Schriften zur Rechtstatsachenforschung 1

Martin Berner

Scrip Dividends

Rechtstatsächliche Bedeutung und rechtliche Grundlagen

Nomos

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Schriften zur Rechtstatsachenforschung

Herausgegeben von

Prof. Dr. Andreas Engert
Prof. Dr. Alexander Hellgardt
Prof. Dr. Jan Lieder

Band 1

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Martin Berner

Scrip Dividends

Rechtstatsächliche Bedeutung und rechtliche Grundlagen

Nomos

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

The book processing charge was funded by the Baden-Württemberg Ministry of Science, Research and Arts in the funding programme Open Access Publishing and the University of Freiburg.

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Zugl.: Freiburg, Univ., Diss., 2020

1. Auflage 2021

© Martin Berner

Publiziert von
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG
Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden
www.nomos.de

Gesamtherstellung:
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG
Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden

ISBN (Print): 978-3-8487-7092-2
ISBN (ePDF): 978-3-7489-2482-1

DOI: https://doi.org/10.5771/9783748924821

Onlineversion
Nomos eLibrary

Dieses Werk ist lizenziert unter einer Creative Commons Namensnennung – Nicht kommerziell – Keine Bearbeitungen 4.0 International Lizenz.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access -

Vorwort

Dass Not erfinderisch macht, haben deutsche Aktiengesellschaften im Nachgang der Finanzkrise der Jahre 2008/2009 nicht zuletzt durch die von dem Bestreben der Flexibilisierung der Ausschüttungsstrategien getriebene Konzeption sogenannter Scrip Dividends (auch: Wahldividenden), die seither als *Dernier Cri* in der Ausschüttungspolitik deutscher Kapitalgesellschaften reüssieren, unter Beweis gestellt. Hinter dem Terminus technicus verbirgt sich ein *Treasury*-Instrument, das es dem jeweiligen Anteilseigner freistellt, im Kontext der Ausschüttung bzw. der Verwendung des Bilanzgewinns zwischen einer Dividende in bar bzw. einem Bardividendensurrogat und Aktien der Gesellschaft zu wählen. In der Praxis finden sich gänzlich divergierende Spielarten solcher Scrip Dividends, die sich dem Blick der Wissenschaft bisher erfolgreich zu entziehen vermochten. Hinzu kommen alte und neuartige Rechtsfragen, zu denen Rechtsprechung und Literatur bislang keine befriedigenden Antworten liefern. Die vorliegende Untersuchung schließt nicht nur diese rechtsdogmatische Forschungslücke, sondern besticht darüber hinaus durch ihren methodenpluralistischen Ansatz: Sie bietet eine erste Gesamtschau, im Rahmen derer auch die rechtstatsächliche Bedeutung des Phänomens analysiert sowie wirtschaftswissenschaftliche und rechtsökonomische Erkenntnisse um das *Treasury*-Instrument herausgearbeitet werden. Dergestalt soll die vorliegende Arbeit nicht nur den maßgeblichen Handlungsrahmen im Bereich Scrip Dividends abstecken, sondern auch die Investitionssicherheit in Deutschland fördern sowie der Praxis als Ratgeber dienen und den Scrip Dividends so zur Salonfähigkeit hierzulande verhelfen.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. *Jan Lieder*, LL.M. (Harvard), der die Entstehung der Arbeit mit Interesse begleitet hat und mir stets mit fachlichem Rat zur Seite stand. Zu Dank verpflichtet bin ich überdies Herrn Prof. Dr. *Hanno Merkt*, LL.M. (Univ. of Chicago) für die Erstattung des Zweitgutachtens.

Ferner möchte ich meiner Frau *Carolin* sehr herzlich für die Unterstützung während der Zeit der Promotion sowie die kritische Durchsicht des Manuskripts danken. Ebenso meinen Eltern, die mir das Universitätsstudium er-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

möglicht haben, das unersetzliche Voraussetzung für diese Arbeit wie auch meinen bisherigen beruflichen Lebensweg war.

Großer Dank gebührt schließlich der *Hanns-Seidel-Stiftung*, die das Entstehen dieser Arbeit großzügig mit einem Promotionsstipendium unterstützt hat, sowie dem *Konsortium Baden-Württemberg* für die Förderung der Open-Access-Publikation.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis 27

A. Einführung 37

I. Ökonomische Hintergründe 37
II. Unterschiedliche rechtstechnische Ausprägungen bisheriger Scrip Dividend-Offerten deutscher Gesellschaften 38
III. Zentrale Vorteile der Gestaltung 42
IV. Problemstellung & Ziele der Untersuchung 46
V. Gang der Untersuchung 63

B. Die Scrip Dividend – Ein Gestaltungsinstrument der Ausschüttungspolitik 65

I. Rechtliche Schranken der Ausschüttungspolitik 65
II. Das aktienrechtliche System der Gewinnverwendung 75
III. Wirtschaftswissenschaftliche Erkenntnisse zur Dividendenpolitik 78

C. Rechtstatsachen zur Scrip Dividend & Ausblick 111

I. Historie von Scrip Dividends & Co. im internationalen Kontext 111
II. Historie von Scrip Dividends & Co. im nationalen Kontext: Das ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren als altbekannte Gestaltung unter neuem Namen 112
III. Deutsche Kapitalgesellschaften mit dem bisherigen Angebot einer Scrip Dividend 114
IV. Die perspektivische Verbreitung des Gestaltungsinstruments: ‚Ankündigungen' deutscher Gesellschaften 125
V. Verbreitung von Vorratsbeschlüssen/ Satzungsermächtigungen zur Durchführung einer Scrip Dividend bei deutschen Gesellschaften 137
VI. Studie des *Deutschen Investor Relations Verband e.V. (DIRK)* 159

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

VII. Würdigung der rechtstatsächlichen Bedeutung von Scrip Dividends & Ausblick unter Berücksichtigung von Bedenken gegenüber deren Einsatz 164

D. Das rechtliche Konstrukt der Scrip Dividend: Rechtstechnische Ausgestaltungsvarianten & Abgrenzung zu anderen Gestaltungsinstrumenten 183

I. Ausgangspunkt der Querelen: Fehlen einer einheitlichen Nomenklatur 183
II. Weiterer ‚Problemherd': Die Bardividende als ein überholtes historisches Leitbild des Aktiengesetzes 192
III. Demarkation divergierender rechtsarchitektonischer Konzeptualisierungsvarianten von Scrip Dividends 196

E. De lege ferenda: (Kein) Bestehen legislatorischen Handlungsbedarfs 523

F. Zusammenfassung der Ergebnisse 528

Literaturverzeichnis 533

Bekanntmachungsverzeichnis 567

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis 27

A. Einführung 37

I. Ökonomische Hintergründe 37
II. Unterschiedliche rechtstechnische Ausprägungen bisheriger Scrip Dividend-Offerten deutscher Gesellschaften 38
1. *Reverse*-Struktur 38
2. *Forward*-Struktur(en) 40
III. Zentrale Vorteile der Gestaltung 42
1. Nutzen des *Treasury*-Instruments aus Perspektive der Gesellschaft 42
2. Vorteile der Scrip Dividend aus Sicht des Aktionariats 44
IV. Problemstellung & Ziele der Untersuchung 46
1. Übersicht zur rechtstatsächlichen Bedeutung von Scrip Dividends für den deutschen Markt 46
2. Divergente Würdigung des *Treasury*-Instruments 49
3. Rechtstatsächliche Verbreitung von Scrip Dividends im Ausland 50
4. Perspektivische Verbreitung der Strukturierungsvariante hierzulande 52
5. Problematik der Abstinenz rechtlicher Rahmenbedingungen in Deutschland sowie fehlender Differenzierung zwischen unterschiedlichen Strukturvarianten 52
6. Zusammenfassung des bisherigen Forschungsstandes 54
a) Stand der Diskussion in Deutschland 54
b) Strukturierungsschwierigkeiten im Hinblick auf das deutsche Aktien- & Kapitalmarktrecht 57
7. Zielsetzung 61
V. Gang der Untersuchung 63

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

B. Die Scrip Dividend – Ein Gestaltungsinstrument der Ausschüttungspolitik 65

I. Rechtliche Schranken der Ausschüttungspolitik 65
1. Das Kapitalaufbringungs- & das Kapitalerhaltungsrecht 66
2. Terminologie 72
II. Das aktienrechtliche System der Gewinnverwendung 75
III. Wirtschaftswissenschaftliche Erkenntnisse zur Dividendenpolitik 78
1. Theorien zur Ausschüttungspolitik 79
a) *Signalling*-Theorien 80
b) Implikationen der *Signalling*-Theorien für die Scrip Dividend 85
aa) Scrip Dividends als Vehikel zur Dividendenausschüttung ohne Liquiditätsabfluss 85
bb) Scrip Dividends als „Verschleierungstaktik" zum Aufschub harter Allokationsentscheidungen 86
c) *Agency*-theoretische Ansätze 87
aa) *Agency*-Kosten nach *Easterbrook* 90
aaa) *Monitoring*-Kosten 90
bbb) Risikoaversion des Managements 91
bb) *Agency*-Kosten nach *Jensen* 92
d) Implikationen der *Agency*-theoretischen Ansätze für die Scrip Dividend 94
e) *Behavioral Finance* 97
f) Implikationen der *Behavioral Finance*-Forschung für die Scrip Dividend 99
2. Zusammenfassung der wirtschaftswissenschaftlichen Erkenntnisse zur Ausschüttungspolitik sowie deren Implikationen im Hinblick auf Scrip Dividends 100
a) Zentrale Bedeutung der Ausschüttungspolitik 101
b) Das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität' 101
c) Interdependenzen zwischen Investitions-, Finanzierungs- & Ausschüttungspolitik 102
d) Scrip Dividends als ‚Bindeglied' 103
e) Scrip Dividends als Instrument zur Adressierung heterogener Ausschüttungspräferenzen 104
f) Conclusio 108

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

C. Rechtstatsachen zur Scrip Dividend & Ausblick 111

I. Historie von Scrip Dividends & Co. im internationalen Kontext 111
II. Historie von Scrip Dividends & Co. im nationalen Kontext: Das ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren als altbekannte Gestaltung unter neuem Namen 112
1. Das ‚Ausschüttungs-Rückhol'-Verfahren: Eine althergebrachte, steuerlich motivierte, Transaktionsstruktur 112
2. Interimsphase völliger Irrelevanz des ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahrens 113
3. Die Renaissance des ‚Ausschüttungs-Rückhol'-Verfahrens: Wiederbelebung durch die seitens der *Telekom* im Jahr 2013 offerierte *Forward*-Struktur 113
III. Deutsche Kapitalgesellschaften mit dem bisherigen Angebot einer Scrip Dividend 114
1. Scrip Dividend-Offerten deutscher Unternehmen von 2012-2019 115
2. Interpretation der Daten 117
a) Scrip Dividends als ein vorwiegend/ausschließlich für ‚Großkonzerne' mit hohem Ausschüttungsvolumen interessantes Gestaltungsinstrument 118
b) Wiederholte Umsetzungen als rechtstatsächlicher Regelfall 123
c) Hohe Affinität des Aktionariats zur Aktienkomponente iR. bisheriger Scrip Dividend-Offerten deutscher Gesellschaften 124
d) Stagnierende Anzahl an Scrip Dividend-Offerten am deutschen Kapitalmarkt 125
IV. Die perspektivische Verbreitung des Gestaltungsinstruments: ‚Ankündigungen' deutscher Gesellschaften 125
1. Der Begriff ‚Scrip Dividend' im Bundesanzeiger 128
2. Der Begriff ‚Aktiendividende' im Bundesanzeiger 130
3. Aggregierte bereinigte Begriffsnennungen 132
4. Interpretation der Daten 133
5. Conclusio 137

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

V. Verbreitung von Vorratsbeschlüssen/ Satzungsermächtigungen zur Durchführung einer Scrip Dividend bei deutschen Gesellschaften 137
1. Untersuchungsansatz 138
2. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes 138
3. Verbreitung entsprechender Satzungsermächtigungen im SDax 143
4. Verbreitung entsprechender Satzungsermächtigungen im MDax 144
5. Verbreitung entsprechender Satzungsermächtigungen im Dax 146
6. Interpretation der Daten 147
a) Scrip Dividend-Implementierungen auf Basis ‚allgemeiner' Satzungsermächtigungen 147
b) Implikationen des Ausreichens einer ‚allgemeinen' Satzungsermächtigung 149
aa) Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes: Analyse der Verbreitung der hinter der *Forward*-Struktur ‚Modell *Telekom*' stehenden Rechtsarchitektonik 149
bb) Die rechtstatsächliche Bedeutung des genehmigten Kapitals 151
cc) Aktien als Akquisitionswährung: Bezugsrechtsfreie Sachkapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital als rechtstatsächlicher Regelfall 155
dd) Zwischenfazit 156
c) Geringe Aussagekraft der ‚bloßen' Einholung von Satzungsermächtigungen sowie der Faktizität der weiteren Verbreitung von zur Implementierung von Scrip Dividends ausreichenden ‚allgemeinen' Satzungsermächtigungen 157
7. Conclusio 158
VI. Studie des *Deutschen Investor Relations Verband e.V. (DIRK)* 159
1. Untersuchungsresultate: Rechtstatsächliche Bedeutung von Scrip Dividends 160
a) Bisherige Erfahrungen der Studienteilnehmer mit Scrip Dividends 160
b) Künftiges Interesse an dem *Treasury*-Instrument & *Drawbacks* 160

