

## B. Die Scrip Dividend – Ein Gestaltungsinstrument der Ausschüttungspolitik

Die Entwicklung von grundsätzlichem Verständnis für das Wesen der Scrip Dividend lässt es aufgrund ihrer Charakterisierung als kapitalmarkt-rechtliches Gestaltungsinstrument iRd. Dividendenpolitik erforderlich erscheinen, in einem ersten Teil der Arbeit auf die Grundlagen der Ausschüttungspolitik einzugehen. Ziel dieses Kapitels ist es daher, dem Leser ein umfassendes Verständnis für das ‚Spannungsfeld Ausschüttungspolitik‘ zu vermitteln. Diesbezüglich werden im Folgenden nicht nur die rechtlichen Rahmenbedingungen aufgezeigt und die von den betreffenden Normen verwendeten Termini erklärt, sondern darüber hinaus dargestellt, inwiefern wirtschaftswissenschaftliche Erkenntnisse einerseits zur Prägung der vom Gesetzgeber normierten Ausschüttungsregelungen beigetragen haben, andererseits aber auch darüber entscheiden, inwiefern der rechtliche Rahmen ausgeschöpft wird. Im weiteren Verlauf werden dann die Interdependenzen zwischen Ausschüttungs- und Finanzierungs- sowie Investitionspolitik aufgezeigt, um hierdurch ein Verständnis für das Spannungsfeld, dem dieser *Dernier Cri* der Dividendenpolitik seine Existenz verdankt, zu schaffen.

### I. Rechtliche Schranken der Ausschüttungspolitik

Denklogischerweise dürfen Ausschüttungen nur im gesetzlich zulässigen Rahmen erfolgen; societatis causa veranlasste Leistungen der Gesellschaft an den Aktionär sind nur insoweit zulässig, als nicht gegen das Prinzip der Kapitalerhaltung<sup>157</sup> verstoßen wird.

---

157 Zentrale aktienrechtliche Vorschrift der Kapitalerhaltung ist § 57 AktG, der durch die §§ 59, 62, 66 Abs. 2 und 71 ff. AktG ergänzt wird. Vgl. hierzu anstatt vieler Bayer, in: MüKo, AktG, § 57 Rn. 1.

## 1. Das Kapitalaufbringungs- & das Kapitalerhaltungsrecht

Dabei ergänzt das letztbezeichnete Maxime das Prinzip der Kapitalaufbringung<sup>158</sup>, die Magna Carta des Kapitalgesellschaftsrechts. Beide Prinzipien sind aufgrund des in § 1 Abs. 1 S. 2 AktG verankerten Ausschlusses der persönlichen Haftung (sprich: Gläubigern der Gesellschaft haftet nur das Gesellschaftsvermögen; die Inanspruchnahme der Aktionäre aus Verbindlichkeiten der Aktiengesellschaft durch Gläubiger der Gesellschaft ist damit – anders als die der Gesellschafter einer Personengesellschaft (s. § 128 HGB) – grundsätzlich ausgeschlossen<sup>159</sup>) nicht wegzudenken. Sie sind, wie die Haftungsexklusivität selbst, Wesensmerkmale der AG.<sup>160</sup>

- 
- 158 Zum Grundsatz der (realen) Kapitalaufbringung bei der AG vgl. anstatt vieler *Pentz*, in: MüKo, AktG, § 27 Rn. 5, der die §§ 1 Abs. 2, 2, 29; §§ 9, 36a Abs. 2 S. 3; § 26; §§ 27, 32 Abs. 2, 33 Abs. 2 Nr. 4, 34 Abs. 1, 2, 36a Abs. 2, 37 Abs. 4 Nr. 2, 38, 41 Abs. 3; §§ 36a, 36 Abs. 2 S. 2, 54 Abs. 2 und 3, 37 Abs. 1; §§ 46 ff. sowie die §§ 64, 65, 66 AktG als für die Verkörperung des Prinzips der Kapitalaufbringung maßgeblichen Normen benennt. S. ferner auch *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 1 Rn. 11.
- 159 Hierzu sowie zu den gesetzlichen Einschränkungen und zum sog. „Durchgriff“: *Fock*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 1 Rn. 35 ff.; *Heider*, in: MüKo, AktG, § 1 Rn. 46 ff.; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 1 Rn. 17 ff.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 1 Rn. 8, 9 sowie 15 ff.; *Lange*, in: Henssler/Strohn, GesR, § 1 Rn. 8, 9; *Solveen*, in: Hölterers, AktG, § 1 Rn. 7 ff.
- 160 Diese und die folgenden Darlegungen gelten nicht nur für deutsche Aktiengesellschaften, sondern auch für ‚deutsche‘ *Societates Europaeas*, sprich in der supranational europäischen Rechtsform der SE gegründete bzw. dahingehend umfirmierte Gesellschaften mit Sitz in Deutschland. Für das Kapital der SE, dessen Erhaltung und Änderung (sprich Erhöhung und Herabsetzung) sowie für Aktien und Schuldverschreibungen gelten nämlich gemäß Art. 5 SE-VO (Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE)) vorbehaltlich des Art. 4 Abs. 1 und 2 SE-VO die Vorschriften, die für eine AG mit Sitz in dem Mitgliedsstaat, in dem die SE eingetragen ist, gelten würden. Selbiges ordnet Art. 15 Abs. 1 SE-VO (unter dem Vorbehalt, dass die SE-VO in den Art. 17 ff. keine Sonderregelungen beinhaltet) im Hinblick auf die Gründungsvorschriften, mithin die Grundsätze der Kapitalaufbringung (Art. 5 SE-VO enthält diesen Verweis auf die kapitalaufbringungsrechtlichen Vorschriften nicht, da sich die Norm auf „das Kapital der SE“ bezieht, die SE aber nach Art. 16 Abs. 1 SE-VO erst mit der Eintragung ins Handelsregister (und damit nach Kapitalaufbringung) entsteht, vgl. *Oechsler/Mybaylova*, in: MüKo, AktG, Art. 5 SE-VO Rn. 7 mwN. in Fn. 20), die den zentralen rechtlichen Rahmen der SE-Gründung bilden, an. Demzufolge unterliegt eine SE mit Sitz in Deutschland insbesondere den Regelungen des Aktiengesetzes zur Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung (erwähnt sei diesbezüglich insbesondere das für die Kapitalerhaltung zentrale, in § 57 Abs. 3 AktG normier-

In aller Deutlichkeit vom Gesetzgeber so benannt werden die beiden Grundsätze nicht, sie finden sich aber in einer Vielzahl von Normen<sup>161</sup> verankert und liegen als tragende Rechtsgedanken dem gesamten Recht der Kapitalgesellschaften zu Grunde.

Die diese Prinzipien inkarnierenden Vorschriften des Aktiengesetzes sollen im Interesse der Gläubiger und der künftigen Aktionäre sicherstellen, dass die Gesellschafter qua ihrer Einlagen in das Gesellschaftsvermögen – als Äquivalent bzw. Substitut für den Ausschluss der persönlichen Haftung, vgl. § 1 Abs. 1 S. 2 AktG – ein Garantiekapital iSe. „Haftungsfonds“<sup>162</sup> aufbringen und dort belassen.

Insofern ist es Aufgabe des Kapitalaufbringungsrechts, sicherzustellen, dass das in der Satzung festgesetzte (s. § 23 Abs. 2 Nr. 3 AktG<sup>163</sup>) bzw. nach Eintragung auch im Handelsregister verlautbarte, als Betriebsfond, Verlustpolster und insbesondere den Gläubigern als Deckungsmasse iSe. Haftungsfonds dienende, Grundkapital zumindest einmal bei Gründung sowie bei jeder Kapitalerhöhung<sup>164</sup> tatsächlich und endgültig zur freien Verfügung der Aktiengesellschaft steht.<sup>165</sup> Ergänzt wird das Kapitalaufbringungsrecht durch das Kapitalerhaltungsrecht, dessen Zwecksetzung es aus-

---

te, ‚Verbot der Einlagenrückgewähr‘) sowie zur Kapitalerhöhung (§§ 182 ff. AktG) und zur Kapitalherabsetzung (§§ 222 bis 240 AktG). In Bezug auf Kapitalerhöhungen kann bei der deutschen SE, wie auch bei der AG, bedingtes (§§ 192–201 AktG) und genehmigtes (§§ 202–206 AktG) Kapital geschaffen werden. Ferner können bei der deutschen SE nach den §§ 207 ff. AktG Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln durchgeführt werden. Ebenso kann die deutsche SE unter den Voraussetzungen der §§ 71 ff. AktG eigene Aktien erwerben. Detaillierte Darlegungen zu Kapitalerhaltung und -maßnahmen der SE finden sich bei *Binder et al.*, Europ. AG, § 4 Rn. 41 ff.

161 Dazu bereits in den Fn. 157 und 158.

162 *Katzenstein*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 27 Rn. 2.

163 § 23 Abs. 2 AktG betrifft die sog. ‚Aktienübernahmeerklärung‘. Mit der Erklärung, eine gewisse Anzahl an Aktien zu übernehmen, korrespondiert die Pflicht, in entsprechendem Umfang Einlagen zu leisten, s. § 54 AktG. Vgl. hierzu auch *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 23 Rn. 16; *Limmer*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 23 Rn. 24; *Solveen*, in: Hölters, AktG, § 23 Rn. 15; *Vedder*, in: Grigoleit, AktG, § 23 Rn. 18.

164 S. *Katzenstein*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 27 Rn. 2.

165 Vgl. hierzu auch *Katzenstein*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 27 Rn. 2; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 1 Rn. 11; *Lange*, in: Henssler/Strohn, GesR, § 1 Rn. 11. Ebenso, jedoch unter Verwendung divergierender Terminologie („Haftungskapital“): *Pentz*, in: MüKo, AktG, § 27 Rn. 4.

weislich *Bayers* eingängiger Formulierung ist, zu gewährleisten, dass aufgebrachtes Kapital „nicht willkürlich an die Anteilseigner zurückfließt [...]“. <sup>166</sup>

Dreh- und Angelpunkt der Frage, ob Vermögen der Kapitalgesellschaft an einzelne oder sämtliche Aktionäre societatis causa verteilt werden darf, ist die Regelung in § 57 AktG.<sup>167</sup> Dort findet sich in § 57 Abs. 1 S. 1 AktG<sup>168</sup> iVm. § 57 Abs. 3 AktG<sup>169</sup> der „Grundsatz der umfassenden Vermögensbindung“<sup>170</sup> normiert, der, so *Rieckers*, jede „von der Gesellschaft dem Aktionär erbrachte, auf seiner Gesellschafterstellung beruhende Leistung, auf die ihm das Aktiengesetz keinen Anspruch gewährt und die auch nicht

---

166 S. anstatt vieler *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 57 Rn. 1 (Hervorhebung im Original). Zu bedenken ist in diesem Kontext, dass die geleisteten Einlagen nicht nur den Haftungsfonds der AG, sondern zugleich deren Betriebsvermögen bilden. Schutz vor ‚Verwirtschaftung‘ aber kann das Kapitalerhaltungsrecht nicht bieten, weshalb das „Ziel [der Kapitalerhaltung] nur sehr begrenzt in der Weise realisiert werden [kann], dass kein Rückfluss an Aktionäre erfolgt.“, s. *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 1 Rn. 12.

167 Für die Anwendbarkeit des § 57 Abs. 1 und Abs. 3 AktG auf die SE s. schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 160. Vgl. hierzu auch die Ausf. bei *Martens*, in: Lutter, Europ. AG, S. 165, 183, der in diesem Zusammenhang vom „Evidenzcharakter“ des Verbots der Einlagenrückgewähr spricht, sowie *Kersting*, DB 2001, 2079, 2086. Eingehend: *Oechsler/Myhaylova*, in: MüKo, AktG, Art. 5 SE.VO Rn. 9, 10.

168 Dem Wortlaut nach verbietet § 57 Abs. 1 S. 1 AktG nur die Rückgewähr von geleisteten Einlagen iSd. § 54 Abs. 1 AktG. Lit. und Rspr. legen die Regelung indessen entgegen dem (teils als missverständlich bezeichneten, s. bspw. *Kraft/Rieckers*, in: MHdb. GesR IV, § 16 Rn. 58 sowie *Drygala/Staake/Szalai*, KapGesR, § 20 Rn. 25) Wortlaut und mit Blick auf dem Schutzzweck iRe. teleologischen Extension dergestalt aus, dass sich das Rückgewährverbot auf das gesamte Gesellschaftsvermögen erstreckt. Diese Auslegung der Regelung weg vom bloßen ‚Verbot der Einlagenrückgewähr‘ hin zum ‚Grundsatz der umfassenden Vermögensbindung‘ ergibt sich dabei insbesondere aus § 57 Abs. 3 AktG, lässt letztgenannte Norm die Reichweite der in § 57 Abs. 1 AktG getroffenen Regelung doch erst erkennen. Insofern kann § 57 Abs. 3 AktG entgegen *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 57 Rn. 218, auch nicht „ohne weiteres gestrichen werden“. In letzterem Sinne jedoch auch *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 57 Rn. 1.

169 ISd. in Fn. 168 erläuterten Klarstellungsfunktion des § 57 Abs. 3 AktG auch *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 57 Rn. 1; *Drygala*, in: KK, AktG, § 57 Rn. 16; *Drygala/Staake/Szalai*, KapGesR, § 20 Rn. 25 ff.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 57 Rn. 1; *Kraft/Rieckers*, in: MHdb. GesR IV, § 16 Rn. 58.

170 Terminologisch nach *Kraft/Rieckers*, in: MHdb. GesR IV, § 16 Rn. 58 (Hervorhebung im Original; dort allerdings nicht kursiv, sondern fett).

auf Grund einer speziellen gesetzlichen Regelung zugelassen ist<sup>171</sup>, tertium non datur,<sup>172</sup> untersagt.

Auf diese Weise wird der Zugriff des Aktionariats auf das Gesellschaftsvermögen auf einige wenige Kanäle restringiert. Allerdings sind die in diesem Sachzusammenhang in der Literatur anzutreffenden Formulierungen oftmals irreführend oder ungenau.

Anekdotisch sei diesbezüglich auf die Ausführungen bei *Cahn/v. Spannenberg* verwiesen, die statuieren, dass nach § 57 Abs. 3 AktG „vor der Auflösung der Gesellschaft jede Zuwendung an die Aktionäre mit Ausnahme der Verteilung von Bilanzgewinn gegen die aktienrechtliche Vermögensbindung [verstößt]. [...] §§ 59, 71 ff. enthalten Ausnahmen von diesem Ausschüttungsverbot.“<sup>173</sup>.

Insofern setzt sich der erstzitierte Satz nämlich nicht nur in Widerspruch zum zweitzitierten, vielmehr enthalten die §§ 71 ff. AktG auch keine ‚Ausnahmen‘ vom Verbot der Einlagenrückgewähr, sondern normieren die Zulässigkeit des Erwerbs eigener Aktien als solchen. Die korrespondierende Ausnahme vom Prinzip der Kapitalerhaltung,<sup>174</sup> die die Zahlung eines (angemessenen) Erwerbspreises für den in Einklang mit § 71 AktG stehenden Rückerwerb eigener Aktien – im Wege der gesetzlichen Fiktion –

---

171 BGH, Urt. v. 31.05.2011 – II ZR 141/09, NJW 2011, 2719, 2720.

172 S. auch die behältliche Formulierung bei *Lutter*, in: KK<sup>2</sup>, AktG, § 57 Rn. 5 (dort auch mwN.): „Was nicht Verteilung von Bilanzgewinn (oder Ausnahmefall) ist, ist Einlagenrückgewähr: Tertium non datur.“. Ebenso *Henze*, NZG 2005, 115, 120; *ders.*, in: GK, AktG, § 57 Rn. 9 sowie dort in Fn. 20.

173 *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 57 Rn. 1. IdS. auch *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 57 Rn. 3; *Drygala*, in: KK, AktG, § 57 Rn. 16.

174 Im Erwerb eigener Aktien liegt grundsätzlich ein Verstoß gegen § 57 Abs. 1 S. 1 AktG, da die Kaufpreiszahlung keine Verteilung von Bilanzgewinn iSv. § 57 Abs. 3 AktG ist. Mit dem Abkauf der Aktie(n) ist eine Kapitalrückgewähr verbunden während die AG zugleich durch die Beteiligung an sich selbst einen wirtschaftlichen Gegenwert nicht erlangt (sehr eingängig insofern die Ausf. von *Bezenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 2: „Eigene Aktien sind für die Gesellschaft ohne Wert, denn sie weisen ihr das Gesellschaftsvermögen, das sie ohnehin schon gegenständlich und dinglich hat, nur noch ein weiteres Mal gesellschaftsrechtlich vermittelt und dem Wert nach zu, aber das bringt der Gesellschaft keinen Vorteil.“). S. hierzu auch Begr. RegE AktG 1965 bei *Kropff*, AktG 1965, S. 90; *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 57 Rn. 41 mwN. in Fn. 149; *Drinhausen*, in: Heidel, AktG, § 57 Rn. 31; *Drygala*, in: KK, AktG, § 57 Rn. 95; § 71 Rn. 16 mwN.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 57 Rn. 20; *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 57 Rn. 14. AA.: *Bezenberger*, Eigene Aktien, Rn. 63 ff., wonach der zulässige Aktienrückkauf keine Einlagenrückgewähr ist.

von der Vermögensbindung des § 57 Abs. 1 S. 1, Abs. 3 AktG ausnimmt, findet sich hingegen in § 57 Abs. 1 S. 2 AktG niedergelegt.<sup>175</sup>

Zudem erfolgt auf diese Weise lediglich eine systemgerechte Abstimmung des § 57 AktG auf die §§ 71 ff. AktG, die den Rückerwerb eigener Aktien zu marktüblichen Konditionen erlaubt, indessen aber keine unbeschränkte Befreiung vom Prinzip der umfassenden Vermögensbindung normiert; dem Verbot des § 57 Abs. 1 S. 1 AktG enthoben wird nur die Zahlung eines angemessenen, nicht im Missverhältnis zum Wert der zu erwerbenden Aktien stehenden,<sup>176</sup> Erwerbspreises, während hierüber hinausgehende Vermögenszuwendungen an den veräußernden Aktionär eine verdeckte und verbotenermaßen erfolgende Einlagenrückgewähr darstellen.<sup>177</sup> Gleichsam gewährleistet die in § 71 Abs. 2 S. 2 AktG normierte Erwerbsschranke, dass der Erwerb nicht zulasten des gebundenen Kapitals geht.<sup>178</sup>

Ferner geben aber auch die übrigen Ausführungen an der betreffenden Stelle<sup>179</sup> die tatsächliche Rechtslage in Bezug auf das grundsätzliche Ausschüttungsverbot und Exzeptionen hiervon nur unzureichend wieder. Denn: Neben der von *Cahn/v. Spannenberg* erwähnten, in § 59 AktG gere-

---

175 Explizit idS. bspw. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 57 Rn. 130; *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 57 Rn. 43; *Drinhausen*, in: Heidel, AktG, § 57 Rn. 31; *Drygala*, in: KK, AktG, § 57 Rn. 95; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 57 Rn. 20; *Henze*, in: GK, AktG, § 57 Rn. 183; *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 57 Rn. 14; *Lange*, in: Hennsler/Strohn, GesR, § 57 Rn. 10; *Wieneke*, in: Bürgers/Körper, AktG, § 71 Rn. 1.

