Swap*, passim; *Ekkenga*, ZGR 2009, 581 ff.; *M. Schmidt/Schlitt*, Der Konzern 2009, 279 ff. Diese Gestaltungsvariante ist ein beliebtes Sanierungsinstrument, weshalb der Terminus häufig im Zusammenhang mit § 225 Abs. 2 InsO auftaucht. Semantisch ist die Notio aber keinesfalls idS. restringiert. Vielmehr bildet der insolvenzrechtliche *Debt-Equity-Swap* einen Sonderfall der Einbringung einer Gesellschafterforderung in die Gesellschaft, vgl. hierzu bspw. *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 35. Eingehend zum insolvenzrechtlichen *Debt-Equity-Swap Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 182 Rn. 32c.

131 Zu diesem Aspekt bislang soweit ersichtlich allein *Schüppen*, in: MAH AktR, § 30 Rn. 41.

132 *Servatius*, in BeckOGK, Stand: 01.07.2020, AktG, § 183 Rn. 13.

Angesichts dessen ist nämlich die Frage aufzuwerfen, wie sich diese ‚Umwandlung von Fremd- (das mit dem Gewinnverwendungsbeschluss entstandene Forderungsrecht des Aktionärs stellt aus Sicht der Gesellschaft eine Verbindlichkeit und damit Fremdkapital dar) in Eigenkapital‘<sup>133</sup> aus rechtstechnischer Perspektive vollzieht bzw. welche Vorschriften es bei diesem Vorgang zu beachten gilt.

Geht man insofern – der tradierten Interpretation<sup>134</sup> folgend – davon aus, dass es sich bei der Einbringung von (Teil-)Dividendenansprüchen gegen die Gesellschaft um Sacheinlagen iSd. §§ 27, 183, 205 AktG handelt,<sup>136</sup> muss dies nämlich denkllogischerweise zur Konsequenz haben, dass (mutatis mutandis) die Sacheinlagekautele zur Anwendung gelangen, *conditio sine qua non* eine Werthaltigkeitsprüfung stattfinden.<sup>137</sup>

In Anbetracht der in diesem Kontext noch aufzuzeigenden, frappierenden, rechtsarchitektonischen Ähnlichkeiten<sup>138</sup> der *Forward*-Strukturen unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung mit der Kapitalerhöhung aus Ge-

133 In diesem Kontext signalisiert bereits der im Ausdruck *Debt-Equity-Swap* enthaltene Terminus *Swap*, dass entsprechende Strategien nur auf Tauschbasis möglich sind. Eine bloße ‚Änderungsvereinbarung‘, derer nach Schulden in Aktien ‚umgewandelt‘ werden, lässt das deutsche Aktienrecht nicht zu. Eingehend hierzu sowie zu den rechtssystematischen Zusammenhängen *Baums*, in: FS Canaris, Bd. II, S. 3 ff., 28.

134 Eingehend dazu die Ausf. in Kapitel D.III.3.b(cc)bbb)(4)(d)(aa).

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

136 Mit explizitem Bezug zur Scrip Dividend konstatieren zwar einige Autoren, dass es sich bei der Einbringung von Dividendenansprüchen um Sacheinlagen handelt, jedoch ohne dies kritisch zu hinterfragen und auf die hieraus resultierende Obligation zur Anwendung der Sacheinlagekautele (eingehend hierzu die Ausf. in Kapitel D.III.3.b(cc)ggg)) sowie die hiermit verbundene *conditio sine qua non* einer Werthaltigkeitsprüfung einzugehen, vgl. e.g. die Ausf. bei *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 183 Rn. 5; *Gätsch*, in: Marsch-Barnert/Schäfer, Hdb. AG, § 4 Rn. 68, dort mit Fn. 5; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a; *Krieger*, Focus Money, Dividenden; *Marsch-Barnert*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 183 Rn. 7; *Mense/Klie*, GWR 2015, 45, 47; *dies.*, GWR 2016, 111, 113; *Messemer*, BZ 194/2014, 10; *Parrandier/Schäfer*, Update B&F, Aktiendiv., 10; *Rieckers*, AR 2015, 179; *ders.*, DB 2015, 2131, 2135; *ders.*, DB 2016, 2526, 2531; *ders.*, DB 2017, 2786; *Schmidtman*, DB 2017, 2695; *Schwendemann*, AG 2015, R40, R41; *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8; *Wettich*, AG 2015, 534, 535; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 43; *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24. Das Erfordernis einer Werthaltigkeitsprüfung erwähnend, jedoch ohne die Gebotenheit dieser zu eruiieren: *Sickinger/Zipperle*, AG 2015, R189; *v. Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2; *Krause*, ZHR 2017, 641, 652.