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

c) Zu erwartende Annahmequote als maßgebliches Entscheidungskriterium bzgl. der Implementierung von Scrip Dividends 161
d) Haltung des Aktionariats zu Wahldividenden 162
2. Interpretation der Ergebnisse der Repräsentativumfrage des *DIRK* 162
VII. Würdigung der rechtstatsächlichen Bedeutung von Scrip Dividends & Ausblick unter Berücksichtigung von Bedenken gegenüber deren Einsatz 164
1. Zusammenfassung der ermittelten Rechtstatsachen 164
a) Geringe Verbreitung der Scrip Dividend am deutschen Kapitalmarkt 164
b) Deutliche Präferenz für die *Forward*-Struktur ‚Modell *Telekom*' 164
c) Implikationen der Erhebungen zur Verbreitung von rüstenden Vorratsbeschlüssen/ Satzungsermächtigungen sowie des Ausreichens ‚allgemeiner' Satzungsermächtigungen & deren weiter Verbreitung 165
2. Bedenken gegenüber dem Einsatz von Scrip Dividends 166
a) Scrip Dividends als „Verschleierungstaktik" – eine angenehme Alternative zum Aufschub harter Allokationsentscheidungen 167
b) Probleme kollektiven Handelns: Rationale Apathie & Trittbrettfahrereffekte 171
c) Fehlender Bezug der kumulierten einbehaltenen Mittel zu den Investitionsmöglichkeiten der Gesellschaft & Gefangenen-Dilemma 172
d) Die Scrip Dividend als Vabanquespiel 175
aa) Gesellschaftsperspektive 175
bb) Aktionärsperspektive 175
e) Ungeklärte Rechtsfragen 176
f) Kostenfaktor 177
g) Conclusio 179
3. Ausblick 180

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

D. Das rechtliche Konstrukt der Scrip Dividend: Rechtstechnische Ausgestaltungsvarianten & Abgrenzung zu anderen Gestaltungsinstrumenten 183

I. Ausgangspunkt der Querelen: Fehlen einer einheitlichen Nomenklatur 183
1. Vermeintliche Synonyme & unzutreffende Terminologie 183
2. Dividendenförmige bzw. ‚dividendenähnliche' Zuteilung von Anteilen an der Gesellschaft an das Aktionariat 184
a) ‚Aktiendividende' bzw. ‚*stock dividend*' infolge Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG 186
b) Ausschüttung von *Treasury Shares* iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG 187
c) Weitere Fehlverständnisse infolge irreführender Terminologie 189
d) Lösungsansatz 189
II. Weiterer ‚Problemherd': Die Bardividende als ein überholtes historisches Leitbild des Aktiengesetzes 192
III. Demarkation divergierender rechtsarchitektonischer Konzeptualisierungsvarianten von Scrip Dividends 196
1. Die Scrip Dividend als wahlweise ‚echte' Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG 197
a) De lege lata: *Treasury Shares* als Sachausschüttungsgegenstand 200
aa) Abgrenzung zur Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln 201
aaa) Unterschiedliche legislatorische Konzeption der Vorgänge 201
bbb) Transfer von Gesellschaftsvermögen auf das Aktionariat als konstituierendes Merkmal von Dividendenausschüttungen 202
(1) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln als ‚bloße' Umbuchung im Eigenkapital der Gesellschaft 203
(2) Kein Vermögenstransfer iRd. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln 203

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ccc) Unterschiede in der steuerlichen Behandlung 207
ddd) Conclusio 208
bb) Ausschüttung eigener Aktien iRd. § 58 Abs. 5 AktG nur bei vorausgegangenem derivativen Erwerb 208
cc) ‚Verwendungsbefugnis' iSd. § 71 AktG: Die Frage nach dem ‚Ob' der Verwendung der rückerworbenen *Treasury Shares* zum Zwecke einer Sachausschüttung 209
(1) Grundsätzliches Verbot des entgeltlichen Rückerwerbs eigener Aktien & ‚Erlaubniskorridore' 210
(2) ‚Erlaubniskorridore' des § 71 Abs. 1 AktG & hieraus resultierende ‚Veräußerungsbeschränkungen' 210
(3) ‚Umwidmung' – Auswechslung des Akquisitions- bzw. Haltenszwecks 211
(4) ‚Umwidmungskompetenz' 213
(5) Conclusio 214
dd) Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses über die Wiederveräußerung der eigenen Aktien iRe. Sachausschüttung iSd. § 58 Abs. 5 AktG 214
aaa) Grundsatz: Wiederveräußerung eigener Aktien als (reine) Geschäftsführungsmaßnahme iSd. §§ 76, 77 AktG 215
bbb) Exzeption: „Andere Veräußerung" iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG 217
(1) Darstellung & Analyse des bisherigen Meinungsstands 221
(2) Stellungnahme 223
(3) Bemühung der anerkannten *canones* der Methodenlehre 226
b) Signifikante Parallelen bzgl. der durch Sachdividenden iSd. § 58 Abs. 5 AktG & Scrip Dividends zu generierenden Effekte 246

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

c) Wahlrecht als tragendes Grundkonzept der Scrip Dividend 248
aa) Ausschüttung eigener Aktien iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG 249
bb) Ausschüttung eigener Aktien iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG iVm. gesellschaftsseitiger Rückkaufsofferte 251
cc) ‚Mischdividende' 253
dd) Einräumung eines Wahlrechts 255
aaa) Wahrung des Gleichbehandlungsgrundsatzes vermittels der Einräumung eines Wahlrechts 257
bbb) Bestimmtheitsgrundsatz 258
(1) Hinreichende Konkretisierung des Ausschüttungsbeschlusses vermöge der Festlegung des Gesamtausschüttungsbetrages, näherer Spezifikation der Sachausschüttungskomponente & Bestimmung einer ‚*Default*-Option' 259
(2) Keine unzulässige Kompetenzverschiebung 266
ee) Conclusio 269
d) Weitere praktische Anforderungen an Wahldividendenbeschluss & Bezugsangebot 269
aa) Einbehalt eines Sockeldividendenanteils zum Zwecke der Abführung der KESt 270
aaa) Grundsatz: Steuerpflichtigkeit der Dividendenausschüttung 270
(1) Konsequenz: Einbehalt eines Sockeldividendenanteils 271
(2) Unbedenklichkeit der Pauschalierung des Sockeldividendenanteils 273
bbb) Exzeption: Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto (§ 27 KStG) 275
ccc) Conclusio 276

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bb) Angebotskontingentierung, Überzeichnung, proratarische Zuteilung, kein Angebot von Teilrechten & Auszahlung der Bardividende im Falle der Repartierung 277
aaa) Angebotskontingentierung 277
bbb) Überzeichnung 278
ccc) Proratarische Zuteilung (Repartierung) 278
(1) Maßgeblichkeit der Beteiligungsquote 279
(2) (Un-)Zulässigkeit abweichender Regelungen 282
(3) Conclusio 291
ddd) Kein Angebot von Teilrechten 292
eee) Auszahlung der Bardividende im Falle der proratarischen Zuteilung 292
fff) Nachteile von Angebotskontingentierung & Repartierung 292
ggg) Conclusio 293
e) ‚Stolperstein' Bezugsrecht 294
aa) Existenz eines allgemeinen bezugsrechtsähnlichen Voraberwerbsanrechts iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien 295
aaa) Eigene Ansicht: Kein generelles bezugsrechtsähnliches Voraberwerbsanrecht zugunsten der (Alt-)Aktionäre iRd. Wiederveräußerung von *Treasury Shares* 295
(1) Keine planwidrige Regelungslücke 296
(2) Keine Vergleichbarkeit der Interessenlagen 297
(3) Conclusio 299
bbb) HM.: Existenz eines bezugsrechtsähnlichen Voraberwerbsanrechts iRd. Wiederausgabe eigener Aktien 300
bb) (Keine) Erforderlichkeit eines Bezugsrechtsausschlusses für ‚Spitzenbeträge' 300

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

cc) Problemkreis der Inalienabilität der Wahldividendenanteile bzw. der bezugsrechtsähnlichen Voraberwerbsrechte 303
aaa) Faktischer Ausschluss der bezugsrechtsähnlichen Voraberwerbsrechte infolge fehlender Zukaufsmöglichkeit 305
(1) Wesensmerkmale & Konsequenzen faktischer Bezugsrechtsausschlüsse 305
(2) Bezugsbeschränkung durch Bezugsverhältnis: Das Bezugsverhältnis als organisch kongenitale Restriktion des Bezugsrechts 307
(3) Keine gesetzliche Verpflichtung der Gesellschaft zur Organisation eines Bezugsrechtshandels 308
bbb) Conclusio 310
dd) Ratsamkeit & Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses zum Zwecke der Inanspruchnahme flexiblerer (Preisfestsetzungs-)Bedingungen 311
aaa) Ratsamkeit eines Bezugsrechtsausschlusses zum Zwecke der Inanspruchnahme flexiblerer (Preisfestsetzungs-)Bedingungen 311
(1) (Analoge) Anwendung des Abs. 1 S. 2 & Abs. 2 des § 186 AktG iRd. Wiederausgabe eigener Aktien 312
(2) Resultat: Markt- bzw. Kursrisiko & Sicherheitsabschlag 314
(3) Risiko- & Abschlagsminimierung qua formalen Ausschluss des Bezugsrechts 315
(4) Conclusio 316
bbb) Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses zur Inanspruchnahme flexiblerer (Preisfestsetzungs-)Bedingungen 317
(1) ‚Rein' formal-rechtliche Argumentation: Talmudistische Exegese des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG 318
(2) Kernproblem: ‚Bloß' formal-rechtlicher Bezugsrechtsausschluss 320

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(3) Gewährung eines ‚faktischen Bezugsrechts' 321
(4) Indizwirkung des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG 324
(5) Die Vermeidung von Spekulationen & Wertschwankungen als den (‚bloß' formal-rechtlichen) Bezugsrechtsausschluss rechtfertigender Sachgrund 334
(6) Conclusio 338
ee) Distributions- & Bezugsbeschränkungen zulasten ‚ausländischer' Aktionäre als faktischer Bezugsrechtsausschluss/willkürliche Ungleichbehandlung 338
aaa) Sinn & Zweck von Distributions- bzw. Bezugsbeschränkungen 339
(1) Distributions- bzw. Versendungsbeschränkungen 342
(2) Bezugs- bzw. Verkaufsbeschränkungen 345
bbb) Zulässigkeit von Distributions- bzw. Bezugsbeschränkungen 346
(1) Zulässigkeit von Distributionsbeschränkungen 347
(2) Zulässigkeit von Bezugsbeschränkungen 358
ff) Zusammenfassung der Erkenntnisse zum Problemkreis Bezugsrecht 375
f) Strukturierung der Transaktion & Implementierung des *Treasury*-Instruments 382
aa) Veröffentlichung der Einladung zur HV 382
bb) Veröffentlichung der nach WpPG/EU-ProspektVO erforderlichen Dokumentation: Prospektpflichtigkeit & prospektbefreiendes Dokument 385
aaa) Grundsatz: Prospektpflichtigkeit 385
bbb) Ausnahme von der Prospektpflichtigkeit: Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F.) 385
ccc) Inhaltliche Anforderungen an das prospektbefreiende Dokument 388