176 Bei börsennotierten Aktien ist konsequenterweise ausschließlich der Börsenkurs als Preis zulässig, s. auch *Henze*, in: GK, AktG, § 57 Rn. 65.

177 Vgl. aus der Rspr. OLG Jena, Urt. v. 30.07.2014 – 2 U 920/13, AG 2014, 160, 161. Aus der Lit. e.g. *Baum*, ZHR 2003, 580, 593; *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 57 Rn. 130; *Bednarz*, Ermächtigungsbeschluss, S. 72 ff.; *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 87, 215, 235 ff., 286; *Bieder*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 9 Rn. 31; *Bosse*, NZG 2000, 16, 17; *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 45 mwN. in Fn. 182; *DAV*, ZIP 1997, 163, 171 Rn. 95; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 57 Rn. 34 mwN. in Fn. 202; *Kessler/Suchan*, BB 2000, 2529, 2530; *Kiem*, ZIP 2000, 209, 211; *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 56; *Peltzer*, WM 1998, 322, 329; *Kraft/Rieckers*, in: MHdb. GesR IV, § 16 Rn. 58; *Saria*, NZG 2000, 458 459. Vgl. auch BFH, Urt. v. 16.02.1977 – I R 163/75, BFHE 122, 52, 53 und BFH, Urt. v. 16.07.1965 – VI 71/64 U sowie BMF-Schreiben v. 02.12.1998, BStBl. I, 1509, 1510, wo ein solcher Vorgang steuerrechtlich als verdeckte Gewinnausschüttung gewertet wird. AA.: *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 5; *ders.*, Eigene Aktien, Rn. 67, 136 ff., 152; *Huber*, in: FS Kropff, S. 101, 114 f.

178 Vgl. anstatt vieler *Wieneke*, in: Bürgers/Körper, AktG, § 71 Rn. 1.

179 *S. Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 57 Rn. 1.

gelten, Ausnahme, die wie § 58 Abs. 3 AktG den Bilanzgewinn betrifft, finden sich z.B. in den S. 2–4 des § 57 Abs. 1 AktG weitere Ausnahmen geregelt.

Von der Gesellschaft dem Aktionär *causa societatis* erbrachte Leistungen sind demnach auf folgenden Kanälen zulässig: Gemäß § 57 Abs. 1 S. 2 AktG als angemessene Gegenleistung für den Erwerb eigener Aktien sowie § 57 Abs. 1 S. 3 Alt. 2 AktG folgend beim sog. *„dealing at arms' length“*, also bei Verkehrsgeschäften zu marktüblichen Konditionen.<sup>180</sup> Weiter sind Vermögensverschiebungen hin zu den Aktionären bei Bestehen eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags, vgl. § 57 Abs. 1 S. 3 Alt. 1 AktG<sup>181</sup>, ebenso wie Auskehrungen im Wege der Auf- oder Abspaltung, vgl. § 123 Abs. 1 und Abs. 2 UmwG, zulässig. Überdies erfolgt auch iRd. ordentlichen Kapitalherabsetzung nach Maßgabe der §§ 222 Abs. 3, 225 AktG eine Durchbrechung des Verbots der Einlagenrückgewähr.

Der Bilanzgewinn darf nicht nur verteilt werden (vgl. § 57 Abs. 3 AktG), vielmehr spricht das Gesetz den Aktionären in § 58 Abs. 4 AktG sogar einen grundsätzlichen<sup>182</sup> Anspruch auf diesen zu. Auch als mitgliedschaftlicher Gewinnbeteiligungsanspruch<sup>183</sup> betitelt, entsteht diese abstrakte Gewinnberechtigung mit Feststellung des Jahresabschlusses, vorausgesetzt dieser weist einen Bilanzgewinn aus.<sup>184</sup>

---

180 Gemeint sind Austauschgeschäfte, bei denen die Leistung „durch einen vollwertigen Gegenleistungs- oder Rückgewähranspruch gegen den Aktionär gedeckt [ist]“, vgl. den Wortlaut des § 57 Abs. 1 S. 2 Alt. 2 AktG.

181 Entsprechende Verträge heben die Vermögensbindung des § 57 AktG natürlich nur zugunsten des jeweiligen Vertragspartners auf. Dieser erkaufte sich den ‚freien‘ Zugriff auf den Haftungsfonds *inter alia* durch Eingehung der Verpflichtung zum Ausgleich etwaiger Jahresfehlbeträge nach Maßgabe des § 302 Abs. 1 AktG.

182 Vgl. die einschränkende Formulierung in § 58 Abs. 4 AktG: „[...] soweit er [der Bilanzgewinn] nicht [...] von der Verteilung unter die Aktionäre ausgeschlossen ist“. S. hierzu auch die Ausf. bei *Grigoleit/Zellner*, in: *Grigoleit, AktG*, § 58 Rn. 26 ff. sowie *Koch*, in: *Hüffer/Koch, AktG*, § 57 Rn. 27.

183 Aus der Lit. e.g. *Bayer*, in: *MüKo, AktG*, § 58 Rn. 97, 98 mwN. in Fn. 260; *Cahn/v. Spannenberg*, in: *Spindler/Stilz, AktG*, § 58 Rn. 91; *Drinhausen*, in: *Heidel, AktG*, § 58 Rn. 40; *Grigoleit/Zellner*, in: *Grigoleit, AktG*, § 58 Rn. 31, 32; *Koch*, in: *Hüffer/Koch, AktG*, § 58 Rn. 26, 27. Aus der Rspr. bspw. BGH, Urt. v. 28.10.1993 – IX ZR 21/93, NJW 1994, 323, 325. Kritisch gegenüber der Existenz eines „mitgliedschaftlichen Gewinnanspruchs“: *Waclawik*, in: *Hölters, AktG*, § 58 Rn. 29–32.

184 Vgl. *Bayer*, in: *MüKo, AktG*, § 58 Rn. 99; *Cahn/v. Spannenberg*, in: *Spindler/Stilz, AktG*, § 58 Rn. 91; *Grigoleit/Zellner*, in: *Grigoleit, AktG*, § 58 Rn. 31; *Koch*, in: *Hüffer/Koch, AktG*, § 58 Rn. 26.

Streng hiervon zu trennen ist der konkrete Gewinnanspruch (auch: Dividendenanspruch bzw. Gewinnauszahlungsanspruch): Letztgenannter Anspruch des Aktionärs gegen die Gesellschaft auf Auszahlung einer Dividende entsteht nämlich erst dann, wenn die Hauptversammlung einen wirksamen Gewinnverwendungsbeschluss gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2, 58 Abs. 3 AktG mit entsprechendem Inhalt gefasst hat und gründet sodann auf § 58 Abs. 4 AktG iVm. diesem Beschluss.<sup>185</sup>

Der ‚bloße‘ mitgliedschaftliche Gewinnbeteiligungsanspruch hingegen gibt dem einzelnen Aktionär lediglich das Recht, die Herbeiführung eines Gewinnverwendungsbeschlusses zu verlangen – ggf. sogar im Wege der Klage, sollte ein solcher nicht innerhalb der Frist des § 175 Abs. 1 S. 2 AktG zustande kommen.<sup>186</sup>

## 2. Terminologie

Aufgrund dessen, dass sowohl ein Blick in die wirtschaftswissenschaftliche Literatur zur Ausschüttungspolitik als auch die Lektüre der einschlägigen gesetzlichen Normen mit verschiedenen Fachtermini konfrontiert, hat den weiteren Ausführungen eine kurze Erläuterung der zentralen Begrifflichkeiten voranzugehen.

Zu beginnen ist diesbezüglich bereits beim Begriff Ausschüttungspolitik selbst, den *Ammann/Seiz/Zulauf* wie folgt definieren: „Unter Ausschüttungspolitik versteht man alle unternehmenspolitischen Maßnahmen, die sich auf die Festsetzung des Betrags beziehen, der zugunsten der Investoren ausgeschüttet werden soll. Der gesamte ausgeschüttete Betrag ergibt sich aus der Summe der verschiedenen Ausschüttungsmöglichkeiten, die einer Unternehmung zur Verfügung stehen.“<sup>187</sup>

Auch die §§ 57, 58 AktG verwenden mit den vorgenannten Begriffen ‚Jahresabschluss‘ und ‚Bilanzgewinn‘ Fachtermini. Diese nehmen auf im Handelsgesetzbuch (HGB) normierte Rechnungslegungsvorschriften Bezug.

---

185 AllgM. S. anstatt vieler *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 104 mwN. in Fn. 279.

186 AllgM. S. anstatt vieler *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 99 f. mwN. in den zugehörigen Fn. Aus der Rspr. s. e.g.: BGH, Urt. v. 03.11.1975 – II ZR 67/73, BGHZ 65, 230, 235; BGH, Urt. v. 15.11.1993 – II ZR 235/92, BGHZ 123, 111, 123.

187 *Ammann/Seiz/Zulauf*, SZVS 2006, 446, 447; *Perridon/Steiner/Rathgeber*, Finanzwirtschaft, S. 609.

Dabei handelt es sich bei ‚Jahresabschluss‘ um einen Oberbegriff: Den Jahresabschlusses bilden gemäß den §§ 242 Abs. 3, 264 Abs. 1 S. 1 HGB die Bilanz (§ 266 HGB) und die Gewinn- und Verlustrechnung (275 HGB). Bei Kapitalgesellschaften ist dieser grundsätzlich<sup>188</sup> um einen Anhang zu erweitern (§§ 284 ff. HGB).

Den ‚Bogen‘ zwischen Jahresabschluss und Bilanzgewinn bzw. -verlust spannt die Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) als Teil des Erstgenannten: Dort wird das Jahresergebnis als Ausgangsgröße der Ermittlung des Bilanzergebnisses<sup>189</sup> (s. § 158 Abs. 1 AktG) grundsätzlich als letzter Posten ausgewiesen, § 275 Abs. 2 Nr. 17 bzw. Abs. 3 Nr. 16 HGB.<sup>190</sup> Dieses ermittelt sich aus der Differenz der in der GuV auszuweisenden Erträge über die Aufwendungen; fällt der Saldo positiv aus, spricht man von einem Jahresüberschuss, fällt er negativ aus, von einem Jahresfehlbetrag.<sup>191</sup>

Zum Zwecke der Überleitung von diesem Posten auf den Bilanzgewinn/Bilanzverlust werden die in § 275 Abs. 2 und 3 HGB<sup>192</sup> enthaltene Normierungen vermittelt der bilanziellen Ordnungsvorschrift des § 158 Abs. 1 AktG ergänzt, die im Hinblick auf die Aktiengesellschaft (sowie die KGaA) bestimmt, dass die GuV um die dort in Nr. 1–5 AktG genannten Posten<sup>193</sup>

---

188 So sieht e.g. § 264 Abs. 1 S. 5 HGB in Bezug auf Kleinstkapitalgesellschaften iSd. § 267a HGB vor, dass auf einen Anhang verzichtet werden kann, wenn die in §§ 268 Abs. 7, 285 Abs. 9 lit. c HGB (und im Falle einer AG die in § 160 Abs. 3 S. 2 AktG) genannten Angaben unter der Bilanz ausgewiesen werden.

189 Diesen ‚Bogen‘ kann im Fall des § 268 Abs. 1 HGB auch die Bilanz spannen, wenn diese unter Berücksichtigung der vollständigen oder teilweisen Verwendung des Jahresergebnisses aufgestellt und dementsprechend gemäß § 268 Abs. 1 S. 2 HGB ein Bilanzgewinn/Bilanzverlust ausgewiesen wird.

190 Zur Vertiefung s. die Ausf. bei S. *Schmidt/Kliem*, in: BeckBilKomm., § 275 Rn. 261 ff.

191 Hierzu anstatt vieler *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 3 mwN. in Fn. 2.

192 Für eine ausführliche Darstellung sowie zur Diskussion der in § 275 Abs. 2 und 3 HGB geregelten Gliederungsschemata s. S. *Schmidt/Kliem*, in: BeckBilKomm., § 275 Rn. 45 ff. und Rn. 265 ff.

193 Die Aufzählung in § 158 Abs. 1 AktG ist nicht abschließend. So sind – über die dort genannten Posten hinaus – gemäß § 240 AktG Erträge, die aus einer Kapitalherabsetzung gewonnen wurden, gesondert auszuweisen, s. e.g. *Euler/Sabel*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 158 Rn. 19; *Freisleben*, in: MüKo, AktG, § 158 Rn. 36, 37; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 158 Rn. 8; *Steiner*, in: Heidel, AktG, § 158 Rn. 7; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 158 Rn. 16; *Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 158 Rn. 7, 8.

zu erweitern ist.<sup>194</sup> Die ‚Überleitungsrechnung‘ gestaltet sich daher wie folgt: Ausgehend vom Jahresergebnis werden ein etwaiger Gewinnvortrag aus dem Vorjahr und etwaige Entnahmen aus den Kapital- und Gewinnrücklagen hinzuaddiert, ein etwaiger Verlustvortrag aus dem Vorjahr sowie etwaige Einstellungen in Gewinnrücklagen subtrahiert.

Der Begriff der Gewinnrücklagen findet sich in § 272 Abs. 3 HGB legal definiert. Es handelt sich demnach bei Gewinnrücklagen um solche Rücklagen, die im Geschäftsjahr oder in einem früheren Geschäftsjahr aus dem Ergebnis – und darin liegt die entscheidende Abgrenzung zu Kapitalrücklagen, die aus Einzahlungen auf das Kapital stammen, s. § 272 Abs. 2 HGB – gebildet worden sind, wobei weitergehend zwischen verschiedenen Subtypen von Gewinnrücklagen (vgl. bspw. § 158 Abs. 1 Nr. 3 lit. a) – d), Nr. 4 lit. a) – d) AktG) zu differenzieren ist, namentlich gesetzlichen Rücklagen, Rücklagen für Anteile an einem herrschenden oder mehrheitlich beteiligten Unternehmen, satzungsmäßigen Rücklagen und anderen Gewinnrücklagen.<sup>195</sup>

Hierbei sind gesetzliche Rücklagen solche, zu deren Bildung die Gesellschaft gemäß § 150 AktG gesetzlich verpflichtet ist, während satzungsmäßige Rücklagen solche sind, zu deren Bildung die Gesellschaft aufgrund satzungsmäßiger Bestimmung verpflichtet ist, s. § 58 Abs. 1 AktG. Andere Gewinnrücklagen – in früherer, eingängigerer Formulierung auch ‚freie Rücklagen‘<sup>196</sup> – können in Abgrenzung zu den vorgenannten Rücklagen ‚frei‘ gebildet werden und im Gegensatz zur Kapitalrücklage und zur gesetzlichen Rücklage (vgl. §§ 150 Abs. 3 und 4 AktG) auch ‚frei‘ wieder aufgelöst und so in späteren Geschäftsjahren iRd. § 158 Abs. 1 Nr. 3 AktG zur Erhöhung des Bilanzgewinns verwendet werden.<sup>197</sup>

---

194 § 158 Abs. 1 S. 1 AktG bildet die rechtsformspezifische Ergänzung zu § 275 HGB, wobei die Überleitungsrechnung kein Spezifikum der AG darstellt. Letzteres zeigt der für alle Kapitalgesellschaften geltende § 275 Abs. 4 HGB. Ferner statuiert § 268 Abs. 1 HGB, dass die Bilanz ebenfalls unter Berücksichtigung der vollständigen oder partiellen Ergebnisverwendung aufgestellt werden darf. Hierzu bspw. *Freisleben*, in: MüKo, AktG, § 158 Rn. 5 sowie *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 158 Rn. 2. Für Aktiengesellschaften, die Kleinstkapitalgesellschaften iSd. § 267a HGB sind und von der Erleichterung nach § 275 Abs. 5 HGB Gebrauch machen, gelten die Abs. 1 und 2 des § 158 AktG gemäß der Regelung in Abs. 3 nicht.

195 Vertiefend zu den Unterschieden die Ausf. bei *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 158 Rn. 8–11.

196 *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 2 und 11.