137 Spezifisch dazu die Ausf. in Kapitel D.III.3.b(cc)ggg).

138 Eingehend hierzu die Ausf. in Kapitel D.III.3.b(cc)bbb)(5).

sellschaftsmitteln iSd. §§ 207 ff. AktG gilt es zudem, spezifisch vor dem Hintergrund des BGH-Urteils vom 26. Mai 1997<sup>139</sup>, zu erörtern, ob die vermittels ‚Einbringung der Dividendenansprüche gegen Anteilsgewährung‘ erfolgende ‚Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital‘ auch vermöge sinn- gemäßer Anwendung der §§ 207 ff. AktG vonstatten gehen kann.<sup>140</sup> Hier- auf wird insbesondere unter Rekurs auf ein offenbar – zumindest mehr oder minder – in Vergessenheit geratenes,<sup>141</sup> zur Scrip Dividend artver- wandtes, Gestaltungsinstrument, die sog. „Dividendenkapitalerhö- hung“<sup>142</sup>, auch als ‚Schütt-aus-hol-zurück‘-Verfahren<sup>143</sup> bekannt, einzuge- hen sein.<sup>144</sup>

So ist nämlich den vom Gesetzgeber grundsätzlich divergent ausgestal- ten Kapitalerhöhungsverfahren der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen sowie der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln inter alia ein zentraler Grundgedanke gemein: Zur Absicherung des Grundsatzes der realen Kapi- talaufbringung ist iR. unterschiedlich ausgestalteter Werthaltigkeits- bzw. Angemessenheitsprüfungen zu validieren, ob die einzubringenden Sach- einlagen den (Nenn-)Wert<sup>145</sup> der hierfür gewährten Aktien decken bzw. ob die per Passivtausch in Grundkapital umzuwandelnden Rücklagen tatsäch- lich vorhanden sind.<sup>146</sup>

Im Kontext der Scrip Dividend wird der Aspekt der Erforderlichkeit einer Werthaltigkeitsprüfung indes überhaupt nur von *v. Korff/Starke*<sup>147</sup>,

---

139 BGH, Urt. v. 26.05.1997 – II ZR 69/96, NJW 1997, 2516 f. S. in diesem Kontext auch die Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(5)(c) und (d).

140 S. hierzu die Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(5).

141 Zu diesem Aspekt s. die Ausf. in Kapitel C.II.2 mwN. zur vorgehend postulierten Faktizität dort in Fn. 363.

142 So bezeichnet *Wiedemann* diese Gestaltung, vgl. *Wiedemann*, ZGR 1997, Sonder- heft 13, S. 5, 17.

143 Zu den verschiedenen Varianten des teilweise auch als ‚Ausschüttungs-Rück- hol‘-Verfahren bekannten Verfahren s. unten in Kapitel C.II.1 mwN. in Fn. 361.

144 Zur Artverwandtheit von Scrip Dividend und ‚Schütt-aus-hol-zurück‘-Verfahren s. auch die Darlegungen in Kapitel C.II und D.III.3.b)cc)bbb)(5)(d). Die Paralle- len der beiden Gestaltungen erkennend bislang soweit ersichtlich allein *Ekkenga/Jaspers*, in: *Ekkenga*, Hdb. AG-Fin., Kapitel 4 Rn. 379 a.E.; *Krause*, ZHR 2017, 641, 650 f.; *Servatius*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, § 188 Rn. 177; *ders.*, in *BeckOGK*, Stand: 01.07.2020, § 188 Rn. 78.

145 S. in diesem Kontext auch die weitergehenden Ausf. und Nachw. in Fn. 754.

146 Eingehend hierzu die Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)ggg).

147 *v. Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2.

*Krause*<sup>148</sup> sowie *Sickingen/Zipperle*<sup>149</sup> erwähnt, jedoch ohne dass hierbei auf die vorgenannten Details eingegangen würde.

Schließlich bleibt die sich im vorstehenden Kontext aufdrängende Frage, wie es bei der in Bezug genommenen Einbringung von Dividendenansprüchen zum Zwecke der Erfüllung der durch Ausübung des Wahlrechts entstehenden Einlageschuld iSd. § 54 Abs. 1 AktG zum Untergang der Dividendenforderung des Aktionärs kommt, bislang ebenfalls weitgehend ungewürdigt.

Dergestalt konstatieren letztlich auch die entsprechenden Fachpublikationen einmütig ungeklärte Rechtsfragen um den mit der Scrip Dividend möglichst gemachten ‚Dividendendeal‘.<sup>150</sup>

Festgehalten werden kann also, dass wesentliche juristische Aspekte im Nexus der Wahldividende bislang unbehelligt geblieben sind und eine zusammenhängende Aufarbeitung des Themas bislang nicht geleistet worden ist.