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

cc) Gewinnverwendungsbeschluss: Ausschüttung einer wahlweisen ‚echten' Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG 390
dd) Bezugsfrist, Bezugsberechtigung & Bezugsrechtsausschluss 390
aaa) (Analoge) Anwendung des Abs. 1 S. 2 & Abs. 2 des § 186 AktG iRd. Wiederausgabe eigener Aktien 390
bbb) Bezugsberechtigung & Bezugsrechtsausschluss 391
ccc) Bezugs- bzw. Wahlrechtsausübung & Abgabe von Übertragungserklärungen 392
(1) Grundprinzipien 392
(2) Exkurs: Einschaltung von Intermediären 393
ddd) *Settlement*: Volumenfestlegung, Lieferung der Aktien & Ausschüttung der Bardividende 397
g) Validität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments 397
aa) Variante 1: Kein ausreichender Bestand an *Treasury Shares* 398
bb) Variante 2: Ausreichender Bestand an *Treasury Shares* 400
aaa) ‚Einpreisung' des iRd. Aktienrückkaufs erfolgten Liquiditätsabflusses 400
bbb) *Treasury Shares* als anderweitig liquiditätserhöhend verwertbares *Asset* 401
cc) Zwischenfazit 402
dd) Liquiditätsgenerierung durch Rückführung der eigenen Aktien in den organisierten Handel als ‚bloße Scheinoption' 402
aaa) Möglichkeit anderweitiger liquiditätserhöhender derivativer Veräußerung des Bestandes an *Treasury Shares* 403
bbb) Gefahr: Aussendung eines negativ konnotierten Signals 403
ccc) Diametral entgegengesetzte Marktinterpretation von Scrip Dividends 404
ee) Conclusio 404

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

h) Fazit zur Strukturierung einer Scrip Dividend als wahlweise ‚echte' Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG 406
2. Die Scrip Dividend als *Forward*-Struktur ‚Modell E.ON' 409
a) Abgrenzung zur Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG 410
b) Gemeinsamkeiten der *Forward*-Struktur ‚Modell E.ON' mit der wahlweisen ‚echten' Sachausschüttung von *Treasury Shares* iRd. § 58 Abs. 5 AktG 410
c) Abgrenzung der *Forward*-Struktur ‚Modell E.ON' zur wahlweisen ‚echten' Sachausschüttung von *Treasury Shares* iRd. § 58 Abs. 5 AktG 411
aa) Gewinnverwendungsbeschluss: Barausschüttung versus wahlweise ‚echte' Sachausschüttung 411
bb) Tauschangebot iSd. § 480 BGB versus originäres Wahlrecht 411
cc) Kein originärer Sachausschüttungsanspruch iSd. § 58 Abs. 5 AktG infolge Wahlrechtsausübung 412
aaa) Bezugs- bzw. Wahlrechtsausübung & Abgabe von Übertragungserklärungen 412
(1) Grundprinzipien 413
(2) Exkurs: Einschaltung von Intermediären 415
dd) Kein Erfordernis einer besonderen Satzungsermächtigung 416
ee) Implikationen des Kapitalerhaltungsgebots aus § 57 AktG 417
aaa) Keine ‚Bewertungsproblematik' 417
bbb) *Dealing at arms' length*: Kein Anwendungsfall des § 57 AktG 418
ccc) Keine Anwendung der gläubigerschützenden Kapitalaufbringungsregeln des Gründungs- und/oder Kapitalerhöhungsrechts 419
ddd) Veröffentlichung der nach WpPG erforderlichen Dokumentation: Prospektpflicht & prospektbefreiendes Dokument 420
ff) Terminologische Implikationen 423

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

d) Strukturierung der Transaktion & Implementierung des *Treasury*-Instruments 424
e) Exkurs: Teleologische Extension des Gutglaubensschutzes des § 62 Abs. 1 S. 2 AktG auf den Erbringer der Sachgegenleistung/Empfänger der *Treasury Shares* 424
f) Fazit zur Strukturierung einer Scrip Dividend als *Forward*-Struktur ‚Modell E.ON' 426
3. *Forward*-Strukturen unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung 427
a) Abgrenzung zur *Forward*-Struktur ‚Modell E.ON' 427
b) Strukturierung der Transaktion & Implementierung des *Treasury*-Instruments 428
aa) Veröffentlichung der Einladung zur Hauptversammlung sowie der nach EU-ProspektVO bzw. WpPG erforderlichen Dokumentation 428
bb) Gewinnverwendungsbeschluss: Ausschüttung einer Bardividende 434
cc) Schaffung der ‚Dividenden-Aktien' durch Kapitalerhöhung 434
aaa) Ordentliche Kapitalerhöhung versus Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital 435
bbb) Kapitalerhöhungsbeschluss 436
(1) Ordentliche Kapitalerhöhung gemäß §§ 182 ff. AktG durch Beschluss der Hauptversammlung 437
(2) Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital gemäß §§ 202 ff. AktG durch Beschlüsse von Vorstand & Aufsichtsrat 437
(3) Strukturierung als ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung 437
(4) Strukturierung als Barkapitalerhöhung 438
(5) Einbringung der Dividendenansprüche in analoger Anwendung der Vorschriften über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln 444
(6) Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen 456

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(7) (Kein) Zwang zur Strukturierung als Bezugsrechtskapitalerhöhung 461
(8) Ratsamkeit & Zulässigkeit von Distributionsbeschränkungen bzw. Beschränkungen des Andienungsrechts zulasten ‚ausländischer' Aktionäre 465
ccc) Veröffentlichung der Dividendenbekanntmachung & des Bezugsangebots 465
ddd) Festlegung der konkreten Bezugsbedingungen 466
(1) Beschlussfassung des Vorstands über die konkreten Bezugsbedingungen 467
(2) Beschlussfassung des Finanzausschusses des Aufsichtsrats über die konkreten Bezugsbedingungen 469
eee) Bezugs- bzw. Wahlrechtsausübung & Abgabe von Übertragungserklärungen 470
(1) Grundprinzipien 470
(2) Exkurs: Einschaltung von Intermediären 471
fff) Konkretisierung der ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung nach Ablauf der Bezugsfrist 472
(1) Beschlussfassung des Vorstands zur Konkretisierung der ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung nach Ablauf der Bezugsfrist 472
(2) Beschlussfassung des Finanzausschusses des Aufsichtsrats zur Konkretisierung der Kapitalerhöhung & zur Satzungsänderung nach Ablauf der Bezugsfrist 474
ggg) Einbringung & Bewertung der Sacheinlage 475
(1) Kontrolle der ‚Angemessenheit' der Abbildung des Bilanzgewinns in Anlehnung an die §§ 207 ff. AktG 476
(2) Anwendung der Sacheinlagekautelen 477
hhh) Durchführung der Kapitalerhöhung 481
iii) *Settlement*: Lieferung der Aktien & Ausschüttung der Bardividende 483

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

jjj) Exkurs: Teleologische Extension des Gutglaubensschutzes des § 62 Abs. 1 S. 2 AktG auf den Sacheinleger/Empfänger der jungen Aktien 483
kkk) Validität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments 485
c) Fazit zur Strukturierung von Scrip Dividends als *Forward*-Struktur unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung 488
4. *Reverse*-Struktur 491
a) Abgrenzung zu den bisher vorgestellten Strukturierungsvarianten 491
b) Strukturierung der Transaktion & Implementierung des *Treasury*-Instruments 492
aa) Veröffentlichung der Einladung zur Hauptversammlung 493
bb) Veröffentlichung der nach dem WpPG bzw. der EU-ProspektVO obligatorischen Dokumentation 493
aaa) Keine Prospektpflichtigkeit bzw. keine Pflicht zur Veröffentlichung eines prospektbefreienden Dokuments nach dem WpPG bzw. der EU-ProspektVO 493
(1) Kein öffentliches Angebot iSd. § 2 Nr. 2 WpPG (§ 2 Nr. 4 WpPG a.F.) 494
(2) Zulassung der jungen Aktien kraft Gesetzes gemäß § 33 Abs. 4 EGAktG 494
bbb) Keine Anwendung des WpÜG auf das öffentliche Rückkaufsangebot 495
cc) Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG & zur Satzungsänderung 496
dd) Beschlussfassung über den Erwerb bzw. die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG 498
ee) Beschlussfassung über die Ermächtigung des Vorstands zum Einzug rückerworbener Aktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 6 AktG 500
ff) Vollzug der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG 502

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gg) Exkurs: Steuerfreiheit der Ausgabe der Gratisanteile 503
hh) Rückkaufsofferte 504
aaa) Beschränkung des Angebots auf den Rückkauf der Berichtigungsaktien 505
bbb) Angebotskontingentierung, Überzeichnung & proratarischer Rückkauf 505
ccc) ‚Stolperstein' Andienungsrecht 506
(1) Ratsamkeit & Zulässigkeit eines Ausschlusses des Andienungsrechts zum Zwecke der Inanspruchnahme flexiblerer (Preisfestsetzungs-)Bedingungen 506
(2) Ratsamkeit & Zulässigkeit von Distributionsbeschränkungen bzw. Beschränkungen des Andienungsrechts zulasten ‚ausländischer' Aktionäre 507
ddd) Angebotspreis & Annahmefrist 509
(1) Angebotspreis 510
(2) Annahmefrist 513
ii) Bezugs- bzw. Wahlrechtsausübung & Abgabe von Übertragungserklärungen 513
aaa) Grundprinzipien 514
bbb) Exkurs: Einschaltung von Intermediären 515
(1) Depotbanken der Aktionäre als Intermediäre 515
(2) Transaktionsbegleitende Bank als Intermediär 515
ccc) Steuerliche Konsequenzen der Annahme der Rückkaufsofferte 517
jj) *Settlement*: Abwicklung des Rückkaufsangebots & Zahlung des Kaufpreises 518
kk) ‚Nachbereitung' 518
c) Validität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments 519
d) Fazit zur Implementierung von Scrip Dividends als *Reverse*-Struktur 520

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

E. De lege ferenda: (Kein) Bestehen legislatorischen Handlungsbedarfs 523

F. Zusammenfassung der Ergebnisse 528

Literaturverzeichnis 533

Bekanntmachungsverzeichnis 567

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Abkürzungsverzeichnis

a.E.	am Ende
aA.	andere(r) Ansicht/Auffassung
aaO.	am angegebenen Ort
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
Abs.	Absatz/Absätze
abw.	abweichend(e)
ADRs	American Depository Receipts
AER	The American Economic Review (Zeitschrift)
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AG-Fin.	AG-Finanzierung
AktG	Aktiengesetz
Aktiendiv.	Aktiendividende
Aktienrückkaufsang.	Aktienrückkaufsangebot
AktR	Aktienrecht
allgM.	allgemeine Meinung
Alt.	Alternative
AMF	Autorité des marchés financiers
Anl.	Anlage
AnwBl.	Anwaltsblatt (Zeitschrift)
AR	Der Aufsichtsrat (Zeitschrift)
Arbeitshdb.	Arbeitshandbuch
Art.	Artikel
Ausf.	Ausführung(en)
B&F	Banking & Finance (Zeitschrift)
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
Bd.	Band
BeckBilKomm.	Beck'scher Bilanz-Kommentar
BeckOGK, AktG	beck-online.GROSSKOMMENTAR AktG
BeckOK, BGB	Beck'scher Online-Kommentar zum BGB
Begr.	Begründer/Begründung

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Beih.	Beiheft
Bekanntm.	Bekanntmachung
Ber. d. Vorst.	Bericht des Vorstands
Beschl.	Beschluss
Bezugsang.	Bezugsangebot
BFH	Bundesfinanzhof
BFHE	Amtliche Sammlung der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (Amtliche Sammlung)
BiRiLiG	Bilanzrichtlinien-Gesetz
BJE	The Bell Journal of Economics (Zeitschrift)
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (Zeitschrift)
BMF	Bundesfinanzministerium
BMJV	Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
BO	Börse Online (Zeitschrift)
BP	British Petroleum
bspw.	beispielsweise
BStBl.	Bundessteuerblatt
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BV	Bezugsverhältnis
BZ	Börsen-Zeitung (Zeitschrift)
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CFL	Corporate Finance Law (Zeitschrift)
CFO(s)	Chief Financial Officer(s)
CIRA	Cercle Investor Relations Austria
Co.	Compagnie
Corp. Fin.	Corporate Finance
d.h.	das heißt
DAI	Deutsches Aktieninstitut