197 Ebenso *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 11, dessen Verweis auf § 158 Abs. 3 AktG aber fehlt; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 158 Rn. 10.

Der Bilanzgewinn bzw. -verlust bildet als Saldo den letzten Posten der Ergänzungsgliederung, s. § 158 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 AktG. Die vorausgehenden Analysen fördern jedoch zutage, dass das Jahresergebnis (Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag) zwar in das Bilanzergebnis (Bilanzgewinn/Bilanzverlust) einfließt, aber durch die iRd. Überleitungsrechnung vorzunehmenden Rechenoperationen auch überlagert werden kann. Den unbefangenen Bilanzleser, der das Bilanzergebnis als Erfolg bzw. Misserfolg des Geschäftsjahres versteht, vermag das irre zu leiten. Auch und gerade deshalb ordnet § 158 Abs. 1 S. 1 AktG den Ausweis der Überleitungsrechnung in der GuV<sup>198</sup> an. Das Aktionariat kann so ersehen, wie sich das Bilanzergebnis zusammensetzt, insbesondere aus welchen Mitteln sich ein etwaiger Bilanzgewinn<sup>199</sup>, der die Grundlage für den von Vorstand und Aufsichtsrat gemäß §§ 170 Abs. 2, 124 Abs. 3 S. 1 AktG vorzulegenden Verwendungsvorschlag bildet und über dessen Verwendung die Anteilseigner in der Hauptversammlung gemäß § 174 Abs. 1 S. 1 AktG zu befinden haben,<sup>200</sup> speist.<sup>201</sup>

## II. Das aktienrechtliche System der Gewinnverwendung

Im vorgenannten Sachzusammenhang könnte man bei unbefangener Lektüre der amtlichen Überschrift („Beschluss über die Gewinnverwendung“) meinen, die Hauptversammlung bekäme vom Gesetzgeber mit der in

---

198 Alternativ kann die Überleitung nach § 158 Abs. 1 S. 2 AktG auch im Anhang ausgewiesen werden.

199 IRd. nachfolgenden Ausf. wird das Vorhandensein eines Bilanzgewinns unterstellt. Diese Annahme begründet sich damit, dass die vorliegende Arbeit ein Instrument der Ausschüttungspolitik zum Gegenstand hat, Ausschüttungen aber im Einklang mit den vorgehenden Darlegungen (vgl. auch § 57 Abs. 3 AktG) regelmäßig (bis auf wenige Sonderausnahmen) nur bei Vorliegen eines Bilanzgewinns möglich sind.

200 Praxisorientierten Beiträgen zu anteilseignerorientierten Determinanten der Ausschüttungspolitik folgend hat die Zustimmungspflicht der Hauptversammlung zum Gewinnverwendungsvorschlag von Vorstand und Aufsichtsrat (und damit zwangsläufig auch die hier thematisierte Funktion der Überleitungsrechnung) nur geringe Bedeutung. So wird das Stimmrecht wohl häufig an die depotführende Bank übertragen (s. *Trost*, Ausschüttungspolitik, S. 251; *Grunewald*, Gesellschaftsrecht, § 10 Rn. 130) oder nicht wahrgenommen (zu Gründen für die Nichtwahrnehmung der Stimmrechte s. *Trost*, Ausschüttungspolitik, S. 251 Fn. 1142). Zum Trend stark rückläufiger Präsenz auf deutschen Hauptversammlungen s. *Pfeil*, Handelsblatt, Die Stimme versagt.

201 Vgl. z.B. auch *Euler/Sabel*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 158 Rn. 1; *Freisleben*, in: MüKo, AktG, § 158 Rn. 5; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 158 Rn. 1.

§ 174 AktG getroffenen Regelung ein schneidendes Recht zugewiesen, indem sie über die Verwendung des Jahresergebnisses entscheiden darf. § 174 Abs. 1 S. 1 AktG stellt aber klar: Die Hauptversammlung beschließt über die Verwendung des Bilanzgewinns (s. auch §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2, 58 Abs. 3 AktG).

Überlassen wird der Hauptversammlung damit letztlich eine erodierte Kompetenz, ist doch bereits die Ausgangsgröße der Überleitungsrechnung, das Jahresergebnis (vgl. § 158 Abs. 1 AktG), manipulationsanfällig und kann seitens des Vorstands vermöge der Bildung stiller Reserven<sup>202</sup> beeinflusst werden. So werden Bewertungsansätze iRd. nach handelsrechtlichen Vorschriften gebotenen Anwendung des Vorsichtsprinzips<sup>203</sup> tendenziell möglichst niedrig gewählt und auch sonstige Spielräume erfolgsmindernder Jahresabschlusspolitik<sup>204</sup> ausgeschöpft, sodass regelmäßig bereits das Jahresergebnis mit einem realistisch betrachtet ‚zu geringen‘ Betrag veranschlagt werden dürfte.<sup>205</sup>

Diese Erosion außenvorlassend, hat sich der Gesetzgeber in § 58 AktG für einen ‚Kompromiss‘ iSe. Halbteilung der Gewinnverwendungskompetenz entschieden, vgl. § 58 Abs. 2 S. 1 bzw. Abs. 1 S. 2 AktG.

Hierbei liegt der Norm die gesetzgeberische Vorstellung widerstreitender Gewinnverwendungspräferenzen zugrunde:<sup>206</sup> Die Regelung bezweckt den Ausgleich zwischen dem jeweils (typisierend) vom Gesetzgeber insinu-

---

202 Stille Reserven sind – anders als nach HGB und AktG offen auszuweisende Rücklagen – aus der Bilanz nicht ersichtlich; sie entstehen qua Unterbewertung von Aktiva (z.B. durch Nichtaktivierung oder Unterbewertung von Vermögen) oder zu hohe Ansätze der Passiva (z.B. vermittelt Überwertung von Verbindlichkeiten).

203 Weitergehend zum Vorsichtsprinzip bspw. *Störk/Büssow*, in: BeckBilKomm., § 252 Rn. 32, 33.

204 *S. Kühnberger/T. Schmidt*, JBE 69 (1999), 1263, 1264. Vertiefend zu stillen Reserven: *Merkt*, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 252 Rn. 13–17.

205 *S. Kühnberger/T. Schmidt*, JBE 69 (1999), 1263, 1264 sowie *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 129.

206 S. die Begr. RegE AktG 1965 bei *Kropff*, AktG 1965, S. 75. Aus der Rspr.: OLG Stuttgart, Urt. v. 16.11.2005 – 20 U 2/05, ZIP 2006, 27, 29. Aus der Lit.: *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 2; *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 2; *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 20; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 2; *Henze*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 12 f., insb. Rn. 14; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 1; *Lange*, in: Hennisler/Strohn, GesR, § 58 Rn. 1; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 1; *Westermann* in: Bürgers/Körper, AktG, § 58 Rn. 1. S. zudem auch bei *Ernst/Gassen/Pellens*, Verhalten deutscher Aktionäre, S. 25 und 36, die zu dem Ergebnis gelangen, dass nur 3 % der Aktionäre indifferent sind, ob Wertsteigerungen erfolgen oder Dividenden gezahlt werden.

ierten Selbstfinanzierungs- bzw. Gewinnthesaurierungsinteresse der Gesellschaft einerseits und dem Interesse der Aktionäre an einer möglichst hohen Ausschüttung andererseits,<sup>207</sup> wozu § 58 Abs. 2 S. 1 AktG<sup>208</sup> (vorbehaltlich einer abweichenden Regelung in der Satzung der Gesellschaft, s. § 58 Abs. 2 S. 2 AktG<sup>209</sup>) die Gewinnverwendungskompetenz materiell-rechtlich beziehentlich der einen Hälfte des Jahresergebnisses Vorstand und Aufsichtsrat sowie hinsichtlich der anderen Hälfte der Hauptversammlung zuweist.<sup>210</sup>

Allerdings vermögen Schlagzeilen wie „Rekord-Dividenden im Dax“<sup>211</sup> vor dem Hintergrund der – durch umfassende vorstandsseitige Optionen zur Bildung stiller Reserven und vorerwähnte Befugnis zur Ertragsthesaurierung – erodierten Gewinnverwendungskompetenz der Hauptversammlung zu überraschen.

---

207 Freilich sind Interessen der Aktionäre in der Realität unterschiedlich ausgerichtet, vgl. *Prokot*, Ausschüttungspolitik, Kapitel 3. Hierzu auch *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 6, die darauf hinweisen, dass „die Annahme, Aktionäre seien nur an einer möglichst hohen Ausschüttung interessiert, jedenfalls bei börsennotierten Gesellschaften besonders fragwürdig“ ist.

208 Im hier zu Grunde gelegten gesetzlichen (vgl. die Regelungssystematik der §§ 172, 173 Abs. 1 AktG) wie auch praktischen Regelfall, in dem Vorstand und Aufsichtsrat den Jahresabschluss feststellen, können sie einen Teil des Jahresüberschusses, höchstens jedoch die Hälfte, in andere Gewinnrücklagen einstellen.

209 Die Satzung kann Vorstand und Aufsichtsrat zur Einstellung eines größeren oder kleineren Teils des Jahresüberschusses ermächtigen. Aufgrund einer solchen Satzungermächtigung dürfen allerdings keine Beträge in andere Gewinnrücklagen eingestellt werden, wenn diese die Hälfte des Grundkapitals übersteigen oder nach der Einstellung übersteigen würden (§ 58 Abs. 2 S. 2, 3 AktG). Vgl. dazu auch *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 12; *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 3; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 2; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 6; *Lange*, in: Henssler/Strohn, GesR, § 58 Rn. 6.

210 Aus den vorangegangenen Ausf. ergibt sich, dass der angestrebte Ausgleich der angenommenen widerstreitenden Gewinnverwendungspräferenzen nur bedingt gelingt. Eingängig formulieren *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 2 in diesem Kontext: „Allerdings wird dieser Ausgleich durch zusätzliche Thesaurierungsbefugnisse der Verwaltung relativiert: So ergeben sich aufgrund einer Satzungermächtigung nach § 58 II 2 [AktG], der Sonderregel des § 58 IIa [AktG] sowie der Möglichkeit zur Bildung stiller Reserven im Rahmen der Aufstellung des Jahresabschlusses (mittlerweile zwar eingeschränkt, vgl § 256 V 1 Nr. 2, S 3 [AktG]) zusätzliche Gestaltungsmöglichkeiten der Verwaltung.“ Zur Kritik an der mit vorbezeichneten Befugnissen verbundenen ‚Gewichtsverschiebung‘ zugunsten der Verwaltung vgl. e.g. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 20.

211 *Lange*, MM, Rekord-Dividenden.

Insofern nämlich scheinen die aktienrechtlichen Regelungen in der Praxis keine zentrale Bedeutung für die tatsächliche Strukturierung der Ausschüttungspolitik zu haben. Sie bilden offensichtlich nur am Rande zu beachtende Leitlinien.<sup>212</sup> *Drygala* führt in diesem Kontext als Paradebeispiel den Kasus *Telekom* an: Obwohl deren Satzung abweichend von der gesetzlichen Regelung in § 58 Abs. 2 S. 1 AktG eine Thesaurierung von bis zu 100 % des Jahresüberschusses zulassen würde, vgl. § 58 Abs. 2 S. 2 AktG, gehört die Gesellschaft zu den größten Dividendenzahlern überhaupt.<sup>213</sup>

Schließlich findet die vorstattierte These qua der von *Pellens/Gassen/Richard* durchgeführten Befragungsstudien, die ebenfalls zu dem Resultat gelangen, dass die vorgenannten aktienrechtlichen Regulierungen lediglich Nebenbedingungscharakter genießen, die tatsächliche Ausgestaltung der Ausschüttungspolitik deutscher börsennotierter Kapitalgesellschaften also nicht maßgeblich – über die Eigenschaft als ‚Begrenzungstreifen‘ hinaus – beeinflussen,<sup>214</sup> ihre empirische Evidenz. De facto steckt das Gesetz also nur den Rahmen ab, in dem Thesaurierung und Ausschüttung zulässig sind. Das tatsächliche Ausschüttungsverhalten hingegen bestimmt der Markt.

Im Folgenden soll daher auf die Ausschüttungspolitik deutscher Kapitalgesellschaften determinierende ökonomische Erklärungsansätze eingegangen werden.

### III. Wirtschaftswissenschaftliche Erkenntnisse zur Dividendenpolitik

In diesem Kontext sind die unternehmerische Fragestellung „*To pay or not to pay dividend*“<sup>215</sup> – und die sich bei Bejahung stellenden Folgefragen nach der Höhe der Ausschüttung sowie der zu wählenden Ausschüttungsart – so alt wie die Aktie selbst und jedes kapitalmarktorientierte Unternehmen sieht sich im jährlichen Takt mit ihr konfrontiert.

---

212 So auch *Pellens/Gassen/Richard*, DBW 2003, 309, 326; *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 24, 25.

213 S. *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 24, 25.

214 S. *Pellens/Gassen/Richard*, DBW 2003, 309, 326.

215 *Hakansson*, JF 37 (1982), 415.

## 1. Theorien zur Ausschüttungspolitik

Eine allgemeingültige Antwort auf die Frage, wie die optimale Ausschüttungspolitik bestimmt werden kann, gibt es indessen trotz anhaltender Forschung nicht. Eine solche lieferte nämlich weder *Lintners*<sup>216</sup> grundlegende Studie zum Entscheidungsprozess bei der Dividendenfestsetzung, die die Dividendenpolitik 28 ausgewählter Unternehmen in den Jahren 1947 bis 1953 mit dem Ziel untersuchte, die Hauptbestimmungsfaktoren für die Dividendenfestsetzung zu ermitteln, noch *Miller/Modiglianis*<sup>217</sup> Irrelevanztheorem.

Und auch spätere Analysen, die die Präsomtion eines vollkommenen Kapitalmarktes<sup>218</sup> verwarfen, bis hin zu denjenigen von *Black*, der die dividendenpolitische Entscheidung als äußerst komplexes „Dividendenpuzzle“ bezeichnet und resümiert „*The harder we look at the dividend picture, the*

---

216 S. *Lintner*, AER 46 (1956), 97–113. Quintessenz der Analyse ist, dass sich die jeweilige Unternehmensführung bei der Festsetzung der Dividende nahezu durchgängig an der Höhe der bisherigen Dividende orientierte, wobei eingetretene Ertragssteigerungen zunächst häufig nur partiell in Form von Dividenden-erhöhungen an das Aktionariat weitergeleitet wurden, während eine weitere Anhebung der Dividende erst bei nachhaltiger Erfolgsfestigung in den Folgejahren stattfand (sog. *partial adjustment* bzw. *reluctance to lower or eliminate dividends*-Hypothese). Hieraus konkludiert *Lintner*, dass konstant steigende Dividenden leitendes Handlungsmaxime bei der Festsetzung von Ausschüttungen sind. S. zu diesen Aspekten auch *Baker/Powell/Veit*, JEF 26 (2002), 267, 275 ff.; *Bessler/Ellermann*, in: Achleitner/Thoma, Hdb. Corp. Fin., S. 22; *Copeland/Weston/Shastri*, Financial Theory, S. 662; *Gerke/Oerke/Sentner*, DBW 1997, 810, 811.

217 S. *Miller/Modigliani*, JB 34 (1961), 411–433. Das Irrelevanztheorem entwickelten *Miller/Modigliani* ausgehend vom Modell einer börsennotierten AG unter Annahme (1) eines vollkommenen und vollständigen Kapitalmarktes, (2) rational handelnder Investoren sowie (3) dem Nichtvorhandensein von (a) Emissions- und Transaktionskosten, (b) Informationsasymmetrien, (c) verzerrenden Steuereffekten wie auch (d) Interessenkonflikten. Weiter unterstellen die Autoren (4) das Investitionsprogramm als exogen, sprich als unabhängig von der Finanzierungsentscheidung gegeben. *Miller/Modigliani* folgend ist die Dividendenpolitik unter diesen Prämissen irrelevant: Alle Ausprägungen der Dividendenpolitik sind äquivalent, da eine Ausschüttung den Wert des Anteils exakt um den ausgeschütteten Betrag mindert, vice versa eine Einbehaltung diesen in kongruenten Umfang steigert, während rational handelnde Akteure zwischen Dividendenzahlungen und steigenden Aktienkursen indifferent sind. Nachw. zur Diskussion bei *Schütte*, Dividendenentscheidung, S. 80 ff.

218 Überblicksweise zu den realiter nicht gegebenen, von *Miller/Modigliani* indessen vorausgesetzten (vgl. hierzu schon bei Fn. 217), Prämissen z.B. *Pellens/Gassen/Richard*, DBW 2003, 309, 312.

more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together.“ sowie schließlich mit den Worten „What should the corporation do about dividend policy? We don't know.“ resigniert,<sup>219</sup> brachten die gewünschten Erkenntnisse nicht.

Zwecklos waren die betreffenden Forschungen dennoch freilich nicht, sind hierbei doch in Gestalt der *Signalling*-Theorien, den *Agency*-theoretischen Ansätzen und den *Behavioral Finance*-Lehren jedenfalls (ökonomische) Erklärungsansätze für das tatsächliche Ausschüttungsverhalten von Kapitalgesellschaften entstanden. Diese wiederum sollen nunmehr nachfolgend zum Zwecke der Entwicklung eines besseren Verständnisses für die Spannungsfelder, denen Scrip Dividends ihre Existenz verdanken, vorgestellt werden.