## 7. Zielsetzung

Ziel dieser Arbeit soll es daher sein, ‚Licht ins Dunkel‘ um die Scrip Dividend zu bringen. Die Thematik ist von enormer praktischer Brisanz, trotz derer es aber, wie bereits aufgezeigt, an tiefgehenden und Detailfragen aufgreifenden rechtswissenschaftlichen Analysen fehlt. In diese wissenschaftliche Lücke soll die vorliegende Arbeit stoßen und dabei allgemeine Fragen auf abstraktem Niveau lösen, um die derart gewonnenen Erkenntnisse für Folgefragen nutzbar zu machen. Hierbei soll nicht nur die vorbezeichnete Forschungslücke geschlossen werden, vielmehr soll maßgeblich der recht-

---

148 *Krause*, ZHR 2017, 641, 646 f.

149 *Sickingen/Zipperle*, AG 2015, R189, R190.

150 Dies konstatierend e.g. auch *Sickingen/Zipperle*, AG 2015, R189 f., die titeln: „Die Aktiendividende – Trotz ungeklärter Rechtsfragen ein interessantes Kapitalmarktinstrument“; *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3, 5 schreiben vom „Problemfall Prospektspflicht“; *Parrandier/Schäfer*, Update B&F, Aktiendiv., 10 weisen darauf hin, dass eine „klare gesetzliche Regelung“ in Deutschland fehlt. Ähnlich: *Krieger*, Focus Money, Dividenden sowie *Bünder*, FAZ, Telekom, der im Kontext der ‚Aktiendividende‘ formuliert, diese bedeute „noch viel Arbeit für den Gesetzgeber und für die Unternehmen“. Vgl. ferner auch *Wolf*, BZ 243/2014, 9 der verbalisiert: „Unterschiedliche Meinungen gibt es zum Beispiel für die Einbeziehung von ausländischen Investoren.“

liche Handlungsrahmen im Bereich Scrip Dividends abgesteckt und somit schließlich die Investitionssicherheit in Deutschland gefördert werden.

Überdies soll die Dissertation auch der Praxis als Ratgeber dienen und der Wahldividende so zur Salonfähigkeit in Deutschland verhelfen. Die Klärung offener Rechtsfragen um den Dividendendeal soll dazu beitragen, deutschen Kapitalgesellschaften ein weiteres kapitalmarktrechtliches Gestaltungsinstrument iRd. Ausschüttungspolitik an die Hand zu geben, mit dem durch Liquiditätserhalt<sup>151</sup> der für strategische Zukunftsinvestitionen bzw. der zum Verschuldungsabbau erforderliche finanzielle Spielraum geschaffen werden kann. Auf diese Weise soll die Arbeit letztlich einen Beitrag zur Stärkung Deutschlands als Wirtschaftsstandort leisten.

Die sich mit Blick auf Scrip Dividends als Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsinstrument zur Schaffung des Spielraums für strategische Zukunftsinvestitionen aufdrängende Frage, ob die angestrebten Investitionen überhaupt mit Eigenkapital bewältigt werden sollten, oder stattdessen – insbesondere in Anbetracht des aktuellen Niedrigzinsumfeldes<sup>152</sup> sowie der in Kapitel C.VII.2.c) thematisierten Problematik des fehlenden Bezugs der kumulierten einbehaltenen Mittel zu den Investitionsmöglichkeiten der Gesellschaft – nicht schlicht Fremdkapital akquiriert werden sollte, wird dabei aus zweierlei Gründen bewusst ausgeklammert.

Erstens können mannigfaltige betriebswirtschaftliche Gründe gegen eine Investitionsfinanzierung durch Fremdkapital sprechen. Insofern kann bereits der Zwang, externes Kapital beschaffen zu müssen, bzw. der mit der Beschaffung externen Kapitals verbundene Aufwand dazu führen, dass Investitionen trotz positiven Kapitalwerts des geplanten Projektes nicht durchgeführt werden (*underinvestment*-Problematik).<sup>153</sup> Exemplarisch seien an dieser Stelle ferner diejenigen betriebswirtschaftlichen Gründe genannt, dass Fremdkapital anders als Eigenkapital nur zeitlich begrenzt zur Verfügung steht, dass infolge einer Fremdkapitalaufnahme Zins- und Tilgungsraten anfallen, die auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten zu zah-

---

151 Zur Validität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments s. schon die Ausf. und Verw. in Fn. 25.

152 Vgl. hierzu bereits in Fn. 1.

153 Vgl. e.g. *Myers/Majluf*, JFE 13 (1984), 187, 219. Möglichen Hintergrund einer entsprechenden Aversion gegenüber der Fremdkapitalaufnahme bilden nicht nur die iRd. Kapitalbeschaffung entstehenden Kosten, sondern allem voran die Resistenz von Unternehmen zur Informationspreisgabe, so letztere zum Zwecke der Erlangung der Zustimmung des jeweiligen Kreditgebers zur Finanzierung doch iaR. zwingend erforderlich sein dürfte.

len sind, sowie die aus der Fremdkapitalaufnahme resultierende Abhängigkeit.