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

DAV	Deutscher Anwaltverein e.V.
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
Der. Soc. Anon.	Derecho de Sociedades Anónimas
ders.	derselbe
dies.	dieselbe(n)
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband e.V.
Dividendenbe-kanntm.	Dividendenbekanntmachung
DRIP	*Dividend Reinvestment Plan*
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DStRE	Deutsches Steuerrecht – Entscheidungsdienst (Zeitschrift)
DZWir	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht (Zeitschrift)
e.g.	exempli gratia (beispielsweise)
e.V.	eingetragener Verein
EC	European Community
Ec. J.	The Economic Journal (Zeitschrift)
Ed.	Edition
EFG	Entscheidungen der Finanzgerichte
EG	Europäische Gemeinschaft
EGAktG	Einführungsgesetz zum Aktiengesetz
Einl.	Einladung
EL	Ergänzungslieferung
EStB	Ertrag-Steuerberater (Zeitschrift)
EStG	Einkommensteuergesetz
et al.	*et alii* (und andere)
EU	Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
Europ. AG	Europäische Aktiengesellschaft
EuropGesR	Europäisches Gesellschaftsrecht
evtl.	eventuell(e)
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

f.	folgende(r) (Seite/§/Absatz/Art.)
FAQ	*Frequently Asked Questions*
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung (Zeitung)
ff.	folgende
Fin. Anal. J.	Financial Analysts Journal (Zeitschrift)
Fin.-Mag.	Finance-Magazin (Zeitschrift)
Finanzierungsinstr.	Finanzierungsinstrumente
FK	Frankfurter Kommentar
FM	Financial Management (Zeitschrift)
Fn.	Fußnote(n)
FS	Festschrift
FTF	Foundations and Trends in Finance (Zeitschrift)
G/H/E/K	Geßler/Hefermehl/Eckard/Kropff
Geschäftsber.	Geschäftsbericht
GesR	Gesellschaftsrecht
ggf.	gegebenenfalls
ghM.	ganz herrschende Meinung
GK, AktG	Großkommentar zum Aktiengesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	Die GmbH-Rundschau (Zeitschrift)
GP	GoingPublic (Zeitschrift)
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Halbjahresber.	Halbjahresbericht
Hdb.	Handbuch/Handbook
Hdb. Econ. Fin.	Handbook of the Economics of Finance
HGB	Handelsgesetzbuch
hM.	herrschende Meinung
HRB	Handelsregister B
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

i.E.	im Ergebnis
i.Ü.	im Übrigen
iaR.	in aller Regel
IBEX 35	Iberia Index 35
ICCLR	International Company and Commercial Law Review (Zeitschrift)
idF.	in diesem Fall(e)
idR.	in der Regel
idS.	in diesem Sinne
iHv.	in Höhe von
InsO	Insolvenzordnung
IR	Investor Relations
iR.	im Rahmen
iRd.	im Rahmen der/derer/des/dessen/dieser/dieses
iRe.	im Rahmen einer/s
IRG	Intensität des Rückgriffs auf genehmigtes Kapital
iRv.	im Rahmen von
iSd.	im Sinne der/des
iSe.	im Sinn einer/eines
iSv.	im Sinne von
iVm.	in Verbindung mit
JB	The Journal of Business (Zeitschrift)
JBE	Journal of Business Economics (Zeitschrift)
JCF	Journal of Corporate Finance (Zeitschrift)
JCP éd. c&i	Juris-Classeur Périodique. Èdition commerce et industrie (Zeitschrift)
JEF	Journal of Economics and Finance
JF	The Journal of Finance (Zeitschrift)
JFE	Journal of Financial Economics (Zeitschrift)
JFMS	Journal of Economics and Management Strategy (Zeitschrift)
JFQA	The Journal of Financial and Quantitative Analysis (Zeitschrift)
JMFM	Journal of Multinational Financial Management (Zeitschrift)

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

JPE	Journal of Political Economy (Zeitschrift)
JPFM	The Journal of Psychology and Financial Markets (Zeitschrift)
JPM	Journal of Portfolio Management (Zeitschrift)
JZ	Juristen-Zeitung (Zeitschrift)
KapErhG	Gesetz über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und über die Gewinn- und Verlustrechnung vom 23. Dezember 1959, BGBl. I, S. 789 ff.
KapErhStG	Gesetz über steuerrechtliche Maßnahmen bei Erhöhung des Nennkapitals aus Gesellschaftsmitteln vom 10. Oktober 1967, BGBl. I, S. 977 ff.
KapGesR	Kapitalgesellschaftsrecht
Kapital-RL	Kapital-Richtlinie; ursprünglich RL 77/91/EWG, ABl. EG Nr. L 26/1 v. 31.01.1977, S. 1 ff.; geändert vermittels RL 2006/68/EG, ABl. EU Nr. L 264 v. 25. September 2006, S. 32 ff.; neugefasst durch RL 2012/30/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober.2012 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften iSd. Art. 54 Abs. 2 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der AG sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, ABl. EU Nr. L 315 v. 14.11.2012, S. 74 ff.
KapMR	Kapitalmarktrecht
KapRiLiG	Gesetz zur Durchführung der Zweiten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts vom 13. Dezember 1978, BGBl. I, S. 1959 ff.
KESt	Kapitalertragsteuer
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KiSt	Kirchensteuer
KK, AktG	Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
Kommentarlit.	Kommentarliteratur
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich v. 27.04.1998, BGBl. I, S. 786 ff.
KStG	Körperschaftsteuergesetz

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Lageber.	Lagebericht
Lfg.	Lieferung
lit.	*litera* (Buchstabe)
Lit.	Literatur
m.w.	mit weiteren
M&M	Mensch und Maschine (Software SE)
M&M	Mensch und Maschine Software SE
MAH	Münchener Anwalts Handbuch
MCFJ	Midland Corporate Finance Journal
MF	Managerial Finance (Zeitschrift)
MHdb. GesR	Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts
Mio.	Millionen
MM	Manager Magazin (Zeitschrift)
Mrd.	Milliarden
MüKo, AktG	Münchener Kommentar zum Aktiengesetz
MüKo, BGB	Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
MüKo, GmbHG	Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
mwN.	mit weiteren Nachweisen
N°/Nr.	Nummer
Nachw.	Nachweis(e)
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
NK, BGB	NomosKommentar Bürgerliches Gesetzbuch
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)
OLG	Oberlandesgericht
ORDO	Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
p.l.c.	Public Limited Company (Vereinigtes Königreich)
Q&A	*Questions & Answers*
QJE	The Quarterly Journal of Economics (Zeitschrift)

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

RAND	The RAND Journal of Economics (Zeitschrift)
RDBB	Revista de Derecho bancario y bursátil (Zeitschrift)
RdF	Recht der Finanzinstrumente (Zeitschrift)
RDM	Revista de Derecho Mercantil (Zeitschrift)
RDMV	Revista de Derecho del Mercado de Valores (Zeitschrift)
RDS	Revue des Sociétés (Zeitschrift)
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
RES	The Review of Economics and Statistics (Zeitschrift)
Rev. Fin. Econ.	Review of Financial Economics (Zeitschrift)
RFE	Review of Financial Economics (Zeitschrift)
RFS	The Review of Financial Studies (Zeitschrift)
RG	Reichsgericht
RGD	Revista General de Derecho (Zeitschrift)
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen (Amtliche Sammlung)
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
RJN	Revista Jurídica del Notariado (Zeitschrift)
RKCG	Regierungskommission Corporate Governance
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
RNotZ	Rheinische Notar-Zeitschrift (Zeitschrift)
Rspr.	Rechtsprechung
Rückkaufsang.	Rückkaufsangebot
S.	Satz/Sätze/Seite(n)
s.	siehe
S.A.	Société Anonyme (Frankreich); Sociedad Anónima (Spanien)
S.p.A.	Società per azioni
Sachdiv.	Sachdividende(n)
SE	Societas Europaea
SE-RL	SE-Richtlinie (Richtlinie 2001/86/EG des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft hinsichtlich der Beteiligung der Arbeitnehmer)

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

SE-VO	SE-Verordnung (Verordnung [EG] Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft [SE])
SEAG	SE-Ausführungsgesetz (Gesetz zur Ausführung der Verordnung [EG] Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft [SE])
SEBG	SE-Beteiligungsgesetz (Gesetz über die Beteiligung der Arbeitnehmer in einer Europäischen Gesellschaft)
SEEG	SE-Einführungsgesetz (Gesetz zur Einführung der Europäischen Gesellschaft)
SIRV	Schweizerische Investor Relations Vereinigung
sog.	sogenannte(r/s)
Sonderbeil.	Sonderbeilage
SZVS	Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik (Zeitschrift)

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

A. Einführung

I. Ökonomische Hintergründe

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

Infolgedessen sahen sich deutsche Kapitalgesellschaften[5] und deren Rechtsberater veranlasst, flexiblere Dividendenstrategien als die bisherigen

---

1 S. *Deutsche Bundesbank*, Finanzstabilitätsbericht 2012, S. 7; vgl. ferner auch *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 134.

2 Institutionelle Anleger bilden das Pendant zu Privatanlegern und verwalten in Abgrenzung zu letzteren idR. nicht nur eigenes Vermögen, sondern nehmen als Institution iR. ihrer originären Geschäftstätigkeit fremdes Kapital in ihr Portefeuille und investieren dieses an den Finanzmärkten. Institutionelle Anleger tätigen infolge nicht nur weitaus häufiger Investitionen als Privatanleger dies tun, vielmehr weisen die betreffenden Investitionen iaR. auch signifikant höhere Volumina auf. Typische Beispiele für institutionelle Investoren sind Bausparkassen, Investmentgesellschaften, Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften.

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

4 Vgl. auch *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 134. Implizit idS. auch *v. Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2; *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3; *Kunz*, Aktiendividende, S. 2; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695; *Schwendemann*, AG 2015, R40.

5 „Kapitalgesellschaften" sind gemäß der Legaldefinition in § 3 Abs. 1 Nr. 2 UmwG die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), die Aktiengesellschaft (AG) sowie die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA). Aufgrund europarechtlicher Vorgaben ist dieser Katalog um die *Societas Europaea* (SE), eine genuin europäische, nicht national gebundene, Kapitalgesellschaftsform, zu erweitern. Der grundsätzlich entsprechend den vorgehenden Ausf. zu verstehende Begriff der Kapitalgesellschaft(en) umfasst jedoch, sofern er iRd. Arbeit verwendet wird und nicht ausdrücklich ein anderer Kontext hergestellt wird, nur die AG, KGaA und SE. Dies hat seine Bewandtnis darin, dass im Folgenden ein Gestaltungsinstrument iRd. Dividendenpolitik thematisiert wird. Bei der GmbH spricht man aber schon in terminologischer Hinsicht nicht von Dividenden, sondern von Gewinnausschüttungen, vgl. bspw. *Fastrich*, in: Baumbach/A. Hueck, GmbHG, § 29 Rn. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

1. *Reverse*-Struktur

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

---

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

---

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

8 So schon RG, Urt. v. 20.02.1923 – II 36/22, RGZ 107, 161, 167 f., wenn auch eine nomenklatorische Irreführung durch die Bezeichnung „Gratisaktien“ konstatierend. Ebenso: *Krause*, ZHR 2017, 641, 643; *Leinekugel*, Sachdiv., S. 3, dort mit Fn. 13; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 207 Rn. 1, § 208 Rn. 4; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695, 2696; *Simons*, in: Hölters, AktG, § 207 Rn. 9, § 208 Rn. 14; *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24. Unter Annahme einer Verwechslungsgefahr mit „*stock dividends*“ den Terminus „Berichtigungsanteile“ favorisierend (wobei die Autoren unzutreffend davon ausgehen, dass „*stock dividends*“ aus dem Bestand eigener Aktien stammen oder von anderen Gesellschaftern bereitgestellt wurden) *Förschle/Kropp*, in: Winkeljohann/Förschle/Deubert, Sonderbilanzen, Kapitel E Rn. 11. Ähnlich: *Than*, Festgabe Heinsius, WM Sonderheft 1991, 54, 55 („Berichtigungsaktien“).

9 S. in diesem Kontext auch die Ausf. in Fn. 737.

10 So üblicherweise die Rechtsarchitektonik der seitens spanischer Unternehmen offerierten Scrip Dividends, vgl. aus der spanischen Lit. *Fernández/de Miguel/Tortuero*, ICCLR 24 (2013), 179, 180. Am deutschen Kapitalmarkt bislang allein von der *Ultrasonic AG* in 2012 und 2013 dergestalt praktiziert, s. *Ultrasonic*, Einl. HV 2012 und 2013 sowie *dies.*, Aktienrückkaufang. 2012 und 2013. Zu dieser Konzeptualisierungsvariante einer Scrip Dividend aus dem deutschen Schrifttum soweit ersichtlich nur *Wettich*, AG 2015, 534, 535. Eingehend zur Vereinbarkeit einer solchen Konzeptualisierung mit dem deutschen Recht die Ausf. unten in Kapitel D.III.4.

11 Terminologie nach *Förschle/Kropp*, in: Winkeljohann/Förschle/Deubert, Sonderbilanzen, Kapitel E Rn. 11. S. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 8.