#### a) *Signalling*-Theorien

Diesbezüglich setzt sich unter dem Stichwort *Signalling*-Theorien eine breit gefächerte Autorenschaft unter Annahme einer Informationsasymmetrie – und damit unter Abkehr von einer der Prämissen des *Miller/Modigliani*-Theorems – zwischen Management (Insidern) und Anteilseignern (Outsidern) mit ausschüttungspolitischen Entscheidungen auseinander.<sup>220</sup> Spezifisch wird insofern der realiter nicht gegebenen Voraussetzung des gleichen Zugangs aller Marktteilnehmer zu unternehmensbezogenen bzw. unternehmenswertrelevanten Informationen der Rücken zugekehrt,<sup>221</sup> wofür die Überlegung ausschlaggebend ist, dass bei Kapitalgesellschaften idR. eine mit einer Leitungsdelegation, s. §§ 76, 77 AktG,<sup>222</sup> ver-

---

219 S. Black, JPM 2 (1976), 5, 5, 8. Ähnlich: *Lease et al.*, Dividend Policy, S. 179; jüngst auch *Baker/Weigand*, MF 41 (2015), 126.

220 S. e.g. *Asquith/Mullins*, JB 56 (1983), 77–91; *Ambarish/John/Williams*, JF 42 (1987), 321–343; *Bhattacharya*, BJE 10 (1979), 259–270; *Hakansson*, JF 37 (1982), 415–428; *Miller/Rock*, JF 40 (1985), 1031–1051; *John/Williams*, JF 40 (1985), 1053–1070; *Kalay*, JFQA 15 (1980), 855–869; *Myers/Majluf*, JFE 13 (1984), 187, 219; *Ofer/Thakor*, JF 42 (1987), 365–394; *Ross*, BJE 8 (1977), 23–40; *Talmor*, JF-QA 16 (1981), 413–435; monographisch: *Hartmann-Wendels*, Dividendenpolitik. Sehr empfehlenswert für einen ersten Überblick die Ausf. bei *Filbeck*, in: *Baker, Dividends*, S. 163 ff. sowie *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 75 ff.

221 Vgl. *Miller*, in: *Stern/Chew, Corp. Fin.*, S. 129, 133; *Pellens/Gassen/Richard*, DBW 2003, 309, 312.

222 Die Übertragung der Geschäftsführung auf ein von den Gesellschaftern bzw. deren Gesamtheit verschiedenes Leitungsorgan in Form des Managements (*separation of ownership and control*) ist eines der Kernprinzipien der Kapitalgesellschaft.

bundene Trennung von Eigentum und Unternehmensführung zu beobachten ist, infolge derer die Geschäftsleitung über einen Informationsvorsprung bzgl. der Ertragsaussichten des Unternehmens verfügt.<sup>223</sup>

Auf diesem Grundgedanken fußend wird wie folgt theoretisiert: Zum Abbau des vorgenannten Informationsvorsprungs stehen dem Management zwar verschiedene probate Mittel zur Kommunikation von den Unternehmenswert beeinflussenden Informationen zur Verfügung (exempli gratia die Meldungen aus Ad-hoc- und Regelpublizität bzw. sonstige Presse- und Unternehmensmitteilungen, daneben auch Presse- und Analystenkonferenzen sowie Gewinnprognosen und Geschäftsberichte, ggf. gestützt durch Analysten professioneller Finanzmarktakteure).<sup>224</sup> Ob dessen ist es wahrscheinlich, dass die Unternehmensleitung über weitergehende Informationen verfügt, die sie auf den entsprechenden Kanälen nicht adäquat bzw. zumindest nicht glaubwürdig kommunizieren kann.<sup>225</sup>

---

Grundlegend hierzu *Berle/Means*, *Modern Corporation*, S. 7 f. S. auch *Prokot*, *Ausschüttungspolitik*, S. 75–76 und S. 95–96: „Die Trennung von Eigentum und Kontrolle wird häufig durch die Notwendigkeit der absoluten Größe einer Unternehmung getrieben, die notwendig ist, um bestimmte Investitionsprojekte durchzuführen.“. Vgl. ferner *Trost*, *Ausschüttungspolitik*, S. 24. Zur internationalen Etablierung kongruierender Strukturen: *Kraakman et al.*, *Anatomy of Corporate Law*, S. 11 ff.

- 223 Vgl. z.B. *Benckendorff*, *Eigene Aktien*, S. 88 mwN. in Fn. 363; *Lüken*, *Eigene Aktien*, S. 73; *Posner*, AG 1994, 312, 314; *Prokot*, *Ausschüttungspolitik*, S. 75–76 sowie zusammenfassend auf S. 92; *Trost*, *Ausschüttungspolitik*, S. 24; *Seifert*, *Aktienrückkäufe*, S. 69 mwN. in Fn. 215.
- 224 Vor diesem Hintergrund kritisierend, dass es nicht der Dividende als Signal bedarf, wenn doch zahlreiche andere Informationskanäle offenstehen, e.g. *Drukarczyk*, *Finanzierung*, S. 456; *Easterbrook*, *AER* 74 (1984), 650, 651 f.; *Edwards*, *Fiscal Studies* 5 (1984), 1, 14.
- 225 Bloße Mitteilungen über den Unternehmenswert oder künftige Ertragsaussichten sind nicht glaubwürdig, da sie keine Kosten verursachen (näheres sogleich), vgl. hierzu bspw. *Asquith/Mullins*, *FM* 15 (1986), 27, 35; *Hartmann-Wendels*, *Dividendenpolitik*, S. 271; *Rozeff*, in: *Stern/Chew, Corp. Fin.*, S. 455, 456; *Gerke/Fleischer/Langer*, in: *Börsig/Coenenberg*, *Unternehmensbewertung*, S. 275, 282 zum Signaleffekt von Aktienrückkäufen. Auch der Rechnungslegung (Geschäftsberichte etc.) ist, den Blick auf die umfassenden bilanzpolitischen Spielräume richtend (vgl. dazu schon die Ausf. zur erfolgsmindernden Jahresabschlusspolitik in Kapitel B.II mwN. in Fn. 204), mit großer Skepsis zu begegnen. Zu letzterem s. auch bei *Asquith/Mullins*, *FM* 15 (1986), 27, 35. Allerdings darf nicht unerwähnt bleiben, dass den im Haupttext genannten konventionellen Methoden der Informationsübermittlung vermöge der Validierung seitens neutraler Dritter eine höhere Dignität verliehen werden kann, spezifisch dann, wenn die Glaubwürdigkeit des Dritten als *repeat player* (der auch künftig auf die wohlwollende Gesinnung angewiesen ist) durch seine Reputation und mögli-

Im Zentrum der *Signalling*-Theorien steht daher das Dogma, dass (Dividenden-)Ausschüttungen ein von der Geschäftsführung eingesetztes, den Grad der Informationsasymmetrie verringerndes, Signal zur Übermittlung nicht öffentlich bekannter, kursrelevanter und die künftige Unternehmensentwicklung betreffender, Informationen sein können.<sup>226</sup>

Allerdings sind positive Neuigkeiten für Nachfrager von Aktien insofern durchaus mit Vorsicht zu genießen, konstatierte doch bereits *Black* die Neigung von Managern, das eigene Unternehmen möglichst positiv darzustellen (*overconfidence*- bzw. *optimism bias*-Problematik).<sup>227</sup> Tragendes Konzept sämtlicher *Signalling*-Theorien ist daher die Glaubhaftigkeit des ausgesendeten Signals. Ein inkredibles Signal kann die Informationsasymmetrie nämlich insofern nicht abbauen, als das Aktionariat wie auch Aktiennachfrager die Eventualität eines falschen Signals – ganz wie die Gebrauchtwagennachfrager auf *Akerlofs* populären „Market for »Lemons«“<sup>228</sup> – mit einem generellen Abschlag quittieren müssten.

Diesbezüglich kann die (den vorgehenden Ausführungen nach) erforderliche Kreditibilität eines Signals den grundlegenden Arbeiten von *Spence* folgend dadurch besorgt werden, dass dieses Kosten verursacht, welche für den wahrheitstreuen Signalgeber geringer ausfallen als für den Initiator eines irreführenden Signals.<sup>229</sup> Im Kontext von Dividendenzahlungen bedeutet dies, dass die Validität der *Signalling*-Ansätze davon abhängt, ob Di-

---

che Haftungsrisiken gewährleistet ist, s. dazu bspw. *Easterbrook/Fischel*, VLR 70 (1984) 669, 675.

- 226 Die Idee, dass Dividendenänderungen Informationsgehalt haben, ist eine alte, die bereits in *Lintners* grundlegender Arbeit zu Dividendenfestsetzungen (vgl. hierzu die Ausf. in Fn. 216) Anklang findet. Etwas später erkannten auch *Miller* und *Modigliani*, vgl. *Miller/Modigliani*, JB 34 (1961), 411, 430, dass Dividenden in unvollkommenen Märkten Informationen über künftig erwartete Cashflows übermitteln können. S. ferner auch *Aharony/Swary*, JF 35 (1980), 1, 8; *Ambarish/John/Williams*, JF 42 (1987), 321; *Asquith/Mullins*, FM 15 (1986), 27, 34 ff.; *Bhattacharya*, BJE 10 (1979), 259, 261; *Copeland/Weston/Shastri*, Financial Theory, S. 656 ff.; *Ellermann*, Dividendenpolitik, S. 65; *Gerke/Fleischer/Langer*, in: Börsig/Coenenberg, Unternehmensbewertung, S. 275, 280; *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 75, zusammenfassend auf S. 92; *Trost*, Ausschüttungspolitik, S. 24 mwN.
- 227 S. *Black*, JPM 2 (1976), 5, 6. Vgl. ferner auch *H. DeAngelo/L. DeAngelo/Skinner*, JF 47 (1992), 1837; *Rappaport*, Shareholder Value, S. 6. Zur Überschätzung von Gewinnchancen bereits *Smith*, Wealth of Nations, Book I, Chapter X, S. 45; *Fleischer/Schmolke/Zimmer*, ZHR-Beih. 75 (2011), 9, 37.
- 228 *Akerlof*, QJE 84 (1970), 488 ff. Zur Übertragbarkeit auf den Aktienmarkt s. z.B. die Ausf. bei *Easterbrook/Fischel*, VLR 70 (1984) 669, 673 ff.
- 229 S. *Spence*, Market Signalling, S. 20 ff.; *ders.*, QJE 87 (1973), 355, 358 f.; *ders.*, QJE 90 (1976), 591, 593; „words are cheap“; vgl. auch *Leland/Pyle*, JF 32 (1977),

videndenzahlungen für Gesellschaften mit weniger rosigen Ergebnisprognosen mit unkompensierten (Signal-)Kosten verbunden sind. Wäre dies nicht der Fall, so könnten entsprechende Unternehmen durch hohe Dividendenzahlungen positive Zukunftsaussichten vorspiegeln, womit dem Vertrauen auf Dividendenzahlungen als Signal positiver Ertragsaussichten die Grundlage entzogen würde.<sup>230</sup> Auf diesem Gedankenkonstrukt basierend wurden schließlich verschiedene, sich in den Signalkosten distinguierende,<sup>231</sup> Modelle zum *Signalling* mit Dividenden<sup>232</sup> konzipiert.

*Bhattacharyas* Modell nach ergeben sich die Signalkosten daraus, dass im Falle einer zu hohen Dividendenankündigung bzw. eines langfristig – gemessen an der Ertragskraft – überhöhten Dividendenniveaus für die betreffende Gesellschaft der Zwang entsteht, Eigen- oder Fremdkapital aufzunehmen, um die mit einer Dividendenkürzung verbundene negative Kursreaktion zu vermeiden.<sup>233</sup> Die für diese zusätzliche Finanzierung erforderlichen Transaktionskosten werden als ‚Strafe‘ für die falsche Information gewertet. *Miller/Rock* hingegen sehen die Kosten des Signals im Verzicht auf den Nettobarwert unterlassener Investitionen, die aus der Ausschüttung einer höheren Dividende zum Zwecke der Signalisierung eines höhe-

---

371, 383 mit der eingängigen Formulierung, dass der Preis einer Information deren Qualität reflektiert. Ebenso die zentralen Modelle zum *Signalling* mit Dividenden von *Bhattacharya*, BJE 10 (1979), 259–270; *Miller/Rock*, JF 40 (1985), 1031–1051 und *John/Williams*, JF 40 (1985), 1053–1070, die jeweils verdeutlichen, dass das Setzen von Signalen mit Kosten verbunden sein muss, um die Anreize für das Setzen ‚schlechter‘ bzw. ‚falscher‘ Signale zu minimieren. Vgl. ferner auch *Ellermann*, Dividendenpolitik, S. 65 sowie *Trost*, Ausschüttungspolitik, S. 24 und S. 34 mwN. in Fn. 160.

230 S. *Cheffins*, Corporate Ownership, S. 110; *Comment/Jarrell*, JF 46 (1991), 1243; *Easterbrook*, AER 74 (1984), 650, 651; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft, S. 619; *Jensen/Solberg/Zorn*, JFQA 27 (1992), 247, 251.

231 Empfehlenswert zur Übersicht: *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 77–80.

232 Die theoretische Validität der *Signalling*-Theorien ist keineswegs auf das *Signalling* mit Dividenden restringiert. Eingehend zum Signaleffekt von Aktienrückkäufen e.g. *Stachel*, Aktienrückkäufe, S. 21–42. S. zudem auch bei *Gerke/Fleischer/Langer*, in: Börsig/Coenenberg, Unternehmensbewertung, S. 275, 282. Allerdings genießen Dividenden in diesem Kontext einen ‚Effizienzvorteil‘, was auch die Fokussierung der betriebswirtschaftlichen Forschung auf das *Signalling* mit Dividenden erklärt: Sie senden ein einfaches (leicht verständliches) und gut sichtbares Signal an den Markt, s. bspw. *Asquith/Mullins*, JB 56 (1983), 77, 94; *dies.*, FM 15 (1986), 27, 35 f.

233 S. *Bhattacharya* BJE 10 (1979), 259–270. IdS. auch *Cheffins*, Corporate Ownership, S. 110; *Copeland/Weston/Shastri*, Financial Theory, S. 657; *Edwards*, Fiscal Studies 5 (1984), 1, 14; *Ofer/Thakor*, JF 42 (1987), 365 ff.

ren Unternehmenswertes resultieren.<sup>234</sup> Andere Theorien wiederum sehen den maßgeblichen Kostenfaktor in der Besteuerung der Dividendenzahlung (*money burning*).<sup>235</sup>

Angenommen wird hierbei jeweils, dass das Aktionariat konstante Dividendenausschüttungen als Indiz für ein gesundes Unternehmen mit stabiler Ertragslage interpretiert, sowie dass dieses regelmäßig die Dividende des vorgehenden Geschäftsjahres als Erwartungswert für gegenwärtige und künftige Dividenden heranzieht. Zu schlussfolgern ist hieraus, dass das Aktionariat Dividendenkürzungen als Signal dafür wertet, dass die künftigen Cashflows nicht zur Aufrechterhaltung des bisherigen Dividendenniveaus ausreichen werden, sprich dass das Unternehmen Ertrags- bzw. Einkommenseinbußen erlitten hat, die es in naher Zukunft nicht zu kompensieren vermag,<sup>236</sup> während Dividendenerhöhungen dem Aktionariat im Umkehrschluss hierzu gestiegene Erfolgsaussichten suggerieren.<sup>237, 238</sup>

---

234 S. Miller/Rock, JF 40 (1985), 1031–1051.

235 S. Bernheim/Redding, JEMS 10 (2001), 463 f.; Bernheim/Wantz, AER 85 (1995), 532, 535; John/Williams, JF 40 (1985), 1053–1070. Empfehlenswert zur Übersicht Prokot, Ausschüttungspolitik, S. 77–80.

236 Vgl. Aharony/Swary, JF 35 (1980), 1, 6 f.; Black, JPM 2 (1976), 5, 6; da Silva/Goergen/Renneboog, Dividend Policy, S. 41; Ebel/Hofer, Investor Marketing, S. 57; Gerke/Fleischer/Langer, in: Börsig/Coenenberg, Unternehmensbewertung, S. 275, 280; Healy/Palepu, JFE 21 (1988), 149, 151; Michaely/Thaler/Womack, JF 50 (1995), 573, 605; Rozeff, in: Stern/Chew, Corp. Fin., S. 455, 473.

237 Vgl. Aharony/Swary, JF 35 (1980), 1, 6; Amihud/Murgia, JF 52 (1997), 397, 404; Asquith/Mullins, JB 56 (1983), 77; Bernheim, RAND 22 (1991), 455, 473; Bernheim/Wantz, AER 85 (1995), 532; Dielman/Oppenheimer, JFQA 19 (1984), 197, 214; Franke/Hax, Finanzwirtschaft, S. 619; Gerke/Fleischer/Langer, in: Börsig/Coenenberg, Unternehmensbewertung, S. 275, 280; Healy/Palepu, JFE 21 (1988), 149, 151; John/Williams, JF 40 (1985), 1053, 1064; Rudolph, Unternehmensfin., S. 449.