Zweitens entstanden Scrip Dividends auf der Suche nach flexibleren Dividendenstrategien, nicht auf der nach neuen Finanzierungskanälen; seine Existenz verdankt das Gestaltungsinstrument dem im seit 2009 andauernden Niedrigzinsumfeld sowie in Anbetracht der im volatilen Marktumfeld überdurchschnittlich bewerteten Aktienmärkte bei privaten wie auch institutionellen<sup>154</sup> Anlegern aufgetretenen Bestreben,<sup>155</sup> erwirtschaftete Erträge nicht ausgeschüttet zu erhalten, sondern diese (mangels gleich attraktiver alternativer Investitionsmöglichkeiten) zum Ausbau der eigenen Unternehmensbeteiligung zu verwenden.<sup>156</sup> Das *Treasury*-Instrument fand seine Konzeption also mit dem Ziel, dem Aktionariat eine schnelle Reinvestitionsmöglichkeit bzgl. der Dividende bieten zu können und diesem dergestalt die Option zur unternehmerischen Partizipation am Erfolg des vergangenen Geschäftsjahres zu eröffnen. Ein entsprechender Ansatz, der alleinig die Finanzierungsperspektive in den Fokus rückte, vermöchte den Blickwinkel auf den Impetus der Konzipierung des *Treasury*-Instruments folglich völlig zu verstellen.

## V. Gang der Untersuchung

Ausgehend von den vorbezeichneten Untersuchungszielen wird die Arbeit in mehreren Teilen voranschreiten und dabei vom Allgemeinen ins Spezielle wandern.

Dergestalt lässt es das Wesen der Scrip Dividend aufgrund ihrer Charakterisierung als kapitalmarktrechtliches Gestaltungsinstrument iRd. Dividendenpolitik erforderlich erscheinen, in einem ersten Teil der Arbeit auf die Grundlagen der Ausschüttungspolitik sowie deren wirtschaftswissenschaftliche Hintergründe einzugehen, um beim Leser so ein umfassendes Verständnis für das ‚Spannungsfeld Ausschüttungspolitik‘, dem das *Treasury*-Instrument seine Existenz verdankt, zu schaffen.

Im Anschluss an die Bildung dieser Verständnisgrundlagen soll in Kapitel C der Frage nach der rechtstatsächlichen Bedeutung von Scrip Dividends für den deutschen Kapitalmarkt nachgegangen werden, wobei – unter Berücksichtigung der mit der Implementierung des Gestaltungsinstru-

---

154 S. hierzu bereits die obigen Ausf. in Fn. 2.

155 S. dazu auch die Ausf. zur Repräsentativumfrage des *DIRK* in Kapitel C.VI.1.

156 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 4.

ments einhergehenden Gefahren – auch ein Ausblick bzgl. der künftigen Verbreitung des *Treasury*-Instruments gegeben werden soll.

Ziel des sich hieran anschließenden Kapitels D ist es, mit den im Bedeutungsnexus der Scrip Dividend kursierenden terminologischen Mängeln aufzuräumen und die sich hinter dem Begriff verbergende(n) Gestaltung(en) ‚von unten her‘, unter Rekurs auf den für die Implementierung des Gestaltungsinstruments maßgeblichen Impetus, qua Entwicklung divergierender rechtlicher Strukturierungsvarianten des Dividendenwahlrechts, zu ‚materialisieren‘. Insofern sollen neben den bisher am deutschen Kapitalmarkt praktizierten Erscheinungsformen der Scrip Dividend auch weitere – soweit ersichtlich bislang ungewürdigt gebliebene – Strukturierungsvarianten analysiert werden, bezüglich derer die gelegentliche, den Blick vornehmlich nach Frankreich und Spanien richtende, rechtsexegetische Komparatistik zusätzlichen Erkenntnisgewinn verspricht.

Schließlich wird in Kapitel E der Frage nachgegangen, ob es de lege ferenda wünschenswert wäre, der Gesetzgeber schüfe in Anbetracht der bereits eingangs statuierten Regelungsarmut entsprechende Normierungen bzw. Erleichterungen für die Scrip Dividend.