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

13 S. zu alledem auch bereits die obigen Ausf., Nachw. und Verw. in Fn. 10.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

2. *Forward*-Struktur(en)

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

III. Zentrale Vorteile der Gestaltung

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

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

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

---

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

videndenkürzung verbundene negative Außenwirkung am Kapitalmarkt hinnehmen zu müssen.[30]

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

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

---

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

2. Vorteile der Scrip Dividend aus Sicht des Aktionariats

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

---

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

39 Zu Discounts als Kaufanreizmarge im spezifischen Kontext der Scrip Dividend e.g. *Bünder*, FAZ, Telekom; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 24; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695; *Schüppen*, MAH AktR, § 30 Rn. 41; *Schwendemann*, AG 2015, R40. Aus der internationalen Lit. e.g. *Fernández/de Miguel/Tortuero*, ICCLR 24 (2013), 179, 183.

40 So auch *Döring*, Rendite 2015, B 66; *v. Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2; *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3; *Messemer*, BZ 194/2014, 10; *Parrandier/Schäfer*, Update B&F, Aktiendiv., 10; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689, 691 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 24, 35; *Schwendemann*, AG 2015, R40; *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24. Praxisbeispiele: Die *Telekom* gewährte 2013–2017 jeweils einen Discount von 2,0 %, s. *Telekom*, Bezugsang. 2013, 2014, 2015, 2016 & 2017. Mit einem Abschlag von 3,0 % e.g. *E.ON* für 2014, 2015 und 2017, s. *E.ON*, Tauschang. 2014, 2015 & 2017, mit einem solchen von 4 % z.B. die *Lufthansa* in 2018, s. *Lufthansa*, Bezugsang. 2018 und schließlich mit 5 % die *H&R GmbH & Co. KGaA* iRd. 2018 angebotenen Wahldividende, vgl. *H&R GmbH & Co. KGaA*, Bezugsang. 2018. Einen absoluten Ausnahmefall bildet der iRd. 2009 seitens der *alstria office REIT-AG* offerierten Scrip Dividend gewährte Abschlag iHv. 23,57 %, s. *alstria*, Tauschang. 2009.

41 Auf Seiten der transaktionsbegleitenden Depotbank entstehen iRe. jeden Aktienausgabe Kosten (e.g. infolge der erforderlichen Information der Aktionäre, der Entgegennahme und Verarbeitung der Bezugserklärungen der Aktionäre sowie der Einbuchung der Aktien), die diese ersetzt wissen wollen. Diesbezüglich hat das emittierende Unternehmen drei Möglichkeiten: Keine, partielle oder vollständige Erstattung dieser Kosten an die Depotbanken. Entscheidet sich die Gesellschaft für ersteres, so werden die Aktionäre von ihren Depotbanken mit den entsprechenden Gebühren bzw. Provisionen des Aktienbezugs belastet, während dem Aktionariat ein (teilweise) provisions- bzw. gebührenfreier Ausbau der eigenen Unternehmensbeteiligung ermöglicht wird, so sich die Gesellschaft dafür entscheidet, die Leistungen der Depotbanken zu vergüten.

42 So steigerte z.B. die *E.ON SE* iRd. ihrerseits offerierten Scrip Dividends die Attraktivität der Aktienkomponente dadurch, dass es den in Deutschland ansässigen Depotbanken für die Abwicklung eine freiwillige Aufwandsvergütung in nicht öffentlich kommunizierter Höhe zahlte (s. *E.ON*, Tauschang. 2014, 2015 & 2017) und die Anteilseigner so jedenfalls teilweise von den üblicherweise mit dem Bezug von Aktien verbundenen Kosten freistellte. Ebenso vergüteten bspw. die *Wüstenrot & Württembergische AG* (mit 1,50 € pro Depot, s. *W&W*, Bezugsang.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

IV. Problemstellung & Ziele der Untersuchung

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

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

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

43 Nachfolgend auch nur als *Telekom* bezeichnet.

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

---

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

49 S. *alstria*, Tauschang. 2009.

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

51 Vgl. *alstria*, Festlegung BV 2009.

52 S. *Telekom*, Annahmequote 2013.

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

2. Divergente Würdigung des *Treasury*-Instruments

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

---

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

anders.[72] *Mahtani* bspw. interpretiert dasjenige, was sich Fürsprechern als die Verknüpfung der gegenläufigen Ziele Dividendenkontinuität[73] und Liquiditätserhalt präsentiert, als eine für das Aktionariat höchst bedenkliche „Verschleierungstaktik"[74]. Letzteres insofern, als dass die Ausschüttung von Scrip Dividends nach *Mahtani* eine für Unternehmen in Liquiditätsnöten angenehme und bequeme Alternative zur Aufnahme von Kapital am Aktien- oder Rentenmarkt bzw. zum Zusammenstreichen der Dividende bildet,[75] die es manchen Unternehmenslenkern erlaubt, „harte Allokationsentscheidungen, von denen die Zukunft des Unternehmens abhängt, auf die lange Bank zu schieben, während diese Komplexität Zeit und Geld frisst."[76]. Infolge konkludiert *Mahtani*, es handle sich bei der Auflage von Scrip Dividends „bestenfalls [um] ein sinnloses Ablenkungsmanöver, schlimmstenfalls eine gefährliche Täuschung."[77]

3. Rechtstatsächliche Verbreitung von Scrip Dividends im Ausland

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

---

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

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

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

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

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

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

78 S. *Santander*, Dividends.

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

---

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

80 Unter den französischen Kapitalgesellschaften mit Angebot einer Scrip Dividend, die dort vielmals die Bezeichnung „*dividende en actions*" oder „*dividend au titre*" trägt, findet sich z.B. *Carrefour*, die dem Aktionariat das Wahlrecht soweit ersichtlich bereits seit 2012 kontinuierlich anbietet, s. *Carrefour*, Dividend. Ebenfalls bereits in 2011 mit dem Angebot einer Wahldividende: *GDF Suez* (s. *GDF Suez*, Scrip Dividend). Ferner zeigt sich auch bei französischen Unternehmen die vorgenannte Affinität von Ölriesen zur Scrip Dividend (vgl. hierzu schon die Ausf. bei Fn. 79). So führte *Total* 2014 eine optionale Quartals-Scrip Dividend ein, s. *Total*, Dividends. Daneben boten in der Vergangenheit inter alia auch *Crédit Agricole*, *Michelin*, *Société Générale und Veolia* ihrem Aktionariat das Dividendenwahlrecht an.

81 Zur Scrip Dividend im englischen Company Law vgl. e.g. die Ausf. bei *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 449 f.

82 S. *Lasfer*, FM 26 (1997), 62, 66.

83 In 2017 boten e.g. *Barclays* (soweit ersichtlich jedenfalls bereits seit 2013 kontinuierlich, s. *Barclays*, Dividends), *HSBC* (soweit ersichtlich bereits seit 1997, s. *HSBC*, Scrip dividend), *National Grid* (s. *National Grid*, Dividends), und *Pennon* (s. *Pennon*, Dividends 2017; die *Pennon Group* stoppte ihre „*Scrip dividend alternative*" allerdings in 2017 und offeriert nunmehr, gewissermaßen als Ersatz hierfür, einen *Dividend Reinvestment Plan (DRIP)*, s. *Pennon*, Dividends 2018) eine Scrip Dividend an. Besondere Beliebtheit genießt die Wahldividende offensichtlich bei den britischen Mineralölriesen, nutzten unter diesen in der Vergangenheit doch sowohl *BP* (bereits seit 2011, s. *BP*, Scrip Dividend Programme and FAQs 2015 und *BP*, Scrip Dividend Programme and FAQs 2019), als auch *Shell* (bereits seit 2010, zunächst bis zum zweiten Quartal 2014, s. *Shell*, Dividend Announcements; dann wieder ab dem ersten Quartal 2015 (s. *Shell*, Scrip Dividend Programme) bis zum erneuten Stopp hin zum vierten Quartal 2017, s. *Shell*, Cancellation-Announcement) und *Statoil* (in den Jahren 2015–2017, s. *Statoil*, The scrip dividend programme 2015–2017) das kapitalmarktrechtliche Gestaltungsinstrument.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

BC ein Unternehmen, welches die Scrip Dividend schon seit mehr als zwei Jahrzehnten fortlaufend offeriert.[84]

4. Perspektivische Verbreitung der Strukturierungsvariante hierzulande

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

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

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

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

---

84 S. *HSBC*, Scrip dividend.

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

86 IdS. aber die in Fn. 44 Genannten.

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

---

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

91 S. die Regelungen in den Articles 212–4 4° und 212–5 5° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers sowie diejenigen in Article 18 und Annexe III de l'instruction de l'Autorité des marchés financiers (AMF) n° 2016–04 du 21 octobre 2016.

92 S. die Artículos 26.1.e) y 41.1.d) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. Eine materiell-rechtliche Regelung erfuhr die Scrip Dividend vom spanischen Gesetzgeber bislang nicht, sie ist eine *construcción doctrinal* bzw. *figura jurídica*. Vgl. hierzu auch den für die Konzeption der ‚spanischen Scrip Dividend' maßgeblichen Beitrag von *Ferrada/San Miguel*, 2010 Anuario Mercantil, S. 713–739 sowie *Aragón Tardón*, RDMV 13 (2013), 123–140; *dies.*, RDBB 35 (2016), 181–196; *Fernández/de Miguel/Tortuero*, ICCLR 24 (2013), 179–188; *García García, RDMV 14 (2014), 3; Iribarren*, RDM 2012, 141–180. Zu der Scrip Dividend ähnlichen Erscheinungsformen bereits 1992 *Paz-Ares*, RGD 1992, 10079–10109 mwN. auf S. 10082 in Fn. 9; *ders*, RJN 1992, n°3, Rn. 207 ff.; *Girón*, Der. Soc. Anon., S. 204.

93 Hervorhebung verdient insofern der idS. differenzierende Beitrag von *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685 ff., der weitestgehend den Ausf. von *Schlitt/Kreymborg*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 entspricht.

94 *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 43 (keine Hervorhebung im Original).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

6. Zusammenfassung des bisherigen Forschungsstandes

a) Stand der Diskussion in Deutschland

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

einer einzigen Rechtsvorschrift[98] und bleiben infolge jedenfalls aus rechtswissenschaftlicher Perspektive oberflächlich.

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

103 *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 183 Rn. 5; § 186 Rn. 37.
104 *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 84a.
105 *Cahn/v. Spannenberg*, in BeckOGK, AktG, Stand: 01.07.2020, § 58 Rn. 107–110.
106 *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 58 Rn. 61a.
107 *Gätsch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 4 Rn. 68, dort mit Fn. 4 und 5, wobei die dortigen Formulierungen undurchsichtig sind und implizieren, dass dieser ebenfalls (s. hierzu bereits die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 101) dem Irrtum unterliegt, es handle sich bei Scrip Dividends um eine Ausprägung des § 58 Abs. 5 AktG, lautet es doch im zugehörigen Haupttext: „Nach § 58 Abs. 5 AktG kann die Hauptversammlung, sofern die Satzung dies vorsieht, hinsichtlich des verteilungsfähigen Bilanzgewinns anstelle der üblichen Bardividende auch eine Sachausschüttung beschließen.".
108 *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 7a, sich allerdings lediglich auf die *Forward*-Struktur ‚Modell *Telekom*' beziehend.
109 *Hoffmann-Becking*, in: MHdb. GesR IV, § 47 Rn. 34.
110 *Ihrig*, in: Happ/Groß, AktR, Muster 12.06 Anmerkung 2.1.
111 *Krause*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 6 Rn. 27b–e, der allerdings ausschließlich zum Aspekt der Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses iRd. *Forward*-Struktur ‚Modell *Telekom*' ausführt.
112 *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 183 Rn. 7.
113 *v. Nussbaum* in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 67a Rn. 91, er die Scrip Dividend an der betreffenden Stelle allerdings nur beiläufig erwähnt.
114 *Pöschke/Vogel*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 15 Rn. 9.
115 *Schlitt/Kreymborg*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 28.
116 *Schüppen*, in: MAH AktR, § 30 Rn. 41.
117 *Schumacher*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 9 Rn. 5a, 13, der indes ausschließlich zum Teilaspekt der steuerlichen Behandlung von Scrip Dividends ausführt.
118 *Schröer/Heusel*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 21 Rn. 2, deren Ausf. sich jedoch allein auf das Scrip Dividend ‚Modell *Telekom*' beziehen.
119 *Servatius*, in: Wachter, AktG, § 58 Rn. 18; *ders.*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 183 Rn. 12; § 188 Rn. 77; *ders.*, in BeckOGK, Stand: 01.07.2020, AktG, § 183 Rn. 13; § 188 Rn. 78.
120 *Steiner*, in: Heidel, AktG, § 174 Rn. 6.
121 *Vetter*, in GK, AktG, § 170 Rn. 119; *ders.*, § 174 Rn. 126.
122 *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 43.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

des Gestaltungsinstruments durch *Schlitt/Kreymborg*[123] und der Ausführungen bei *Servatius*[124] – noch kürzer aus.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