238 S. Bhattacharya, BJE 10 (1979), 259–270, der mit seinem Modell erstmals eine entsprechende Signalfunktion der Dividende demonstrieren konnte. Für den deutschen Markt s. die von Frankfurter *et al.*, JPFM 3 (2002), 202, 207, durchgeführte Umfrage, in der die Aussagen (1) Dividendenerhöhungen signalisieren eine erfolgreiche Performance und (2) Dividendenkürzungen lösen negative Kapitalmarktreaktionen aus, einen hohen Konsens an Zustimmung bei den befragten Unternehmen erzielten. Empirische Analysen der Reaktionen auf Dividendenkürzungen finden sich bei Aharony/Swary, JF 35 (1980), 1–12. S. zum Ganzen ferner auch die Ausf. bei Gerke/Fleischer/Langer, in: Börsig/Coenenberg, Unternehmensbewertung, S. 275, 280; Healy/Palepu, JFE 21 (1988), 149, 151; Michaely/Thaler/Womack, JF 50 (1995), 573, 605.

b) Implikationen der *Signalling*-Theorien für die Scrip Dividend

Damit deutet sich bereits eines der Spannungsfelder an, dem Scrip Dividends ihre Existenz zu verdanken haben.

aa) Scrip Dividends als Vehikel zur Dividendenausschüttung ohne Liquiditätsabfluss

Während nämlich das Zusammenstreichen der Dividende den vorstehenden Ausführungen nach aufgrund dessen, dass dies vom Markt mit einem (mitunter gravierenden) Kursverfall quittiert wird, kein probates Vehikel für die Einbehaltung erwirtschafteter liquider Mittel ist,<sup>239</sup> verhält es sich bzgl. der Scrip Dividend diametral anders. So wird der als Bardividende auszahlende Betrag im Falle der Implementierung des Gestaltungsinstruments zwar effektiv ähnlich wie im Falle einer Dividendenkürzung reduziert,<sup>240</sup> doch wird die Wahldividende ausweislich der in ihrem Untersuchungsgegenstand restringierten empirischen Studie<sup>241</sup> von *David/Gingling*

---

239 Negative Kapitalmarktreaktionen auf die Nichterfüllung von Dividendenerwartungen zeigen sich eindrucksvoll am folgenden Praxisbeispiel: Im Geschäftsjahr 2003 erwirtschaftete die *Telekom* einen freien Cashflow von rund 8,3 Mrd. €, s. *Telekom*, Geschäftsber. 2003. Infolgedessen erwarteten die Aktionäre nach Kürzung der Dividende in 2001 und deren Streichung für 2002 eine Ausschüttung. Die Enttäuschung dieser Erwartung durch Verwendung der Mittel zum Schuldenabbau bekam die *Telekom* am Ankündigungstag, dem 10. März 2004, mit einem Kursverfall von ca. 2,4 % quittiert (zum Vergleich: Der Dax gab an diesem Tag um 1,0 % nach).

240 Die Praxis zeigt, dass idR. ein Teil des Aktionariats den Bezug von Aktien gegenüber einer Barausschüttung präferiert. Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 26.

241 Die empirische Untersuchung basiert auf einem handkollektierten Datensatz, der Werte von 287 französischen Firmen für den Zeitraum von 2003-2012 berücksichtigt, s. *David/Gingling*, JCF 40 (2016), 175.

linger<sup>242</sup> vom Markt fundamental anders als eine Dividendenkürzung interpretiert, deren Ankündigung gar mit Kurszugewinnen belohnt.<sup>243</sup>

Zusammenfassend gelingt es dem *Treasury*-Instrument mit Blick auf die *Signalling*-Theorien also, in Form des Angebots einer (attraktiven) Bardividende bzw. deren funktionalem Äquivalent, der Kaufpreiszahlung iRe. Aktienrückkaufs, ein positives Signal an den Kapitalmarkt auszusenden, ohne dass hieraus zwangsläufig (bzw. idR. nur in wesentlich geschmälerem Umfang<sup>244</sup>) ein Liquiditätsverlust<sup>245</sup> sowie eine damit verbundene Absage an die Innenselbstfinanzierung von Investitionsprojekten resultiert.<sup>246</sup>

bb) Scrip Dividends als „Verschleierungstaktik“<sup>247</sup> zum Aufschub harter Allokationsentscheidungen

So schön das allerdings auch klingen mag, mutet es doch durchaus skurril an, dass eine Dividendenkürzung vom Markt negativ wahrgenommen wird, sich hingegen offensichtlich niemand daran zu stören scheint, wenn das Kind einen neuen Namen bekommt und als Scrip Dividend deklariert wird.<sup>248</sup>

Dies erkennend problematisiert *Mahtani*, dass die Ausschüttung von 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 ver-

---

242 S. David/Ginglinger, JCF 40 (2016), 174, 175, 190, die im Kontext der „*market reaction to optional stock dividend announcements*“ wie folgt resümieren: „*In contrast to dividend cuts, shareholders do not view this option as bad news: we document a positive market reaction on the announcement day of optional stock dividends and find that shareholders value nominal dividends as if they were cash dividends for the total amount.*“. Ebenso titulierte der Aufsatz bereits mit den Worten „*When cutting dividends is not bad news: The case of optional stock dividends*“.

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

244 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 240.

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

246 Zu den Interdependenzen zwischen Investitions-, Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik s. auch die Ausf. in Kapitel B.III.2.c) sowie die eingehenden Ausf. bei *Prokot*, Ausschüttungspolitik, Kapitel 5.

247 *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8 ff.

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

mag<sup>249</sup> und belegt mittels verschiedenlichen Datenmaterials (eingehend dazu in Kapitel C.VII.2.a), dass die Ausgabe von Scrip Dividends häufig als Verschleierungs- bzw. Verschleppungsmaßnahme genutzt wird, mit der die Streichung oder Kürzung der Dividende lediglich um ein oder mehrere Jahre nach hinten verschoben wird.

Insofern legt *Mahtani* anhand von Praxisbeispielen dar, dass das *Treasury*-Instrument in der Praxis offensichtlich häufig als Vehikel zur Verschleierung von Liquiditätsengpässen eingesetzt wird und so letzten Endes schlicht Zeit und – mit Blick auf die Kostenintensivität<sup>250</sup> der Implementierung der Gestaltung viel – Geld verbrannt wird, anstatt dass bei Investitionen der Rotstift angesetzt oder ein ungesund hohes Ausschüttungsniveau mittels einer Dividendenkürzung oder -streichung zurückgefahren wird.

Mit Blick auf die *Signalling*-Theorien ist daher zu statuieren, dass sich Scrip Dividends dergestalt, dass eine eigentlich gebotene Dividendenkürzung bzw. -streichung durch Einsatz des *Treasury*-Instruments um ein oder mehrere Jahre nach hinten verschoben wird, als Verschleppungs- bzw. Irreführungsvehikel<sup>251</sup> einsetzen lassen.

Folglich sollten Aktionäre in jedem Fall genauer hinsehen, wie sich die ‚bloß auf dem Papier‘ stattfindende Dividendenzahlung finanziert und ob der Gesellschaft sinnvolle und nachhaltige Investitionsmöglichkeiten für die Mittel, die sie durch die Gestaltung einzubehalten versucht, zur Verfügung stehen. Hiermit ist gleichsam eine Problematik angesprochen, die die nachfolgenden Ausführungen zu den *Agency*-theoretischen Ansätze, insbesondere diejenigen zu der iRd. *Monitoring*-Kosten relevant werdenden Kapitalmarktkontroll-Hypothese<sup>252</sup>, aufgreifen werden.

### c) *Agency*-theoretische Ansätze

Die somit angekündigten *Agency*-theoretischen Ansätze basieren im Ausgangspunkt auf dem Gedanken, dass den *Signalling*-Theorien, wenngleich das Motiv des *Signalling* in der Praxis von vielen Entscheidungsträgern als äußerst bedeutsam für die Ausgestaltung der Ausschüttungspolitik ange-

---

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

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

251 Vgl. *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10: „Bestenfalls ein sinnloses Ablenkungsmanöver, schlimmstenfalls eine gefährliche Täuschung.“.

252 Dazu sogleich in Kapitel B.III.1.c)aa)aaa).

führt wird,<sup>253</sup> mittels der Prämisse einer Interessenkongruenz zwischen Management und Anteilseignern, also der Unterstellung, dass die delegierten Entscheidungsträger stets streng im Sinne des Aktionariats handeln,<sup>254</sup> eine durchaus unrealistische Präsomtion zugrunde liegt, die wohl inter alia<sup>255</sup> den Grund dafür bildet, dass den *Signalling*-Theorien in empirischen Studien nur eine relativ geringe Relevanz bestätigt werden konnte.<sup>256</sup>

Infolge basieren die betreffenden Ansätze auf der realitätsnäheren Annahme des Bestehens einer (latenten) Interessendivergenz zwischen Direktorium und Aktionariat, die aufgrund des üblicherweise opportunistischen Verhaltens aller Beteiligten ein Prinzipal-Agenten-Problem<sup>257</sup> zutage treten lässt.<sup>258</sup> So nämlich ein rational handelndes – von den Anteilseignern (Prinzipale) mit der Unternehmensführung betrautes – Management<sup>259</sup> (Agenten) idR. neben dem Ziel der Anteilseigner, der Steigerung des Unternehmenswertes, auch eigennützige Zielparameter verfolgt, ist das Verhalten der Geschäftsleitung nicht notwendigerweise an den Interessen des

- 
- 253 Die Umfrage von *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 207 statuiert, dass 89,5 % der befragten Manager davon überzeugt sind, dass eine Dividendeneinführung bzw. -erhöhung eine positive Unternehmensentwicklung signalisiere. S. auch *Frankfurter et al.*, JPFM 3 (2002), 202, 208; *Pellens/Gassen/Richard*, DBW 2003, 309, 328.
- 254 Vgl. auch *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 95 sowie *Trost*, Ausschüttungspolitik, S. 26.
- 255 Zu weiterer Kritik an dieser Annahme s. die Zusammenfassung bei *Filbeck*, in: *Baker*, Dividends, S. 169 ff. sowie die Ausf. bei *Ruwisch*, Ausschüttungspolitik, S. 500.
- 256 So konnten *H. DeAngelo/L. DeAngelo/Skinner*, JF 47 (1992), 342 für den US-amerikanischen Markt mittelfristig keine mit den mutmaßlichen Signalen (in Gestalt von Dividendenerhöhungen) korrespondierenden Gewinnentwicklungen feststellen. *Grullon/Michaely/Swaminathan*, JB 75 (2002), 387, 412 konstatieren sogar ein Absinken der Profitabilität nach Dividendenerhöhungen (kritisch zu diesem Befund jedoch *Nissim/Ziv*, JF 56 (2001), 2111 f.). Im vorstehenden Sinne mit spezifischem Bezug zum deutschen Kapitalmarkt: *da Silva/Goergen/Renneboog*, Dividend Policy, S. 119; *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 92–95 m.w. Ausf.
- 257 Der Anteilseigner (Auftraggeber-Prinzipal) engagiert eine Person oder Personengruppe (Manager-Agent), damit diese in seinem Interesse Leistungen erbringt, vgl. e.g. *Jensen/Meckling*, JFE 3 (1976), 305, 308.
- 258 Es existieren zwar Kontrollmechanismen, z.B. in Gestalt der Überwachung des Vorstands durch den Aufsichtsrat sowie Publizitätspflichten, dennoch gestaltet es sich in der Praxis diffizil, die Geschäftsleitung effizient zu überwachen und sicherzustellen, dass die delegierten Entscheidungsträger iSd. Anteilseigner handeln, vgl. hierzu bspw. die Ausf. *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 95–96.
- 259 Hierzu schon bei Fn. 222.

Aktionariats orientiert, sondern läuft diesen teilweise sogar zuwider.<sup>260</sup> Denkbar ist gar, dass das Management aus Sicht der Anteilseigner äußerst fruchtbare Investitionen selbst dann unterlässt, wenn deren Realisierung *Kaldor-Hicks*-effizient<sup>261</sup> wäre, nur weil das vorstandsseitig hiermit verbundene Engagement höher ist als der damit einhergehende Eigenanteil am Gesamtnutzen.<sup>262</sup>

Hieraus resultieren für das in seinen Einfluss- und Informationsmöglichkeiten beschränkte Aktionariat Verhaltensunsicherheiten, die weder ex ante vertraglich ausgeschlossen (*incomplete contracting*-Problematik) werden können, noch ex post vollständig überprüfbar sind.<sup>263</sup> Im präsenten Kontext interessant sind insofern spezifisch die die Eigenkapitalgeber fokussie-

- 
- 260 Dazu auch bei *Berle/Means*, Modern Corporation, S. 122; *Easterbrook*, AER 74 (1984), 650, 652; *Jensen/Meckling*, JFE 3 (1976), 305, 308; *Rappaport*, Shareholder Value, S. 6; *Wagner*, ZGR 1988, 210, 218. Eigennützige Zielparameter können z.B. Sicherung der eigenen Stellung sowie hohes Einkommen sein, vgl. bspw. *Easterbrook*, AER 74 (1984), 650, 653; *Freidank*, Rechnungslegungspolitik, S. 12; *Madrian*, Unternehmensführung S. 68–69; *Raiser/Veil*, Kapitalgesellschaften, § 13 Rn. 4. Vgl. auch die satirische Schrift *Noll/Bachmann*, Machiavelli. Neben pekuniären Vorteilen können auch solche immaterieller Art wie e.g. Macht, Prestige und das sog. *Empire-Building* (dazu sogleich bei Fn. 279) das Handeln der Unternehmensführung bestimmen, s. e.g. *Allen/Michaely*, in: Hdb. Econ. Fin., S. 337, 384; *Lambert/Larcker*, MCFJ 1985, 6, 7; *Raiser/Veil*, Kapitalgesellschaften, § 13 Rn. 4; *Niedernhuber*, Ausschüttungsregelungen, S. 164; *Wagner*, ZGR 1988, 210, 218. S. zum Ganzen auch weiter unten bei B.III.1.c)aa) und bb).
- 261 Das nach *Nicholas Kaldor* und *John R. Hicks* (vgl. die Originalarbeiten: *Kaldor*, Ec. J. 49 (1939), 549–552; *Hicks*, Ec. J. 49 (1939), 696–712) benannte Effizienz- bzw. Wohlstandskriterium beruht auf der Idee eines potenziellen interpersonellen Ausgleichs bei Wohlstandsveränderungen. Demnach ist mit Blick auf den gesamtgesellschaftlichen Wohlstand ein Zustand A im Verhältnis zu einem Zustand B effizient, wenn der Nutzen Einzelner die Nachteile der anderen Marktteilnehmer übersteigt. Diesem theoretischen Ansatz nach können in entsprechenden Situationen diejenigen Individuen, die durch Veränderung der ökonomischen Situation einen Wohlstandsanstieg erfahren haben, jene Individuen, die Wohlstandseinbußen erleiden, vollumfänglich entschädigen und dabei letztlich noch einen Teil des ursprünglichen Gewinns an Wohlstand bewahren. Darauf, ob die Entschädigung tatsächlich fließt, kommt es nach ökonomischer Lesart nicht an. Für einen ersten Überblick zu weiteren Einzelheiten vgl. stellvertretend die Ausf. bei *Ruffner*, Ökonomische Grundlagen, S. 38 ff.
- 262 S. *Easterbrook/Fischel*, Economic Structure, S. 91. Unter Einbeziehung der Sanktionierung von aktionärsfeindlichem Verhalten: *Niedernhuber*, Ausschüttungsregelungen, S. 145.
- 263 Vgl. *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 95. Zu berücksichtigen ist ferner, dass Management-Entscheidungen häufig einen langfristigen Charakter aufweisen (z.B. Unternehmensakquisitionen bzw. langfristige Projekte) und sich Fehlentschei-

renden *Agency*-theoretischen Ansätze,<sup>264</sup> die Konnexionen zwischen den Verhaltensweisen des Managements und der Ausschüttungspolitik analysieren und schließlich aufzeigen, dass sich die Ausschüttungspolitik als Instrument zur Reduktion der vorbezeichneten Verhaltensunsicherheiten eignet.

aa) *Agency*-Kosten nach *Easterbrook*

In diesem Sachzusammenhang legt *Easterbrook* seinem Modell zwei Arten potenzieller *Agency*-Kosten zu Grunde, zu deren Reduktion (Dividenden-)Ausschüttungen beitragen.

aaa) *Monitoring*-Kosten

Diesbezüglich sollen sog. *Monitoring*-Kosten<sup>265</sup> dergestalt gemindert werden können, dass Ausschüttungen die Eigenmittel – und damit die unter diskretionärer Verfügungsgewalt des Vorstandes stehenden Finanzmittel – reduzieren und dadurch die Wahrscheinlichkeit einer Eigen- oder Fremdkapitalaufnahme erhöhen, sodass das Management sich bzw. die avisierten

---

dungen infolgedessen oft erst als solche entpuppen, nachdem der verantwortliche Manager das Unternehmen bereits wieder verlassen hat. (Sanktions-)Mechanismen zur Verhinderung suboptimaler bzw. „schlechter“ Entscheidungen existieren folglich nur in eingeschränktem Maße.

264 Nachfolgend wird ausschließlich auf die *Agency*-Kosten des Eigenkapitals rekurriert. Die in der wirtschaftswissenschaftlichen Lit. ebenfalls erörterte *Agency*-Problematik im Kontext der Fremdkapitalgeber (dazu e.g. *Siekmann*, *Asymmetrische Information*, S. 36–51; *Trost*, *Ausschüttungspolitik*, S. 244) wird nicht weiter thematisiert. Richtigerweise ist letztgenannte Problematik aus juristischer Perspektive ohnehin ein reines Gedankenkonstrukt, da *Agency*-Beziehungen immer ein auftragsähnliches Verhältnis mit Über-Unterordnungs-Charakter, iRd. der Prinzipal nur bedingt überwachen kann, ob der Agent in seinem Sinne handelt, präsupponieren. Der Schuldner eines Kreditvertrags unterliegt aber keiner gesetzlichen Verpflichtung, im Sinne des Gläubigers zu handeln, schuldet diesem vielmehr allein die rechtzeitige Erbringung der Tilgungsraten.

265 Bzgl. der *Monitoring*-Kosten besteht ein eklatantes Trittbrettfahrerproblem (*free riding*): Der einzelne Aktionär muss die hohen Kosten für die Überwachung der Handlungen des Vorstandes selbst bzw. alleine tragen, profitiert aber entsprechend seinem Anteil an der Gesellschaft meist nur in vergleichsweise geringem Umfang von den daraus resultierenden Vorteilen, vgl. *Prokot*, *Ausschüttungspolitik*, S. 96.