---

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

Geht man insofern – der tradierten Interpretation[134] folgend – davon aus, dass es sich bei der Einbringung von (Teil-)[135]Dividendenansprüchen gegen die Gesellschaft um Sacheinlagen iSd. §§ 27, 183, 205 AktG handelt,[136] muss dies nämlich denklogischerweise zur Konsequenz haben, dass (mutatis mutandis) die Sacheinlagekautelen zur Anwendung gelangen, conditio sine qua non eine Werthaltigkeitsprüfung stattfinden.[137]

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

---

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sellschaftsmitteln iSd. §§ 207 ff. AktG gilt es zudem, spezifisch vor dem Hintergrund des BGH-Urteils vom 26. Mai 1997[139], zu erörtern, ob die vermittels ‚Einbringung der Dividendenansprüche gegen Anteilsgewährung' erfolgende ‚Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital' auch vermöge sinngemäßer Anwendung der §§ 207 ff. AktG vonstatten gehen kann.[140] Hierauf wird insbesondere unter Rekurs auf ein offenbar – zumindest mehr oder minder – in Vergessenheit geratenes,[141] zur Scrip Dividend artverwandtes, Gestaltungsinstrument, die sog. „Dividendenkapitalerhöhung"[142], auch als ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren[143] bekannt, einzugehen sein.[144]

So ist nämlich den vom Gesetzgeber grundsätzlich divergent ausgestalteten Kapitalerhöhungsverfahren der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen sowie der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln inter alia ein zentraler Grundgedanke gemein: Zur Absicherung des Grundsatzes der realen Kapitalaufbringung ist iR. unterschiedlich ausgestalteter Werthaltigkeits- bzw. Angemessenheitsprüfungen zu validieren, ob die einzubringenden Sacheinlagen den (Nenn-)Wert[145] der hierfür gewährten Aktien decken bzw. ob die per Passivtausch in Grundkapital umzuwandelnden Rücklagen tatsächlich vorhanden sind.[146]

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Krause[148] sowie *Sickinger/Zipperle*[149] erwähnt, jedoch ohne dass hierbei auf die vorgenannten Details eingegangen würde.

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

Dergestalt konstatieren letztlich auch die entsprechenden Fachpublikationen einmütig ungeklärte Rechtsfragen um den mit der Scrip Dividend möglich gemachten ‚Dividendendeal'.[150]

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

7. Zielsetzung

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

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

152 Vgl. hierzu bereits in Fn. 1.

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

len sind, sowie die aus der Fremdkapitalaufnahme resultierende Abhängigkeit.

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

V. Gang der Untersuchung

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

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

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

154 S. hierzu bereits die obigen Ausf. in Fn. 2.
155 S. dazu auch die Ausf. zur Repräsentativumfrage des *DIRK* in Kapitel C.VI.1.
156 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 4.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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 kapitalmarktrechtliches 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[157] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

1. Das Kapitalaufbringungs- & das Kapitalerhaltungsrecht

Dabei ergänzt das letztbezeichnete Maxime das Prinzip der Kapitalaufbringung[158], 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[159]) nicht wegzudenken. Sie sind, wie die Haftungsexklusivität selbst, Wesensmerkmale der AG.[160]

---

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: Hennsler/Strohn, GesR, § 1 Rn. 8, 9; *Solveen*, in: Hölters, 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/Myhaylova*, 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-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

In aller Deutlichkeit vom Gesetzgeber so benannt werden die beiden Grundsätze nicht, sie finden sich aber in einer Vielzahl von Normen[161] 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"[162] aufbringen und dort belassen.

Insofern ist es Aufgabe des Kapitalaufbringungsrechts, sicherzustellen, dass das in der Satzung festgesetzte (s. § 23 Abs. 2 Nr. 3 AktG[163]) 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[164] tatsächlich und endgültig zur freien Verfügung der Aktiengesellschaft steht.[165] 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: Hennsler/Strohn, GesR, § 1 Rn. 11. Ebenso, jedoch unter Verwendung divergierender Terminologie („Haftungskapital"): *Pentz*, in: MüKo, AktG, § 27 Rn. 4.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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.[167] Dort findet sich in § 57 Abs. 1 S. 1 AktG[168] iVm. § 57 Abs. 3 AktG[169] der „*Grundsatz der umfassenden Vermögensbindung*“[170] 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).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

auf Grund einer speziellen gesetzlichen Regelung zugelassen ist"[171], tertium non datur,[172] 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."[173].

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,[174] 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: KK², 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 *Bezzenberger*, 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.: *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 63 ff., wonach der zulässige Aktienrückkauf keine Einlagenrückgewähr ist.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

von der Vermögensbindung des § 57 Abs. 1 S. 1, Abs. 3 AktG ausnimmt, findet sich hingegen in § 57 Abs. 1 S. 2 AktG niedergelegt.[175]

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,[176] Erwerbspreises, während hierüber hinausgehende Vermögenszuwendungen an den veräußernden Aktionär eine verdeckte und verbotenermaßen erfolgende Einlagenrückgewähr darstellen.[177] Gleichsam gewährleistet die in § 71 Abs. 2 S. 2 AktG normierte Erwerbsschranke, dass der Erwerb nicht zulasten des gebundenen Kapitals geht.[178]

Ferner geben aber auch die übrigen Ausführungen an der betreffenden Stelle[179] 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/Körber, 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/Körber, AktG, § 71 Rn. 1.

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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.[180] Weiter sind Vermögensverschiebungen hin zu den Aktionären bei Bestehen eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags, vgl. § 57 Abs. 1 S. 3 Alt. 1 AktG[181], 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[182] Anspruch auf diesen zu. Auch als mitgliedschaftlicher Gewinnbeteiligungsanspruch[183] betitelt, entsteht diese abstrakte Gewinnberechtigung mit Feststellung des Jahresabschlusses, vorausgesetzt dieser weist einen Bilanzgewinn aus.[184]

---

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 erkauft 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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.[185]

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.[186]

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."[187]

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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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[188] 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[189] (s. § 158 Abs. 1 AktG) grundsätzlich als letzter Posten ausgewiesen, § 275 Abs. 2 Nr. 17 bzw. Abs. 3 Nr. 16 HGB.[190] 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.[191]

Zum Zwecke der Überleitung von diesem Posten auf den Bilanzgewinn/Bilanzverlust werden die in § 275 Abs. 2 und 3 HGB[192] enthaltene Normierungen vermittels 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[193]

---

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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

zu erweitern ist.[194] 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.[195]

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"[196] – 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.[197]

---

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 fehlgeht; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 158 Rn. 10.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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[198] an. Das Aktionariat kann so ersehen, wie sich das Bilanzergebnis zusammensetzt, insbesondere aus welchen Mitteln sich ein etwaiger Bilanzgewinn[199], 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,[200] speist.[201]

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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

§ 174 AktG getroffenen Regelung ein schneidiges 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[202] beeinflusst werden. So werden Bewertungsansätze iRd. nach handelsrechtlichen Vorschriften gebotenen Anwendung des Vorsichtsprinzips[203] tendenziell möglichst niedrig gewählt und auch sonstige Spielräume erfolgsmindernder Jahresabschlusspolitik[204] ausgeschöpft, sodass regelmäßig bereits das Jahresergebnis mit einem realistisch betrachtet ‚zu geringen' Betrag veranschlagt werden dürfte.[205]

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:[206] 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. vermittels 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: Hennsler/Strohn, GesR, § 58 Rn. 1; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 1; *Westermann* in: Bürgers/Körber, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

Allerdings vermögen Schlagzeilen wie „Rekord-Dividenden im Dax"[211] 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 Satzungsermächtigung 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: Hennsler/Strohn, GesR, § 58 Rn. 6.

210 Aus den vorangegangen 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 Satzungsermächtigung 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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.[212] *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.[213]

Schließlich findet die vorstatuierte 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 ‚Begrenzungsstreifen' hinaus – beeinflussen,[214] 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*"[215] – 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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*[216] 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*[217] Irrelevanztheorem.

Und auch spätere Analysen, die die Präsumtion eines vollkommenen Kapitalmarktes[218] 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 Dividendenerhöhungen 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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,[219] 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.[220] Spezifisch wird insofern der realiter nicht gegebenen Voraussetzung des gleichen Zugangs aller Marktteilnehmer zu unternehmensbezogenen bzw. unternehmenswertrelevanten Informationen der Rücken zugekehrt,[221] wofür die Überlegung ausschlaggebend ist, dass bei Kapitalgesellschaften idR. eine mit einer Leitungsdelegation, s. §§ 76, 77 AktG,[222] 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*, JFQA 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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).[224] 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.[225]

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-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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.[226]

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).[227] 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«"[228] – mit einem generellen Abschlag quittieren müssten.

Diesbezüglich kann die (den vorgehenden Ausführungen nach) erforderliche Kredibilität 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.[229] 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),

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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.[230] Auf diesem Gedankenkonstrukt basierend wurden schließlich verschiedene, sich in den Signalkosten distinguierende,[231] Modelle zum *Signalling* mit Dividenden[232] konzipiert.

*Bhattacharya*s 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.[233] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ren Unternehmenswertes resultieren.[234] Andere Theorien wiederum sehen den maßgeblichen Kostenfaktor in der Besteuerung der Dividendenzahlung (*money burning*).[235]

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,[236] während Dividendenerhöhungen dem Aktionariat im Umkehrschluss hierzu gestiegene Erfolgsaussichten suggerieren[237].[238]

---

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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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,[239] verhält es sich bzgl. der Scrip Dividend diametral anders. So wird der als Bardividende auszuzahlende Betrag im Falle der Implementierung des Gestaltungsinstruments zwar effektiv ähnlich wie im Falle einer Dividendenkürzung reduziert,[240] doch wird die Wahldividende ausweislich der in ihrem Untersuchungsgegenstand restringierten empirischen Studie[241] von *David/Ging-*

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/Ginglinger*, JCF 40 (2016), 175.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

linger[242] vom Markt fundamental anders als eine Dividendenkürzung interpretiert, deren Ankündigung gar mit Kurszugewinnen belohnt.[243]

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 geschmälertem Umfang[244]) ein Liquiditätsverlust[245] sowie eine damit verbundene Absage an die Innenselbstfinanzierung von Investitionsprojekten resultiert.[246]

bb) Scrip Dividends als „Verschleierungstaktik"[247] 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.[248]

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 tituliert 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

mag[249] und belegt mittels verschiedentlichen 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[250] 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[251] 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[252], 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).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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[257] zutage treten lässt.[258] So nämlich ein rational handelndes – von den Anteilseignern (Prinzipale) mit der Unternehmensführung betrautes – Management[259] (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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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.[263] 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-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

renden *Agency*-theoretischen Ansätze,[264] 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[265] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Investitionsprojekte iRd. (externen) Kapitalbeschaffung einer Prüfung durch die potenziellen Kapitalgeber unterziehen muss.[266]

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

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.[268] Hergeleitet wird dies wie folgt: Der rational handelnde Vorstand strebt nach persönlicher Nutzenmaximierung, die unter anderem iSv. Wohlstandsmaximierung und Arbeitsplatzsicherheit verstanden werden kann.[269] Spezifisch in Bezug auf letztere trägt das Management als unternehmensspezifisches Humankapital[270] 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.[271]

---

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: KK², AktG, § 58 Rn. 5; *Shavell*, BJE 10 (1979), 55, 56. S. auch *Easterbrook,* AER 74 (1984), 650, 653.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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 geschlussfolgert, ist dem Aktionariat an einer Ausschüttung der Gewinne gelegen, um auf diese Weise eine Senkung des Verschuldungsgrades zu vereiteln.[273]

bb) *Agency*-Kosten nach *Jensen*

Ergänzend hierzu erweitert *Jensen*[274] die vorskizzierte Prinzipal-Agenten-Beziehung unter besonderer Fokussierung des bereits erwähnten Umstandes, dass liquide Mittel in Form des *Free Cashflow*[275] 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 Interessenkongruenz 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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[276], die Gefahren, dass in Abstinenz profitabler Investitionsmöglichkeiten Mittel ineffizient eingesetzt werden[277] sowie dass übermäßiger Konsum nicht-pekuniärer Vorteile seitens des Managements stattfindet[278]. Ferner auch diejenige des *Empire-Building*,[279] 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.[280]

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 *Nohel/Tarhan*, 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 *Niedernhuber*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

kosten deckende Rendite erwirtschaften, sowie zum Zwecke der Schaffung der Gelegenheit, die Mittel selbst attraktiveren Investitionsprojekten am Kapitalmarkt zuzuleiten, ausgeschüttet werden sollten,[281] 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.[282] Sie muss das Aktionariat iRe. *Reverse*-Struktur dazu bewegen, keinen Gebrauch von dem Andienungsrecht zu machen, die „Gratisaktien"[283] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Vice versa steht es im freien Ermessen des jeweiligen Aktionärs, ob freiwerdendes 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“[284] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

und dem der Anteilseigner verwendet werden können, stellt sich dies im Kontext der Scrip Dividend als faktisch unmöglich dar, ist die Annahmequote 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.[285]

Letzteres allerdings ist nicht nur für sich genommen überaus problematisch, sondern insbesondere mit Blick auf das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität'[286]. Denn: Will die Gesellschaft das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität'[287] 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[288].