Investitionsprojekte iRd. (externen) Kapitalbeschaffung einer Prüfung durch die potenziellen Kapitalgeber unterziehen muss.<sup>266</sup>

Auf diese Weise übernehmen letztlich stellvertretend qualifizierte Akteure des Kapitalmarktes, exempli gratia Investmentbanken, Finanzanalysten, Emissionskonsortien und *Underwriter*, das *Monitoring* für die Anteilseigner (Kapitalmarktkontroll-Hypothese).<sup>267</sup>

### bbb) Risikoaversion des Managements

Die zweite Art der *Agency*-Kosten gründet gemäß *Easterbrook* auf der Risikoaversion des Managements und ist ebenfalls durch Ausschüttungen zu reduzieren.<sup>268</sup> Hergeleitet wird dies wie folgt: Der rational handelnde Vorstand strebt nach persönlicher Nutzenmaximierung, die unter anderem iSv. Wohlstandsmaximierung und Arbeitsplatzsicherheit verstanden werden kann.<sup>269</sup> Spezifisch in Bezug auf letztere trägt das Management als unternehmensspezifisches Humankapital<sup>270</sup> aufgrund der starken Bindung an das Unternehmen allerdings ein signifikantes, regelmäßig gänzlich undiversifiziertes, Risiko. Infolge präferiert das Management in diametralem Widerspruch zu den Interessen des idR. im Portefeuille diversifizierten Aktionariats, dem daran gelegen ist, dass die Unternehmensleitung die maximal seitens der Fremdkapitalgeber zugelassenen Wagnisse eingeht, mit dem Ziel der Sicherstellung bzw. Erhaltung des eigenen Arbeitsplatzes eine Minimierung des Unternehmensrisikos.<sup>271</sup>

---

266 S. *Easterbrook*, AER 74 (1984), 650, 653.

267 S. *Easterbrook*, AER 74 (1984), 650, 654; *Copeland/Weston/Shastri*, Financial Theory, S. 660; *Drukarczyk*, Finanzierung, S. 441; *Easterbrook/Fischel*, VLR 70 (1984) 669, 676; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft, S. 620; *Goshen*, YLJ 104 (1995), 881, 889; *Jensen*, AER 76 (1986), 323, 324.

268 S. *Easterbrook*, AER 74 (1984), 650, 653.

269 Vgl. *Easterbrook*, AER 74 (1984), 650, 653; *Freidank*, Rechnungslegungspolitik, S. 12.

270 S. *Lazear*, JPE 117 (2009), 914 ff.: „*firm-specific human capital*“. Vgl. hierzu auch die Ausf. bei *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 195.

271 *Bessler/Ellermann*, in: Achleitner/Thoma, Hdb. Corp. Fin., S. 13; *Lutter*, in: KK<sup>2</sup>, AktG, § 58 Rn. 5; *Shavell*, BJE 10 (1979), 55, 56. S. auch *Easterbrook*, AER 74 (1984), 650, 653.

Dementsprechend bevorzugt die Geschäftsführung idR. die Thesaurierung von Gewinnen, qua derer der Verschuldungsgrad verringert und infolge das Insolvenzrisiko der Gesellschaft reduziert werden kann.<sup>272</sup>

Dies jedoch führt unter der realiter gegebenen Prämisse fest kontraktierter Fremdkapitalzinsen zu einer von den Aktionären unerwünschten Risikoverschiebung: Mit sinkendem Verschuldungsgrad minimiert sich das Risiko für die Fremdkapitalgeber, die so überproportional viel Zinsen für das eingegangene Risiko erhalten. Deshalb, so wird geschlossen, ist dem Aktionariat an einer Ausschüttung der Gewinne gelegen, um auf diese Weise eine Senkung des Verschuldungsgrades zu vereiteln.<sup>273</sup>

bb) *Agency-Kosten* nach *Jensen*

Ergänzend hierzu erweitert *Jensen*<sup>274</sup> die vorskizzierte Prinzipal-Agenten-Beziehung unter besonderer Fokussierung des bereits erwähnten Umstandes, dass liquide Mittel in Form des *Free Cashflow*<sup>275</sup> dem Management

---

272 S. *Easterbrook*, AER 74 (1984), 650, 653; vgl. auch *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 97.

273 Vgl. *Easterbrook*, AER 74 (1984), 650, 653 sowie *Trost*, Ausschüttungspolitik, S. 27.

274 S. *Jensen*, AER 76 (1986), 323 ff. Nicht verschwiegen werden soll an dieser Stelle, dass an der *free cashflow-Hypothese* verschiedentlich Kritik geübt wird. So führen *da Silva/Goergen/Renneboog*, *Dividend Policy*, S. 46, dort mit Fn. 15, in Bezug auf die Überprüfung der Investitionspläne des Managements durch Akteure des Kapitalmarktes an, dass bei einer *dispersed-ownership*-Struktur diesbezüglich dieselben Probleme des Trittbrettfahrens und rationaler Apathie bestehen, wie sie allgemein beim *Monitoring* von Fremdgeschäftsführern bestehen, sowie dass eine Interessenskongruenz von Aktionariat und stellvertretend überwachenden Finanzintermediären keinesfalls zwingend ist. Letzterem wiederum hält *Goshen*, YLJ 104 (1995), 881, 895 Fn. 186 jedoch auf Basis der Spieltheorie entgegen, dass insbesondere Investmentbanken sog. *repeat player* und daher auch künftig auf wohlwollende Gesinnung der Aktionäre angewiesen sind. Das aber erscheint mit Blick auf deren eigene finanzielle Interessen und spezifisch vor dem Hintergrund der von diesen Akteuren in deren Eigenschaft als *Underwriter* übernommenen Risiken sowie einer potenziellen Prospekthaftungspflichtigkeit (vgl. § 21 WpPG) durchaus zweifelhaft.

275 Der *Free Cashflow* repräsentiert den aus einem Unternehmen entnahmefähigen Zahlungsmittelüberschuss, der sich daraus ergibt, dass die erforderlichen Investitionen bzw. Desinvestitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen vom (Brutto-)Cashflow abgezogen bzw. hinzuaddiert werden. Die Mittel aus dem *Free Cashflow* stehen für Zahlungen an die (Eigen- und Fremd-)Kapitalgeber zur Verfügung.

iRv. dessen diskretionären Handlungsspielraums frei zur Verfügung stehen, sprich von diesem verwendet werden können, ohne sich bzw. die avisierten Investitionsprojekte hierbei der Einschätzung und Bewertung des Kapitalmarktes aussetzen zu müssen, um eine weitere Perspektive.

Seinen Folgerungen nach resultieren aus vorerwähntem Umstand nämlich in Anbetracht dessen, dass die Unternehmensleitung idR. zumindest auch die persönliche Nutzenmaximierung anstrebt und dementsprechend nach Macht und Prestige trachtet<sup>276</sup>, die Gefahren, dass in Abstinenz profitabler Investitionsmöglichkeiten Mittel ineffizient eingesetzt werden<sup>277</sup> sowie dass übermäßiger Konsum nicht-pekuniärer Vorteile seitens des Managements stattfindet<sup>278</sup>. Ferner auch diejenige des *Empire-Building*,<sup>279</sup> also der regelmäßig bestehenden Neigung des Managements, Investitionsprojekte bzw. Akquisitionen auch bei negativem Kapitalwert durchzuführen, um so den eigenen Einflussbereich auszuweiten und das damit verbundene soziale Ansehen zu steigern, obgleich eine solche Expansion dem Interesse des Aktionariats daran, die Mittel anderen, aus dessen Sicht interessanteren, Anlagemöglichkeiten zuzuführen, zuwiderläuft.<sup>280</sup>

Während freie Mittel in Anbetracht dieser Gefahrenlage aus Sicht des Aktionariats zu Disziplinierungszwecken, nämlich um zu verhindern, dass diese Investitionsprojekten zugeführt werden, die keine die Eigenkapital-

---

276 Vgl. *Freidank*, Rechnungslegungspolitik, S. 12 sowie *Jensen*, AER 76 (1986), 323, 328.

277 S. *Jensen*, AER 76 (1986), 323. Im Ansatz bereits *Easterbrook*, AER 74 (1984), 650, 652 ff.. Vgl. ferner *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft, S. 620; *Pellens/Gassen/Richard*, DBW 2003, 309, 313; *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 97–98; *Trost*, Ausschüttungspolitik, S. 27: *Overinvestment*-Problematik. S. auch die empirischen Arbeiten von *Lie*, RFS 13 (2000), 219, 220 ff. und *Nobel/Tarban*, JFE 49 (1998), 187, 220.

278 S. *Jensen/Meckling*, JFE 3 (1976), 305, 315–318. *On-the-job-consumption* betitelt die Verwendung von Unternehmensressourcen zu vornehmlich oder ausschließlich dem Management dienenden konsumtiven Zwecken. Hierzu auch *Niedermhuber*, Ausschüttungsregelungen, S. 146 ff.; *H. DeAngelo/L. DeAngelo/Skinner*, FTF 3 (2008), 95, 213, 255.

279 Grundlegend hierzu *Roll*, JB 59 (1986), 197 ff.. S. zudem auch die Ausf. bei *Baums*, in: FS K. Schmidt, S. 57, 61; *Cheffins*, Corporate Ownership, S. 97; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft, S. 620; *Jensen*, AER 76 (1986), 323, 328; *Kowalewski*, Vorerwerbsrecht, S. 139; *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 13, 98; *Rudolph*, Unternehmensfin., S. 464 f.; *Trost*, Ausschüttungspolitik, S. 27.

280 Dergestalt schafft ein hoher freier Cashflow erst den Handlungsspielraum, der es dem Management erlaubt, Mittel ineffizient einzusetzen. Vgl. hierzu auch *Allen/Michaely*, in: Hdb. Econ. Fin., S. 337, 384; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft, S. 620; *Pellens/Gassen/Richard*, DBW 2003, 309, 313.

kosten deckende Rendite erwirtschaften, sowie zum Zwecke der Schaffung der Gelegenheit, die Mittel selbst attraktiveren Investitionsprojekten am Kapitalmarkt zuzuleiten, ausgeschüttet werden sollten,<sup>281</sup> ist dem Direktorium aus besagten Gründen freilich an der Erweiterung des erwähnten diskretionären Handlungsspielraums qua Thesaurierung der Mittel aus dem *Free Cashflow* gelegen.

d) Implikationen der *Agency*-theoretischen Ansätze für die Scrip Dividend

Die Lösung dieses Dilemmas präsentiert sich *prima vista* erneut in Gestalt der Scrip Dividend. Auf den ersten Blick bindet das *Treasury*-Instrument Vorstand und Aktionariat nämlich iSd. Kapitalmarktkontroll-Hypothese ein und trägt auf diese Weise zur Auflösung der vorerörterten *Agency*-Problematik bei.

So ist das Direktorium iRd. Vorbereitung der Implementierung einer Wahldividendenofferte dazu angehalten, sich dezidierte Gedanken über die Vorteilhaftigkeit der angestrebten Investitionsprojekte zu machen und dem Aktionariat mittels einer glaubhaften Planung darzulegen, für welche konkreten Projekte einbehaltene liquide Mittel werterhöhend, mithin zum Wohle der Gesellschaft und dem der Anteilseigner, verwendet werden können. Die Unternehmensleitung muss also, ähnlich wie bei einer jeden anderen Kapitalbeschaffungsmaßnahme auch, um das Kapital werben.<sup>282</sup> Sie muss das Aktionariat iRe. *Reverse*-Struktur dazu bewegen, keinen Gebrauch von dem Andienungsrecht zu machen, die „Gratisaktien“<sup>283</sup> also zu behalten, bzw. iRe. *Forward*-Struktur dazu, die anteiligen (Bar-)Dividendenansprüche als Sacheinlage bzw. -gegenleistung für die Gewährung von (jungen) Aktien in die Gesellschaft einzubringen.

---

281 Grundlegend hierzu e.g. *Jensen*, AER 76 (1986), 323 ff. Im Ansatz bereits *Easterbrook*, AER 74 (1984), 650, 652 ff.; *Miller/Modigliani*, JB 34 (1961), 411, 432, dort mit Fn. 34; *Mukherjee*, in: Baker, Dividends, S. 145 ff. Vgl. ferner auch bereits die Nachw. oben in Fn. 279.

282 Insoweit, als das Management bessere Kenntnis von den Investitionsmöglichkeiten der eigenen Gesellschaft hat, kann von ihm auch verlangt werden, dass es im Wettbewerb um das Kapital der Anteilseigner überzeugt. S. zu diesem Gedanken auch *Baums*, Ber. RKCG, Rn. 197. Ähnlich: *DSW*, Stellungnahme zum RefE eines Aktiengesetzes, 1959, S. 18. S. ferner auch: Begr. RegE AktG 1965 bei *Kropff*, AktG 1965, S. 75; Siebentes Hauptgutachten der Monopolkommission 1986/1987, BT-Drucks. 11/2677, S. 290.

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

Vice versa steht es im freien Ermessen des jeweiligen Aktionärs, ob freierwerbendes Kapital der Gesellschaft – mangels anderer, gleich risikoreicher, Investitionsalternativen mit kommensurabler Eigenkapitalrendite – belassen (und zum Ausbau der eigenen Unternehmensbeteiligung eingesetzt), oder ob dieses stattdessen qua Beanspruchung einer Bardividende bzw. dem funktionalen Äquivalent hierzu, der Kaufpreiszahlung iRe. Aktienrückkaufs, abgezogen (und damit die Kontrolle hierüber erlangt) werden soll, wobei das dem Aktionär eingeräumte Wahlrecht bzgl. mehrerer von ihm gehaltener Aktien selbstverständlich unterschiedlich ausgeübt werden kann.

Allerdings ist in diesem Kontext freilich der Gedanke naheliegend, dass sich, wenn auch die *Signalling*-Theorie gegen eine Kürzung bzw. ein Entfallenlassen der Dividende spricht, jedenfalls die vorerörterten *Agency*-Probleme durch die Kommunikationsnotwendigkeit für den Vorstand, warum die Dividende gekürzt oder gar gestrichen wird, wohl in vergleichbarer Weise bewältigen ließen, wie im Kontext der Scrip Dividend, in dem der Vorstand das Aktionariat iRe. *Reverse*-Struktur dazu bewegen muss, keinen Gebrauch von dem Andienungsrecht zu machen, die „Gratisaktien“<sup>284</sup> also zu behalten, bzw. iRe. *Forward*-Struktur dazu, die anteiligen (Bar-)Dividendenansprüche als Sacheinlage bzw. -gegenleistung für die Gewährung von (jungen) Aktien in die Gesellschaft einzubringen.

Vollends zu überzeugen mag dieser Gedankenstrang unter Fokussierung der Besonderheiten der Scrip Dividend jedoch nicht. Während nämlich die ‚klassische Ausschüttungsentscheidung‘ eine salomonische ist, iRd. die Ausschüttungspräferenzen der überstimmten Minderheit hinter denen der Mehrheit zurücktreten, mithin der individuellen Entscheidung des jeweiligen Aktionärs iSd. Kapitalmarktkontroll-Hypothese nur dann Rechnung getragen wird, wenn die betreffende Entscheidung mehrheitskonform ist, gelangt im Kontext der Scrip Dividend eine jede iSd. Kapitalmarktkontroll-Hypothese getroffenen Einzelentscheidung zur vollen Geltung.

Allerdings bestehen in praktischer Hinsicht ohnehin erhebliche Bedenken, ob Scrip Dividends tatsächlich die gewünschte Einbindung von Vorstand und Aktionariat iSd. Kapitalmarktkontroll-Hypothese zu leisten vermögen.

So das Direktorium in diesem Sachzusammenhang nämlich mittels einer glaubhaften Planung darlegen soll, für welche konkreten Projekte einbehaltene liquide Mittel werterhöhend zum Wohle der Gesellschaft

---

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

und dem der Anteilseigner verwendet werden können, stellt sich dies im Kontext der Scrip Dividend als faktisch unmöglich dar, ist die Annahmquote und damit auch die Summe der kumulierten einbehaltenen Mittel doch im Vorhinein unbekannt und weist infolge grundsätzlich keinerlei bzw. allenfalls zufälligen Bezug zu den Investitionsmöglichkeiten der Gesellschaft auf. Insofern existiert für die kumulierten einbehaltenen Mittel schlimmstenfalls, so diese nicht zur Finanzierung des bzw. der avisierten Investitionsprojekte ausreichen und der Gesellschaft keine weiteren Kanäle zur Kapitalbeschaffung offen stehen, keinerlei sinnvolle Verwendungsmöglichkeit.<sup>285</sup>

Letzteres allerdings ist nicht nur für sich genommen überaus problematisch, sondern insbesondere mit Blick auf das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘<sup>286</sup>. Denn: Will die Gesellschaft das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘<sup>287</sup> auch künftig wahren, so muss sie insbesondere in Anbetracht des Umstandes, dass das dividendenberechtigte Grundkapital durch Ausgabe von Aktien iRd. 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>288</sup>.

Darüber hinaus gestaltet sich schließlich auch eine rationale Entscheidung des jeweiligen Anteilseigners iSd. Kapitalmarktkontroll-Hypothese schwierig, 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

---

285 S. in diesem Kontext auch die eingehenden Ausf. zum fehlenden Bezug der kumulierten einbehaltenen Mittel zu den Investitionsmöglichkeiten der Gesellschaft in Kapitel C.VII.2.c).

286 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).

287 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).