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. *Schmidtmann*, DB 2017, 2695.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

profitieren würde,[289] die üblichen Probleme kollektiven Handelns (namentlich rationale Apathie und Trittbrettfahrereffekte) entgegen.[290]

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.[291]

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.[292]

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,[293] die vorstehend erläuterten Ansätze das aus ökonomischer Sicht bestehende „Dividendenpuzzle"[294] 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*[295]

---

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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gründen, die sich in der Realität so nicht gegeben findet[296]. 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[297] 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[298]. Andererseits lässt sich zwischen diesen ein Nexus folgender Gestalt extrahieren: Durch Börsencrashs 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.[299]

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[300] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

schüttungen dazu geeignet, die Verlustaversion abzuschwächen.[301] Zweitens stellen sie aus Sicht der Anleger einen gewissen Renditesockel dar und reduzieren dergestalt die wahrgenommene Volatilität.[302] 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.[303]

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.[304]

---

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*, JMFM 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.*, JPFM 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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

In diesem Sachzusammenhang leisten Scrip Dividends prima vista[305] (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[306] 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,[307] 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.[308]

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 Annahmequoten 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

diese das „Dividendenpuzzle“[309] 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[310]) positiven Licht präsentieren kann, nimmt das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität‘ bei deutschen börsennotierten Gesellschaften ausweislich verschiedentlicher empirischer Studien einen übergeordneten Stellenwert in der Ausschüttungspolitik ein.[311]

---

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 *ovcerconfidence-* 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 Fehlschläge 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–

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

c) Interdependenzen zwischen Investitions-, Finanzierungs- & Ausschüttungspolitik

Gleichsam zeigen die Ausführungen zur Kapitalmarktkontroll-Hypothese die Interdependenzen zwischen Investitions-, Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik auf,[312] 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[313] 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).[314]

---

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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

d) Scrip Dividends als ‚Bindeglied'

Als Lösung dieses, von Marktunvollkommenheiten aufgegebenen, eingängig als „Dividendenpuzzle"[315] bezeichneten, Rätsels präsentieren sich gewissermaßen Scrip Dividends.

Qua der dem Aktionariat iRd. Gestaltung angebotenen (attraktiven) Bardividende 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,[316] ohne dass damit die Absage an die Innenselbstfinanzierung von Investitionsprojekten verbunden wäre.[317]

Andererseits binden sie Management und Aktionariat – zumindest bedingt, scheinen der fehlende Bezug der kumulierten einbehaltenen Mittel zu den Investitionsmöglichkein der Gesellschaft sowie die Problematiken des kollektiven Handelns, namentlich rationale Apathie und Trittbrettfahrereffekte, in diesem Kontext doch durchaus problematisch – iSd. Kapitalmarktkontroll-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[318] und die Absage an die Innenselbstfinanzierung von Investitionsprojekten zu verbinden.[319]

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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

e) Scrip Dividends als Instrument zur Adressierung heterogener Ausschüttungspräferenzen

Ferner bieten Scrip Dividends eine elegante Möglichkeit der Adressierung heterogener[320] Ausschüttungspräferenzen[321].[322] 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.[323]

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[324].[325] Aber auch institutionelle Anleger, vorneweg diejenigen, die selbst ständigen periodischen Ausschüttungsverpflichtungen unterliegen und zu deren Erfüllung liquider Mittel bedürfen,[326] 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 Portefeuillegröße und iRe. umfassenden Portefeuillemanagements, 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).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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.[327]

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.[328]

Anders hingegen liegt es iRv. Scrip Dividends, die eine klientelgerechte Ausschüttungspolitik ermöglichen und der Kalamität divergierender Ausschüttungspräferenzen dergestalt beizukommen vermögen,[329] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ser in einem einzigen Depot befindet – einheitlich ausgeübt werden muss.[330]

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.[331]

Allerdings ist mit Blick hierauf nicht etwa dem aktienrechtlich problematischen Fall eines faktischen[332] 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 Aktienausgabe 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,[333] 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: KK², AktG, § 186 Rn. 7; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 186 Rn. 1; *Schürnbrand*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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 %[334] gewährt wird,[335] sowie idR. zumindest teilweise die entstehenden Transaktionskosten[336] übernommen werden,[337] sodass den Anteilseignern durch die Scrip Dividend nicht nur die Möglichkeit zur schnellen, sondern auch zur kosteneffizienten Reinvestition überschüssiger Mittel angetragen wird[338]. 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.[339]

---

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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Gleichsam hält die Scrip Dividend in Anbetracht der Verknüpfung der grundsätzlich gegenläufigen Ziele Dividendenkontinuität[340] und Liquiditätserhalt[341], 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[342]) Thesaurierung der Erträge und damit maximale Flexibilität hinsichtlich der eigenen Ausschüttungspräferenz.[343]

Andererseits profitiert das Unternehmen simultan hierzu dergestalt, dass die Scrip Dividend (in Abhängigkeit von der gewählten rechtstechnischen Strukturierungsvariante[344]) 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nung bzw. -erhaltung[345] leistet:[346] 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[347] sowie die Eigenkapitalbasis gestärkt[348] 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.[349]

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[350] 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 drittwichtigster 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).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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.[351]

Letzteres allerdings ist nicht nur für sich genommen überaus heikel, sondern insbesondere mit Blick auf das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität'[352]. Denn: Will die Gesellschaft das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität'[353] 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[354].

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,[355] die üblichen Probleme kollektiven Handelns (namentlich rationale Apathie und Trittbrettfahrereffekte) entgegenstehen.[356]

---

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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

C. Rechtstatsachen zur Scrip Dividend & Ausblick

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

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

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

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

Allein die Schaffung eines Steuermissbrauchstatbestandes, der solche Gestaltungen als Steuervermeidungskonstruktionen klassifizierte und infolge der Besteuerung unterwarf,[359] ließ den Dividendendeal dort eine Weile in der Versenkung verschwinden.

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

---

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Steuerersparnisse mit der Strukturierung jedenfalls nicht mehr zu erzielen waren, ihre Renaissance eingeläutet.[360]

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

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

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

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

---

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

---

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

III. Deutsche Kapitalgesellschaften mit dem bisherigen Angebot einer Scrip Dividend

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

1. Scrip Dividend-Offerten deutscher Unternehmen von 2012[370]-2019[371]

370 Vorreiter in Sachen Scrip Dividends am deutschen Kapitalmarkt war die *alstria office REIT-AG*. Unter Verwendung eigener Aktien bot die Gesellschaft ihrem Aktionariat bereits 2009 ein Dividendenwahlrecht an und erzielte hierbei (gewissermaßen) eine Annahmequote von 100 %, wobei nicht zu vernachlässigen ist, dass sich das Tauschangebot auf die Ausgabe von bis zu 1.340.134 Aktien restringiert fand (s. *alstria*, Tauschang. 2009), den Umtausch damit von vorneherein auf ein knappes Fünftel der Dividendenforderungen begrenzte (dem Aktionariat war die Möglichkeit zum Umtausch von bis zu 10.721.072 aus 54.659.866 Dividendenforderungen angetragen worden) und schließlich zu mehr als 200 % überzeichnet war (zum Tausch waren 24.296.056 Dividendenansprüche angemeldet worden, s. *alstria*, Bekanntm. Zuteilungsquote 2009), sodass die iRd. Repartierung (hierzu eingehend in Kapitel D.III.1.d)bb), dort insbesondere unter ccc)) festgelegte Zuteilungsquote 44,14 % betrug, s. *alstria*, Bekanntm. Zuteilungsquote 2009. Aufgrund der geringen Visibilität dieser Offerte im Markt sowie der vorerwähnten Spezifitäten bleibt dieses Angebot einer Scrip Dividend nachfolgend (teilweise) außer Betracht.

371 Die Hauptversammlungssaison 2020 war zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieser Arbeit zwar bereits im Gange, jedoch noch nicht abgeschlossen, weshalb bewusst auf den Einbezug entsprechender Scrip Dividend-Offerten verzichtet wurde, um nicht ein unvollständiges bzw. verfälschtes Bild betreffend den Einsatz des Gestaltungsinstruments im Jahr 2020 zu zeichnen.

372 Zu den vollständigen Bezeichnungen der betreffenden Gesellschaften und den Quellennachweisen s. die jeweiligen Fn.

373 Zu den Annahmequoten s. jeweils *Capital Stage*, Zulassungsbeschluss 2014, 2015, 2016, 2017 und *Encavis*, Zulassungsbeschluss 2018, 2019 sowie *Capital Stage*, Bezugsang. 2014, 2015, 2016 & 2017 und *Encavis*, Bezugsang. 2018 & 2019. S. ferner auch *Capital Stage*, Annahmequote 2014, 2015 & 2017 sowie *Encavis*, Annahmequote 2018 & 2019.

374 Zu den Annahmequoten s. jeweils *Lufthansa*, Zulassungsbeschluss 2016, 2017 & 2018 sowie *dies.*, Festlegung BV 2016, 2017 & 2018. S. ferner *dies.*, Annahmequote 2018.

375 S. *Deutsche Rohstoff*, Bezugsang. 2019, *dies.*, Festlegung BV 2019 sowie *dies.*, Halbjahresber. 2019, S. 15.

376 Zu den Annahmequoten s. jeweils *Telekom*, Zulassungsbeschluss 2013, 2014, 2015, 2016 & 2017 und *dies.*, Festlegung BV 2013, 2014, 2015, 2016 & 2017 sowie auch *dies.*, Annahmequote 2013, 2014, 2015, 2016, 2017.

377 S. *Deutsche Wohnen*, Zulassungsbeschluss 2018 & 2019; *dies.*, Festlegung BV 2018 & 2019; *dies.*, Bezugsang. 2018 & 2019.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

2. Interpretation der Daten

Wie sich aus dem Vorstehenden ergibt,[399] boten bislang 21 deutsche Kapitalgesellschaften insgesamt 47 Mal eine Scrip Dividend an.

---

379 Zu den Annahmequoten s. jeweils *E.ON*, Geschäftsber. 2014, S. 155; Geschäftsber. 2015, S. 155; Geschäftsber. 2017, S. 163 sowie *dies.*, Festlegung BV 2014, 2015 & 2017 und *dies.*, Dividendenbekanntm. 2014, 2015 & 2017. S. auch *dies.*, Annahmequoten.

380 Zu den Annahmequoten s. jeweils *GRENKE*, Zulassungsbeschluss 2014, 2016 sowie *dies.*, Festlegung BV 2014, 2016. S. ferner *dies.*, Annahmequote 2014.

381 S. *H&R*, Zulassungsbeschluss 2018; *dies.*, Festlegung BV 2018. S. auch *dies.*, Annahmequote 2018.

382 Die Gesellschaft ist insolvent, das AG Hamburg hat mit Beschl. v. 01.09.2016 das Insolvenzverfahren über deren Vermögen eröffnet, s. AG Hamburg, Beschl. v. 01.09.2016 – 67g IN 266/16 (juris).

383 S. *KTG Agrar*, Geschäftsber. 2015, S. 35; *dies.*, Festlegung BV.

384 Die Gesellschaft ist insolvent, das AG Neuruppin eröffnete mit Beschl. v. 01.12.2016 das Insolvenzverfahren über das Gesellschaftsvermögen, s. AG Neuruppin, Beschl. v. 01.12.2016 – 15 IN 260/16 (juris).

385 S. *KTG Energie*, Geschäftsber. 2015, S. 11; *dies.*, Festlegung BV.

386 Zu den Annahmequoten s. jeweils *Mediantis*, Anmeldung zum Handelsregister v. 05.08.2014, v. 02.04.2015, v. 19.02.2016, allesamt online, abrufbar unter *www.handelsregister.de*, zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

387 Vollständige Bezeichnung: *Mensch & Maschine Software SE*. Zu den Annahmequoten s. jeweils *M&M*, Geschäftsber. 2015, S. 57, 2016, S. 57, 2017, S. 57, 2018, S. 57 & Halbjahresber. 2019, S. 11 sowie *dies.*, Festlegung BV 2015, 2016, 2017, 2018 & 2019.