288 IdS. wohl auch *Fernández/de Miguel/Tortuero*, ICCLR 24 (2013), 179: „*The potential decrease in EPS [earnings per share] is, in reality, the biggest drawback of the scrip dividend system as a whole, especially in the current economic context.*“. Ferner idS. *Schmidtman*, DB 2017, 2695.

profitieren würde,<sup>289</sup> die üblichen Probleme kollektiven Handelns (namentlich rationale Apathie und Trittbrettfahreneffekte) entgegen.<sup>290</sup>

Anzunehmen, diese Probleme würden allein dadurch überwunden, dass jedem Anteilseigner eine Entscheidung abverlangt wird, wäre insofern jedenfalls völlig übereuphorisierend, ist die Implementierung von Scrip Dividends ohne Festlegung einer Grundregel für den Fall der Passivität des Aktionärs doch praktisch nicht möglich und wäre es überdies wenig sinnvoll, dem einzelnen Anteilseigner eine Entscheidung aufzuzwingen, deren Nutzen ihre Kosten nicht übersteigt.<sup>291</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>292</sup>

Nach alledem wird deutlich, dass Scrip Dividends mit Blick auf die Agency-Problematik zwar eine gewisse Daseinsberechtigung genießen, das Problem jedoch gleichsam auch bei weitem nicht vollständig aufzulösen vermögen.

#### e) *Behavioral Finance*

Schließlich ist zu statuieren, dass, wenn auch der Erklärungsgehalt der vorbeschriebenen Agency-Theorien im Hinblick auf die Ausschüttungspolitik deutscher Gesellschaften belegt sein mag,<sup>293</sup> die vorstehend erläuterten Ansätze das aus ökonomischer Sicht bestehende „Dividendenpuzzle“<sup>294</sup> dennoch nicht (vollständig) aufzulösen vermögen.

Der wesentliche Grund hierfür dürfte indes darin liegen, dass die Agency-Theorien ebenfalls auf einer der Prämissen von *Miller/Modigliani*<sup>295</sup>

---

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

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

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

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

293 S. *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 116.

294 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 219.

295 Vgl. *Miller/Modigliani*, JB 34 (1961), 411–433.

gründen, die sich in der Realität so nicht gegeben findet<sup>296</sup>. Gemeint ist die Prämisse vom homo oeconomicus, dem streng rational handelnden Investor, der vollständig informiert ist, über unbegrenzte Informationsverarbeitungskapazität verfügt, und konsequent danach strebt, seinen Nutzen bzw. Gewinn zu maximieren.

Eben diese realiter fehlende Kondition gibt die *Behavioral Finance*-Forschung<sup>297</sup> auf, geht stattdessen vom Investor als menschliches Wesen mit kognitiven und emotionalen Unzulänglichkeiten aus.

Hierauf fußend fokussieren entsprechende Forschungsansätze den Umstand, dass das Investment in eine Aktie mehr oder minder vage Vorstellungen über die zukünftige Entwicklung am Aktienmarkt und damit eine gewisse Unsicherheit mit sich bringt; Unsicherheit, die von nur begrenzt rational denkenden und handelnden Kapitalgebern subjektiv divergent wahrgenommen wird. In diesem Bezugsrahmen sind einerseits verschiedene ‚Unsicherheitskategorien‘ zu differenzieren, namentlich Verlustaversion, Volatilität und Ambiguität<sup>298</sup>. Andererseits lässt sich zwischen diesen ein Nexus folgender Gestalt extrahieren: Durch Börsencrashes und damit verbundene Kursverluste sind Anteilseigner generell verlustaverser geworden, zumal die durchweg gestiegene Volatilität nach dem Phänomen der Überreaktion subjektiv noch höher empfunden wird, was allgemein zu einem hohen Niveau an Ambiguität bei Aktionären geführt hat.<sup>299</sup>

In diesem Kontext können Ausschüttungen, insbesondere Dividenden, dazu beitragen, das subjektive Risikoempfinden zu vermindern. So wirkt die regelmäßige Auskehrung substanzieller Dividenden den vorbezeichneten ‚Investorenängsten‘ in spezifischer Hinsicht auf die begrenzte Rationalität der Anleger gleich in mehrerlei Stoßrichtungen entgegen: Erstens sind, wie die *bird in the hand*-These<sup>300</sup> belegt, entsprechende (Bar-)Aus-

---

296 So z.B. auch *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 42, 53, 55; *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 195.

297 Für einen ersten Überblick mwN. zu weiterf. Lit. s. *Barberis/Thaler*, in: Hdb. Econ. Fin., Kapitel 18.

298 Ambiguität ist die „subjektiv empfundene Unsicherheit des Anlegers, die auf Grund von unvollständigen Informationen und/oder mangelnder Kompetenz entsteht.“, s. *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 45 mit vertiefenden Hinweisen in Fn. 158.

299 S. *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 45–48.

300 *Gordon*, RES 41 (1959), 99, 103; *ders.*, JF 18 (1963), 264–272; *Lintner*, RES 44 (1962), 243–269.

schüttungen dazu geeignet, die Verlustaversion abzuschwächen.<sup>301</sup> Zweitens stellen sie aus Sicht der Anleger einen gewissen Renditesockel dar und reduzieren dergestalt die wahrgenommene Volatilität.<sup>302</sup> Drittens tragen sie dergestalt zur Reduktion der Ambiguität bei, dass eine stete Verzinsung in Form einer Dividende die Aktie im Hinblick auf alternative Anlageformen vergleichbarer und damit aus Anlegersicht attraktiver macht.

Letztlich nimmt das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘ wohl aus diesen Gründen einen hohen Stellenwert in der praktischen Ausgestaltung der Ausschüttungspolitik deutscher Kapitalgesellschaften ein.<sup>303</sup>

#### f) Implikationen der *Behavioral Finance*-Forschung für die Scrip Dividend

Resümierend können die Erkenntnisse der *Behavioral Finance* Forschung dergestalt zusammengefasst werden, dass aus verhaltensökonomischer Sicht verschiedentliche Inzentive bestehen, die bei Aktionären zumindest eine dahingehende Grundtendenz hervorrufen, dass die untrennbar mit dem Abgang flüssiger Mittel bei der Gesellschaft verbundene Ausschüttung stetiger und substanzieller Dividenden gewünscht wird.<sup>304</sup>

---

301 Der *bird in the hand*-These zufolge präferieren Anteilseigner eine in der Gegenwart gezahlte Dividende sowohl gegenüber einer adäquat höheren Dividende zu späterem Zeitpunkt als auch gegenüber künftigen Kursgewinnen, s. z.B. *Aivazian/Booth/Cleary*, JMF 13 (2003), 103, 109; *Döring*, Rendite 2015, B 66.

302 Hierzu sowie zum Folgenden *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 48, 55, 134, 230, 235, 239.

303 Hierzu bereits die obigen Ausf. in Fn. 216. Ferner bspw. auch *Behm/Zimmermann*, ZWS 1993, 225, 233; *Fischer/Jansen/Meyer*, Finanzplanung, S. 77, 79; *Frankfurter et al.*, JPF 3 (2002), 202, 207; *König*, ZfB 1991, 1149, 1152 sowie *Pellens/Gassen/Richard*, DBW 2003, 309, 318, deren Umfrageresultate offenlegten, dass 63,2 % der Vorstände der Vorjahresdividende eine sehr große oder große Rolle bei der Entscheidung beimaßen. Abw. die Ergebnisse bei *Goergen/Renneboog/da Silva*, JCF 11 (2005), 375, 392 ff.

304 Zu Präferenzen des Aktionariats für möglichst hohe Ausschüttungen s. schon die Darlegungen in Kapitel B.II mwN. in den Fn. 206 und 207. Vgl. in diesem Kontext auch schon die von *John D. Rockefellers* stammende Bekundung „*Do you know the only thing that gives me pleasure? It's to see my dividends coming in.*“, zitiert nach *H. DeAngelo/L. DeAngelo/Skinner*, FTF 3 (2008), 95, 96. Unterstrichen wird die Annahme einer derartigen Erwartungshaltung e.g. auch von Entwicklungen wie der 2005 erfolgten Schaffung des DivDax (s. *Deutsche Börse*, DivDax) – eines Index, in dem die 15 dividendenstärksten Dax-Unternehmen notieren – wie auch die Auflegung von Fonds mit klangkräftigen Namen wie *Invest Euro High Dividend*, *LBBW Dividendenstrategie* oder *DWS Top Dividende* (vgl. hierzu

In diesem Sachzusammenhang leisten Scrip Dividends *prima vista*<sup>305</sup> (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 dezisiven Spagat zwischen den grundsätzlich konträren Zielen Dividendenkontinuität und Liquiditätsschonung bzw. -erhaltung. Dies folgendermaßen: Infolge der Faktizität, dass ein Teil des Aktionariats erfahrungsgemäß (ob des vorskizzierten Anreizes zur Beanspruchung einer Dividende in bar) aufgrund entsprechender individuellen Ausschüttungspräferenzen<sup>306</sup> oder auch schlicht mangels anderer, gleich risikoreicher, Investitionsalternativen mit kommensurabler Eigenkapitalrendite, für die Gewährung von Aktien optieren bzw. keinen Gebrauch von dem Andienungsrecht machen wird,<sup>307</sup> kann der Bestand an flüssigen Mitteln geschont werden, und zwar obwohl den Anteilseignern – und das mag gerade im Hinblick auf ein insbesondere in Krisenzeiten dividendenaffines Aktionariat essenziell sein – eine (attraktive) Bardividende bzw. eine dieser im wirtschaftlichen Ergebnis gleichkommende Zahlung eines Erwerbspreises iRd. Aktienrückkaufs angeboten wird.<sup>308</sup>

## 2. Zusammenfassung der wirtschaftswissenschaftlichen Erkenntnisse zur Ausschüttungspolitik sowie deren Implikationen im Hinblick auf Scrip Dividends

Für das Wesen der Scrip Dividend und das Spannungsfeld, dem sie ihre Existenz verdankt, sind die aus den wirtschaftswissenschaftlichen Theorien zur Gestaltung der Ausschüttungspolitik gewonnenen Erkenntnisse, wenn

---

auch *Bernau*, FAZ, Dividende), die sich in dieses Bild einfügen. Ferner zeigen in diesem Sachzusammenhang Schlagzeilen wie „Rekord-Dividenden im Dax“ (vgl. *Lange*, MM, Rekord-Dividenden), dass die Ausschüttungspolitik unternehmensseitig auch tatsächlich an vorskizzierter Erwartungshaltung ausgerichtet wird.

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

306 S. in diesem Kontext bereits die Ausf., Nachw. und Verw. in Fn. 37.

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

308 Bedingt irrationaler Weise reagiert der Markt auf das Angebot einer Scrip Dividend diametral anders als auf eine Dividendenkürzung. Vgl. hierzu bereits die Verw. und Nachw. in Fn. 30.

diese das „Dividendenpuzzle“<sup>309</sup> aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht auch nicht zu komplettieren vermögen, jedenfalls äußerst ergiebig.

a) Zentrale Bedeutung der Ausschüttungspolitik

So impliziert die kontinuierliche internationale Forschung zur Ausschüttungspolitik, dass die Ausgestaltung derer substanzielle Auswirkungen auf den Gesellschaftserfolg hat; um für Anleger attraktiv zu sein müssen Unternehmen deren Erwartungshaltungen und Interessen ausfindig machen und die eigene Ausschüttungspolitik daran orientieren.

b) Das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘

In diesem Kontext ergibt sich aus den von der *Behavioral Finance*-Forschung gewonnenen Erkenntnissen sowie aus den Folgerungen der *Signalling*-Theorien, dass private wie institutionelle Anleger in der Grundtendenz, die sich freilich von anderen individuellen Ausschüttungspräferenzen überlagert finden kann, die Ausschüttung substanzieller und möglichst stetiger Dividenden wünschen.

Infolge dieser Faktizität sowie mit Blick darauf, dass die Unternehmensleitung mittels einer Dividendenausschüttung ein Signal über die positiven Zukunftsaussichten der Gesellschaft an den Markt senden und das eigene Unternehmen derart in einem (möglichst<sup>310</sup>) positiven Licht präsentieren kann, nimmt das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘ bei deutschen börsennotierten Gesellschaften ausweislich verschiedentlich empirischer Studien einen übergeordneten Stellenwert in der Ausschüttungspolitik ein.<sup>311</sup>

---

309 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 219.

310 Allerdings ist in diesem Sachzusammenhang auch nochmals auf die bereits in Kapitel B.III.1.a) thematisierte *overconfidence*- bzw. *optimism bias*-Problematik hinzuweisen. Es scheint nämlich so, als würde vielfach ausgeblendet, dass sich stetige Dividendenausschüttungen auch dazu eignen, den Markt über das Ergebnis des Geschäftsjahres irre zu leiten (s. in diesem Kontext auch schon die Ausf. zur Überleitungsrechnung, insbesondere zum Aspekt der Überlagerung des Jahresergebnisses, in Kapitel B.I.2 a.E.) und mögliche Fehlschlüsse des Managements zu kaschieren. Hierzu bzw. *Skog*, ZGR 1997, 306, 309.

311 Wenngleich den *Signalling*-Theorien in empirischen Studien nur eine geringe Relevanz bestätigt werden konnte, s. bspw. *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 92–

c) Interdependenzen zwischen Investitions-, Finanzierungs- & Ausschüttungspolitik

Gleichsam zeigen die Ausführungen zur Kapitalmarktkontroll-Hypothese die Interdependenzen zwischen Investitions-, Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik auf,<sup>312</sup> mithin dass Ausschüttungen immer zulasten von Liquidität und Selbstfinanzierung gehen und dergestalt zur Konsequenz haben, dass weniger Mittel zur Innenselbstfinanzierung von Investitionsprojekten zur Verfügung stehen.

Diesbezüglich ist zwar grundsätzlich strikt zwischen Investitions- und Finanzierungsentscheidung zu trennen, weil der Entschluss zur Ausschüttung des Gewinns – und damit gegen die Einbehaltung der entsprechenden Mittel – noch keine Absage an Investitionsprojekte bedeutet, sondern allenfalls eine Absage an die Finanzierung dieser durch die zu Ausschüttungszwecken benötigten Eigenmittel bedingt.

Jedoch bestehen gleichsam entscheidende Interdependenzen: Eine explizite Ausschüttungspolitik wirkt sich nämlich dann auf das Investitionsprogramm aus, wenn der Gesellschaft infolge von Ausschüttungen nicht ausreichend Kapital verbleibt, um geplante Investitionen durchzuführen.

Außerdem schränken Ausschüttungen vermittels der damit verbundenen Reduktion der dem Unternehmen frei zur Verfügung stehenden liquiden Mittel die unternehmerische Flexibilität<sup>313</sup> ein. Dergestalt 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>314</sup>

---

95 sowie *Trost*, Ausschüttungspolitik, S. 26 mwN. in Fn. 114, wird letztgenanntes Motiv doch von vielen Entscheidungsträgern als äußerst bedeutsam deklariert und die Ausschüttungspolitik folglich demgemäß gestaltet. Vgl. hierzu schon die obigen Nachw. in Fn. 253.

312 Eingehend zu diesen Interdependenzen z.B. die Ausf. bei *Prokot*, Ausschüttungspolitik, S. 137–176.

313 Vgl. *Prokot*, Ausschüttungspolitik, Kapitel 2.2.

314 S. dazu bereits die Nachw. und Ausf. in Fn. 153.

d) Scrip Dividends als ‚Bindeglied‘

Als Lösung dieses, von Marktunvollkommenheiten aufgebenen, eingängig als „Dividendenpuzzle“<sup>315</sup> bezeichneten, Rätsels präsentieren sich gewissermaßen Scrip Dividends.

Qua der dem Aktionariat iRd. Gestaltung angebotenen (attraktiven) Bar-dividende bzw. dem funktionalen Äquivalent hierzu, der Zahlung eines Erwerbspreises iRd. Aktienrückkaufs, tragen diese einerseits dem aus Sicht der *Signalling*-Theorien wie auch der *Behavioral Finance*-Forschung so wichtigen ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘ Rechnung,<sup>316</sup> ohne dass damit die Absage an die Innenselbstfinanzierung von Investitionsprojekten verbunden wäre.<sup>317</sup>

Andererseits binden sie Management und Aktionariat – zumindest bedingt, scheinen der fehlende Bezug der kumulierten einbehaltenen Mittel zu den Investitionsmöglichkeiten der Gesellschaft sowie die Problematiken des kollektiven Handelns, namentlich rationale Apathie und Trittbrettfahreneffekte, in diesem Kontext doch durchaus problematisch – iSd. Kapitalmarkt-kontroll-Hypothese ein und tragen auf diese Weise zur Auflösung der vorerörterten *Agency*-Problematik bei.

Den Blick auf die *Signalling*-Theorien richtend, schaffen Scrip Dividends zudem die Möglichkeit, ein positives Signal an den Kapitalmarkt zu senden, wiederum ohne hiermit zwangsweise einen Liquiditätsverlust<sup>318</sup> und die Absage an die Innenselbstfinanzierung von Investitionsprojekten zu verbinden.<sup>319</sup>

---

315 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 219.

316 Bedingt irrationaler Weise reagiert der Markt auf das Angebot einer Scrip Dividend diametral anders als auf eine Dividendenkürzung. Vgl. hierzu bereits die Verw. und Nachw. in Fn. 30.

317 Zu der sich in diesem Kontext aufdrängenden Frage, warum die angestrebten Investitionen stets mit Eigenkapital bewältigt werden ‚müssen‘ und nicht, insbesondere im Niedrigzinsumfeld, schlicht Fremdkapital aufgenommen werden kann, sei auf die obigen Ausf. in Kapitel A.IV.7 a.E. verwiesen.

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

319 Zu der sich in diesem Kontext aufdrängenden Frage, warum die angestrebten Investitionen stets mit Eigenkapital bewältigt werden ‚müssen‘ und nicht, insbesondere im Niedrigzinsumfeld, schlicht Fremdkapital aufgenommen werden kann, sei auf die obigen Ausf. in Kapitel A.IV.7 a.E. verwiesen.

e) Scrip Dividends als Instrument zur Adressierung heterogener Ausschüttungspräferenzen

Ferner bieten Scrip Dividends eine elegante Möglichkeit der Adressierung heterogener<sup>320</sup> Ausschüttungspräferenzen<sup>321,322</sup> Dies insofern, als grundsätzlich davon auszugehen ist, dass jeder Anteilseigner danach strebt, den Zahlungsstrom aus seinem Investment hinsichtlich Zeit und Höhe so zu gestalten, dass dies seinen individuellen Interessen gerecht wird. Die diesbezüglichen Präferenzen sind indessen keinesfalls homogen, divergieren vielmehr sowohl zwischen verschiedenen Gruppen von Anteilseignern als auch innerhalb dieser.<sup>323</sup>

So bevorzugen exempli gratia Pensionäre als Teil der Privatanleger häufig kontinuierliche (sowie möglichst hohe) Ausschüttungen, um damit den eigenen Konsum zu finanzieren und den präferierten Zahlungsstrom nicht selbst vermöge zyklisch wiederkehrender Liquidationen aus dem Wertpapierbestand nachbilden zu müssen<sup>324,325</sup> Aber auch institutionelle Anleger, vorneweg diejenigen, die selbst ständigen periodischen Ausschüttungsverpflichtungen unterliegen und zu deren Erfüllung liquider Mittel bedürfen,<sup>326</sup> sind häufig dividendenaffin. Hingegen werden Investoren mit

---

320 Dem Phänomen heterogener Interessen wird in der wirtschaftswissenschaftlichen Lit. zur Ausschüttungspolitik häufig in Form der Unterscheidung des Aktionariats in private und institutionelle Anleger nachgegangen. Hierzu e.g. *Prokot*, Ausschüttungspolitik, Kapitel 3. Die Gruppierung in private und institutionelle Anleger vermag die individuellen Ausschüttungspräferenzen aber allenfalls bedingt zu erklären, da die Ausschüttungspräferenzen für gewöhnlich auch innerhalb dieser Gruppen divergieren.

321 Selbstredend kann eine Optimierung iSe. ‚Individualkalküls‘ nicht erfolgen.

322 Vgl. hierzu auch schon die Nachw. in Fn. 306.

323 Vgl. hierzu sowie zum Nachfolgenden auch die mit zahlreichen Beispielen versehenen Ausf. bei *Schwendemann*, AG 2015, R40 f.

324 Letzteres ist ohnehin nur bedingt, nämlich ab einer bestimmten Portfeuillegröße und iRe. umfassenden Portfeuillemanagements, welches verhindert, dass Verkäufe einzelner Aktienwerte mit der Realisierung von Verlusten verbunden sind, weil sie zur Unzeit getätigt werden müssen, möglich.

325 Die Gruppe der Pensionäre als Teil der Privatanleger und deren regelmäßig bestehendes Interesse an kontinuierlichen Ausschüttungen wird vorliegend zur Veranschaulichung herausgegriffen. Auch weitere Teile der Privatanleger dürften gleichlaufende Interesse haben, so e.g. Mitarbeiteraktionäre.

326 So e.g. Pensions- und Dividendenfonds. Ferner z.B. auch Stiftungen, die die Ausschüttungen etwa zur Verfolgung ihres satzungsmäßigen Zwecks benötigen (vgl. zu letzterem exemplarisch das Ausschüttungsbegehren der *Thyssen-Stiftung* gegenüber der *Thyssen-Krupp AG* im Jahr 2010 trotz herber Verluste der *Thyssen-Krupp AG* im betreffenden Jahr).

hohem Einkommen und institutionelle Investoren, die keinen wiederkehrenden Zahlungsverpflichtungen unterliegen, in Anbetracht der Ermangelung gleich attraktiver alternativer Anlagemöglichkeiten im aktuellen Niedrigzinsumfeld vermehrt die Thesaurierung von Erträgen vorziehen.<sup>327</sup>

Freilich könnte sich die Verwaltung diesbezüglich auf den Standpunkt zurückziehen, dass die divergierenden Ausschüttungspräferenzen des Aktionariats im Votum der Hauptversammlung über die Verwendung des Bilanzgewinns, vgl. §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2, 58 Abs. 3 AktG, zum Ausdruck kommen.

Diese salomonische Empfehlung löst das vorbezeichnete Dilemma indes keineswegs: Mit der notwendigerweise für alle Aktionäre einheitlich geltenden Gewinnverwendungsentscheidung ist der iRd. Abstimmung überstimmten Minderheit nicht geholfen, trägt der entsprechend gefasste Beschluss doch ausschließlich den Interessen der Mehrheit Rechnung.<sup>328</sup>

Anders hingegen liegt es iRv. Scrip Dividends, die eine klientelgerechte Ausschüttungspolitik ermöglichen und der Kalamität divergierender Ausschüttungspräferenzen dergestalt beizukommen vermögen,<sup>329</sup> dass iRe. Wahldividendenofferte ein jeder Aktionär frei nach seinen individuellen Präferenzen entscheiden kann, ob er die Ausschüttung einer Bardividende (bzw. als funktionales Äquivalent hierzu die Zahlung eines Erwerbspreises iRd. *Reverse*-Struktur) oder den Bezug von Aktien vorzieht, zumal das Wahlrecht auch partiell ausgeübt werden kann, also nicht für den Gesamtbestand an Aktien eines Aktionärs – und zwar auch nicht soweit sich die-

---

327 Insofern ist die Scrip Dividend in folgender Hinsicht ein besonders interessantes Vehikel: Die Aktienkomponente offeriert nicht nur die Gelegenheit zu schneller Ertragsthesaurierung, sondern gewährt typischerweise auch besonders attraktive Konditionen für den Ausbau der Unternehmensbeteiligung, werden die Aktien doch idR. mit einem Abschlag (Discount) von 2–3 % zum Börsenkurs ausgegeben (hierzu bereits die Ausf. in Kapitel A.III.2 mwN. in Fn. 40) sowie ebenso regelmäßig zumindest Teile der Transaktionskosten (aaO. mwN. in Fn. 41) seitens der ausschüttenden Gesellschaft übernommen werden.

328 Besonders eingängig idS. auch die Formulierung bei *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 492: „[Durch Einräumung eines Dividendenwahlrechts] könnte jeder Aktionär die von ihm bevorzugte Ausschüttungsquote erreichen, ohne von einer Mehrheit bevormundet zu werden, wodurch nicht zuletzt die Allokationseffizienz befördert würde.“. Explizit idS. auch *Goshen*, YLJ 104 (1995), 881, 903 ff. Im Ansatz bereits *Hayek*, *Studies*, S. 308; *Schüller*, *ORDO* 1979, 325. Vgl. zum Ganzen auch die die Ausf. bei *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 493.

329 IdS. bspw. auch die in Fn. 306 Genannten.

ser in einem einzigen Depot befindet – einheitlich ausgeübt werden muss.<sup>330</sup>

Problematisch ist insofern freilich, dass Konstellationen denkbar sind, 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>331</sup>

Allerdings ist mit Blick hierauf nicht etwa dem aktienrechtlich problematischen Fall eines faktischen<sup>332</sup> Ausschlusses des Bezugsrechts oder dem – ebenso problematischen – gegenläufigen Fall eines faktischen Bezugswangs das Wort zu reden.

Insofern handelt es sich nämlich schlicht um die unumgängliche, dem Naturell einer jeden Aktienaussgabe unter Bezugsrechtswahrung, ob iRe. Kapitalerhöhung oder iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG, entspringende Problematik, dass ein jeder Aktionär für sich entscheiden muss, ob er die Chance, die bestehende Mitgliedschaft durch Nachbezug von Aktien unter zusätzlichem Kapitaleinsatz (sowohl) im Hinblick auf die Stimmrechtsmacht (als auch in Bezug auf die Vermögenssubstanz) in der Quote ungeschmälert aufrecht zu erhalten,<sup>333</sup> wahrneh-

---

330 So auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 687.

331 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.“

332 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)cc)aaa) (1).

333 Im Kontext des Bezugsrechts wird insofern von der ‚doppelten Besitzstandsgarantenfunktion‘ des Bezugsrechts gesprochen. Eingehend hierzu e.g. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 203 Rn. 48 ff. mwN. in Fn. 100; *Habersack*, in: FS Säcker, S. 355, 363; *Heinsius*, in: FS Kellermann, S. 115, 117 f.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 2; *Lutter*, in: KK<sup>2</sup>, AktG, § 186 Rn. 7; *Rieder/Holzmann*, in: Grigolet, AktG, § 186 Rn. 1; *Schürmbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 2–4; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 13 sowie eingehend bei Rn. 56 ff. Eingehend zu Bedeutung und Funktion des Bezugsrechts nachfolgend in Kapitel D.III.1.e)aa)aaa) mwN. in Fn. 1205 und 1206.

men möchte oder nicht. Ferner ist diese Entscheidung naturgemäß auch stets in Unkenntnis der Information zu treffen, wie die anderen Anteilseigner ihre Rechte ausüben.

Den vorstehenden Ausführungen nach erzeugt die Scrip Dividend schließlich eine *Win-Win*-Situation: Dem Aktionariat ist die Offerte nutzbringend, weil die Gesellschaft eine Alternative zur Zahlung einer Dividende in bar bzw. dem Erhalt des Bardividendensurrogats eröffnet und den Anteilseigner qua der so geschaffenen Optionalität maximale Flexibilität im Hinblick auf die Entscheidung ‚Ausschüttung versus Thesaurierung‘ einräumt. Zumal sich die Aktienkomponente typischerweise dahingehend lukrativ ausgestaltet findet, dass regelmäßig ein Discount zum Börsenkurs iHv. 2–3 %<sup>334</sup> gewährt wird,<sup>335</sup> sowie idR. zumindest teilweise die entstehenden Transaktionskosten<sup>336</sup> übernommen werden,<sup>337</sup> sodass den Anteilseignern durch die Scrip Dividend nicht nur die Möglichkeit zur schnellen, sondern auch zur kosteneffizienten Reinvestition überschüssiger Mittel angetragen wird<sup>338</sup>. Dergestalt wird die Thesaurierung von Erträgen nicht nur für das gesamte Aktionariat attraktiver, vielmehr kommt die Aktienkomponente bei Klein(st)aktionären damit realistisch gesehen überhaupt erst aufs Tapet.<sup>339</sup>

---

334 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.

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

336 Hierzu schon die Ausf. in Fn. 41.

337 Dazu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 42.

338 Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel A.III.2 sowie insbesondere die Ausf., Nachw. und Verw. in den Fn. 38, 39, 40, 41 und 42.

339 Dem Gebot ökonomischer Vernunft folgend ist der Hinzuerwerb von Anteilen aufgrund der regelmäßig anfallenden (pauschalierten) Gebühren häufig nur dann lohnenswert, wenn beim Zukauf ein bestimmtes Mindesttransaktionsvolumen überschritten wird. Damit scheidet die Thesaurierung ausgeschütteter Bardividenden für Klein(st)aktionäre häufig aus, da die Transaktionskosten das zu reinvestierende Vermögen (weitgehend) aufzehren würden. Fällt die betreffende Effektenprovision infolge unternehmensseitiger Vergütung der Leistung der Depotbanken geringer aus oder bleibt gar ganz aus, wird die Reinvestition überschüssiger Mittel für Aktionäre mit geringem Anteilsbesitz hierdurch überhaupt erst zur Alternative. IdS. zu interpretieren wohl auch *Damanik*, Aktiendiv., S. 3; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 687, Fn. 16 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Fn. 16 sowie *Sickinger/Zipperle*, AG 2015, R189.

Gleichsam hält die Scrip Dividend in Anbetracht der Verknüpfung der grundsätzlich gegenläufigen Ziele Dividendenkontinuität<sup>340</sup> und Liquiditätserhalt<sup>341</sup>, der Stärkung Kapitalbasis sowie der Intensivierung der Aktionärsbindung auch zentrale Vorteile für die Emittentin bereit.

## f) Conclusio

Mit Blick auf die wirtschaftswissenschaftlichen Erkenntnisse zur Ausschüttungspolitik ist nach alledem zu folgern, dass sich der Markt mit der Scrip Dividend ein zu seinen aktuellen Bedürfnissen passendes Gestaltungsinstrument ‚maßgeschneidert‘ hat.

Das *Treasury*-Instrument ist in doppelter Hinsicht attraktiv: Einerseits gewährt es einem jedem einzelnen Aktionär das Wahlrecht zwischen einer Bardividende (bzw. dem funktionalen Äquivalent hierzu, der Kaufpreiszahlung iRe. Aktienrückkaufs) und der vor dem Hintergrund des momentanen Niedrigzinsumfeldes interessanten Option einer (schnellen sowie kosteneffizienten<sup>342</sup>) Thesaurierung der Erträge und damit maximale Flexibilität hinsichtlich der eigenen Ausschüttungspräferenz.<sup>343</sup>

Andererseits profitiert das Unternehmen simultan hierzu dergestalt, dass die Scrip Dividend (in Abhängigkeit von der gewählten rechtstechnischen Strukturierungsvariante<sup>344</sup>) den Spagat zwischen den grundsätzlich zueinander konträren Zielen der Dividendenkontinuität und Liquiditätsscho-

---

340 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).

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

342 Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel A.III.2 sowie insbesondere die Ausf., Nachw. und Verw. in den Fn. 38, 39, 40, 41, 42.

343 Dieser Aspekt wird auch von den verantwortlichen IR Professionals mit als wesentlichster (im Rang gleich hinter dem der Vermeidung von Liquiditätsabflüssen durch Reduktion der Bardividende) Vorteil der Scrip Dividend erachtet, s. *DIRK*, Trend Indicator, 26–28.

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

nung bzw. -erhaltung<sup>345</sup> leistet.<sup>346</sup> Infolge der Tatsache, dass ein Teil des Aktionariats den Bezug von Aktien gegenüber einer Ausschüttung in Geld präferieren wird, kann der in bar auszuzahlende Betrag reduziert und hierdurch Liquidität im Hinblick auf strategische Zukunftsinvestitionen oder auch den Abbau der Verschuldung gewonnen<sup>347</sup> sowie die Eigenkapitalbasis gestärkt<sup>348</sup> werden, obwohl den Anteilseignern – und das mag gerade im Hinblick auf ein (insbesondere in Krisenzeiten) dividendenaffines Aktionariat essenziell sein – gleichsam eine attraktive Dividende in bar bzw. eine dieser im wirtschaftlichen Ergebnis gleichkommende Zahlung eines Erwerbspreises iRd. Aktienrückkaufs angeboten, mithin das iRd. der Ausschüttungspolitik so zentrale ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘ gewahrt wird.<sup>349</sup>

Gleichzeitig sind Scrip Dividends mit Blick auf einige dieser Aspekte ein überaus zweischneidiges Schwert.

So schwingt bei der Implementierung von Scrip Dividends stets die Gefahr mit, dass renditehungrige Investoren mit Ausschüttungen auf einem langfristig nicht durchzuhaltenden Niveau zufriedengestellt und damit 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>350</sup> der Implementierung der Gestaltung viel – Geld verbrannt wird, statt dass bei Investitionen der Rotstift angesetzt oder ein ungesund hohes Ausschüttungsniveau mittels einer Dividendenkürzung zurückgefahren wird.

Problematisch ist ferner, dass die Annahmequote und damit auch die Summe der kumulierten einbehaltenen Mittel doch im Vorhinein unbe-

---

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

346 Die Liquiditätsschonung durch Reduktion des Bardividendenanteils erachten verantwortliche IR Professionals länderübergreifend als Hauptvorteil der Scrip Dividend, s *DIRK*, Trend Indicator, 26–28.

347 Zum Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments s. schon die Darlegungen und Verw. in Fn. 25.

348 Die mit der Scrip Dividend verbundene Stärkung der Eigenkapitalbasis wurde bei einer Umfrage unter IR Professionals als dritt wichtigster Vorteil der Implementierung einer Scrip Dividend erachtet.

349 Bedingt irrationaler Weise reagiert der Markt auf das Angebot einer Scrip Dividend diametral anders als auf eine Dividendenkürzung. Vgl. hierzu bereits die Verw. und Nachw. in Fn. 30.

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

kannt ist und infolge grundsätzlich keinerlei bzw. allenfalls zufälligen Bezug zu den Investitionsmöglichkeiten der Gesellschaft aufweist. Insofern existiert für die einbehaltenen Mittel schlimmstenfalls, so diese nicht zur Finanzierung des bzw. der avisierten Investitionsprojekte ausreichen und der Gesellschaft keine weiteren Kanäle zur Kapitalbeschaffung offen stehen, keinerlei sinnvolle Verwendungsmöglichkeit.<sup>351</sup>

Letzteres allerdings ist nicht nur für sich genommen überaus heikel, sondern insbesondere mit Blick auf das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘<sup>352</sup>. Denn: Will die Gesellschaft das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘<sup>353</sup> auch künftig wahren, so muss sie insbesondere in Anbetracht des Umstandes, dass das dividendenberechtigte Grundkapital durch Ausgabe von Aktien iRd. 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>354</sup>.

Den Aktionären ist daher stets zu raten, bei der Offerte einer Wahldividende genau hinzusehen, wobei 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>355</sup> die üblichen Probleme kollektiven Handelns (namentlich rationale Apathie und Trittbrettfahrereffekte) entgegenstehen.<sup>356</sup>

---

351 S. in diesem Kontext auch die eingehenden Ausf. zum fehlenden Bezug der kumulierten einbehaltenen Mittel zu den Investitionsmöglichkeiten der Gesellschaft in Kapitel C.VII.2.c).

352 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).

353 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).

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

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

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