388 S. *PATRIZIA*, Halbjahresber. 2018, S. 69; *dies.*, Festlegung BV 2018, *dies.*, Dividendenbekanntm. 2018.

389 S. *publity*, Bezugsang. 2019 sowie *dies.*, Halbjahresber. 2019, S. 31.

390 S. *Softing*, Zulassungsbeschluss 2014; *dies.*, Festlegung BV 2014; *dies.*, Dividendenbekanntm. 2014. S. ferner *dies.*, Annahmequote 2014.

391 Die Gesellschaft ist insolvent, s. die Bekanntmachung im Handelsregister v. 11.08.2016, online, abrufbar unter *www.handelsregister.de*, zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

392 Das den Aktionären im Anschluss an die Zuteilung von Berichtigungsaktien infolge einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG angetragene öffentliche Rückkaufsangebot, das sich zu dem Zwecke, dem Ergebnis einer Dividendenausschüttung wirtschaftlich aus Sicht des Aktionariats möglichst nahezukommen (s. *Ultrasonic*, Rückkaufsang. 2012), auf 190.000 Aktien beschränkt fand (s. ebenda), wurde für 45.416 Aktien beansprucht, s. *Ultrasonic*, Geschäftsber. 2012, S. 216, dort unter 16.2. Dergestalt wurde das Andienungsrecht für ca. 23,9 % der Anteile ausgeübt, was im Umkehrschluss bedeutet, dass für ca. 76,1 % der Anteile die Aktienoption bevorzugt wurde.

393 S. in Anlehnung an die Ausf. in Fn. 392 *Ultrasonic*, Rückkaufsang. 2013; *dies.*, Geschäftsber. 2013, S. 240, dort unter 21.2, Ziff. (4) und (5).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

a) Scrip Dividends als ein vorwiegend/ausschließlich für ‚Großkonzerne'[400] mit hohem Ausschüttungsvolumen interessantes Gestaltungsinstrument

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

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

394 S. *UmweltBank*, Anmeldung zum Handelsregister v. 20.07.2017 online, abrufbar unter *www.handelsregister.de*, zuletzt abgerufen am 17.08.2020.
395 S. *UmweltBank*, Anmeldung zum Handelsregister v. 23.07.2018, online, abrufbar unter *www.handelsregister.de*, zuletzt abgerufen am 17.08.2020.
396 Zu den Annahmequoten s. jeweils *Vonovia*, Zulassungsbeschluss 2017, 2018, 2019; *dies.*, Festlegung BV 2017, 2018, 2019; *dies.*, Bezugsang. 2017, 2018, 2019 sowie *dies.*, Geschäftsber. 2017, S. 12 und *dies.*, Annahmequote 2018.
397 Vollständige Bezeichnung: *Wüstenrot & Württembergische AG*.
398 S. *W&W*, Zulassungsbeschluss 2014; *dies.*, Bezugsang. 2014.
399 S. in diesem Kontext auch die Ausf. in Fn. 370.
400 Der Terminus ‚Großkonzerne' ist weder durch den Gesetzgeber noch anderweitig vordefiniert.
401 Marktkapitalisierung zum 19.08.2020: 71,42 Mrd. €, abgerufen online unter *www.onvista.de* am 19.08.2020.
402 So e.g. die *Deutsche Rohstoff AG* (Marktkapitalisierung zum 19.08.2020: 45,33 Mio. €., abgerufen online unter *www.onvista.de*) und die *Softing AG* (Marktkapitalisierung zum 19.08.2020: 47,17 Mio. €., abgerufen online unter *www.onvista.de*).
403 Zur Marktkapitalisierung der *KTG Agrar SE*, *KTG Energie AG* (beide insolvent, s. hierzu schon bei Fn. 382 und 384), *Mediantis AG* (Widerruf der Börsennot. (*Delisting*), s. *Mediantis*, Delisting) sowie der *Ultrasonic AG* (ebenfalls insolvent, s. hierzu bereits den Nachw. in Fn. 391) liegen keine Daten vor.
404 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 402.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

umfänglichen Grenzen von dem, was § 267 Abs. 3 HGB als „große Kapitalgesellschaft“[405] definiert, bei weitem.[406]

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

412 Darunter Gewinnverwendungsvorschlag (Beschlüsse Vorstand und Aufsichtsrat), Einbezug des Gewinnverwendungsvorschlags in die Hauptversammlungseinladung, ad-hoc Meldung oder ggf. Pressemitteilung hinsichtlich der Dividende in Deutsch und Englisch, ggf. Transaktionsvertrag zwischen Bank und Emittent, prospektbefreiendes Dokument in Deutsch und Englisch zu idR. 2 Veröffentlichungsterminen, Informationsschreiben an die Aktionäre in Deutsch und Englisch zu idR. 2 Veröffentlichungsterminen, technische Richtlinien für die Depotbanken zu idR. 2 Veröffentlichungsterminen, Bezugs- und Abtretungserklärung in Deutsch und Englisch zu idR. 2 Veröffentlichungsterminen, Sammelbezugserklärung in Deutsch und Englisch zu idR. 2 Veröffentlichungsterminen, Beschlüsse des Vorstands und Aufsichtsrats (2 bis 3), Bezugsangebot in Deutsch und Englisch, Dividendenbekanntmachung in Deutsch und Englisch, ggf. Veröffentlichung über die Festlegung des Bezugspreises und Bezugsverhältnisses in Deutsch und Englisch, Einbringungsvertrag zwischen Bank und Emittent, Dokumentation für die Bestellung des Sacheinlagenprüfers, Erstellung eines Sacheinlagenprüfberichts durch einen unabhängigen Wirtschaftsprüfer, Pressemitteilung bzgl. Teilnahmequote in Deutsch und Englisch, Zeichnungsschein, Kostenaufstellung bzgl. der Kapitalerhöhung, Verzeichnis der Zeichner, Handelsregisteranmeldung, Zulassungsanträge (für die jeweiligen Börsen), Veröffentlichungen gemäß WpHG, Globalurkunde, Legal Opinions (ggf. auch *No Registration Opinion* für das US-Recht), ggf. Vollmachten vom Emittenten für die Bank hinsichtlich des Zulassungsverfahrens.

413 S. die von der *Telekom* im Zusammenhang mit der ‚Aktiendividende 2013' iRd. Anmeldung der Kapitalerhöhung zum Handelsregister v. 12.06.2013 eingereichte Berechnung der voraussichtlichen Kosten der Kapitalerhöhung, online, abrufbar unter *www.handelsregister.de*, zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

---

414 So der vom Verfasser errechnete Durchschnitt aus den iRd. Erstofferten einer Scrip Dividend der *Capital Stage AG* (nunmehr *Encavis AG*), *Deutsche Lufthansa AG*, *Deutsche Rohstoff AG*, *Deutsche Telekom AG*, *Deutsche Wohnen SE*, *DIC Asset AG*, *GRENKE AG*, *H&R GmbH & Co. KGaA*, *Mediantis AG*, *Mensch und Maschine Software SE*, *publity AG*, *Softing AG* pflichtgemäß, vgl. § 188 Abs. 3 Nr. 3 AktG (iVm. § 203 Abs. 1 AktG), zum Handelsregister eingereichten Kostenberechnungen. Unerklärlicherweise finden sich trotz vorzitierter Obligation, der Anmeldung zum Handelsregister eine Berechnung der Kosten, die für die Gesellschaft infolge der Ausgabe der neuen Aktien entstehen werden, beizufügen, in den öffentlich zugänglichen Handelsregisterunterlagen keine entsprechenden Kostenberechnungen zu den Erstimplementierungen seitens der *KTG Agrar SE*, *KTG Energie AG*, *UmweltBank AG* und *Vonovia SE*. Ferner finden sich, da die ‚Beifügungspflicht' nur für Spielarten unter Rückgriff auf eine ordentliche Kapitalerhöhung bzw. einer solchen aus genehmigtem Kapital greift, aufgrund der Wahl anderer Strukturierungsvarianten auch keine Angaben zu den betreffenden Kosten bei der *alstria office REIT-AG*, *E.ON SE*, *PATRIZIA Immobilien AG*, *Ultrasonic AG* und *Wüstenrot & Württembergische AG*.

415 Diesbezüglich kann die Gesellschaft beides bedingt selbst steuern. So ließ e.g. die *Telekom* mit der Konsequenz, dass allein die *DWP BANK* als depotführende Bank vieler *Telekom*-Anteilseigner rund 5 Millionen Blatt Papier druckte und versendete (vgl. dazu *Rose*, Cash was King) einen jeden Anteilseigner individuell über die Offerte informieren.

416 Soweit Kosten der Erstimplementierung zu ermitteln waren (s. dazu schon die Ausf. in Fn. 414) lagen diese nur äußerst selten im fünf-, meist hingegen im sechsstelligen, Bereich. Lediglich die *Softing AG* (34.100 €), die *Deutsche Rohstoff AG* (40.000 €), die *Mensch und Maschine Software SE* (44.851 €), die *Mediantis AG* (63.000 €) und die *publity AG* (82.350 €) wiesen in den betreffenden Dokumenten zur Anmeldung der Kapitalerhöhung zum Handelsregister solch geringe Kosten aus.

417 S. die von der *Softing AG* im Zusammenhang mit der 2014 offerierten Scrip Dividend iRd. Anmeldung der Kapitalerhöhung zum Handelsregister v. 04.06.2014 eingereichte Berechnung der voraussichtlichen Kosten der Kapitalerhöhung, online, abrufbar unter *www.handelsregister.de*, zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

418 S. hierzu bereits den Nachw. in Fn. 413.

419 Etwas ungenau daher die Schätzung bei *v. Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2: „[...] zwischen EUR 200.000 und EUR 1.000.000 [...]". Weit gefehlt hingegen ist die Kostenschätzung des *DIRK*, Scrip Dividend, 9.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

420 S. die von der *Telekom* im Zusammenhang mit den ‚Aktiendividenden' 2016 und 2017 iRd. Anmeldung der Kapitalerhöhungen zum Handelsregister v. 22.06.2016 und 27.06.2017 eingereichten Berechnungen der voraussichtlichen Kosten der Kapitalerhöhungen, jeweils online, abrufbar unter *www.handelsregister.de*, zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

b) Wiederholte Umsetzungen als rechtstatsächlicher Regelfall

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

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

---

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

suchungsgegenstandes auf ‚aussagekräftige Fälle'[430] liegt sie gar bei ca. 70,5 %, wobei zuletzt auch die *Deutsche Wohnen AG* sowie die *DIC Asset AG* nach annehmlichen Annahmequoten iRd. 2018er Erstofferten in 2019 zu Wiederholungsanbietern avancierten.

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

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

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

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

---

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

eine ‚derart geringe' Annahmequote unter den von letztbezeichneter Gesellschaft erzielten[433] Annahmequoten die absolute Ausnahme bildet.

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gung der Ausgabe neuer Aktien und die Vereinbarung oder Ausübung von Bezugsrechten unverzüglich dort zu veröffentlichen.[445]

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

1. Der Begriff ‚Scrip Dividend' im Bundesanzeiger

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

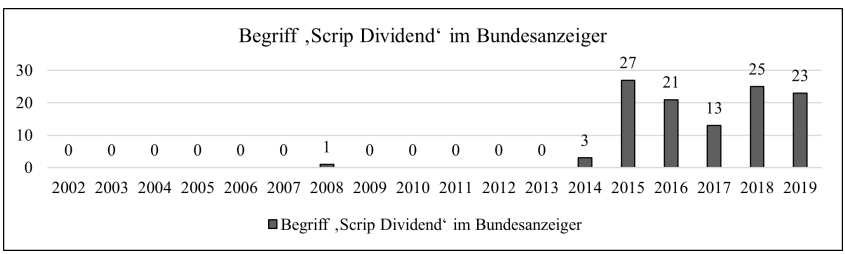

Abbildung 1: Begriff ‚Scrip Dividend' im Bundesanzeiger; Quelle: Eigene Darstellung.

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

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

447 Die unter *www.bundesanzeiger.de* bereitgestellte Suchfunktion beschränkt Suchanfragen auf den Zeitraum ab 1. Januar 2002, sodass eine weiter in die Vergangenheit reichende Recherche nicht möglich ist.

448 Recherche unter *www.bundesanzeiger.de:* Suche nach dem Terminus ‚Scrip Dividend'.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Vor Augen haltend, dass der Dividendendeal erstmals im Jahre 2009 von einer deutschen Kapitalgesellschaft angeboten wurde bzw. ‚öffentlichkeitswirksam'[449] gar erst 2013, wirkt der Treffer aus 2008 freilich befremdlich.

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

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

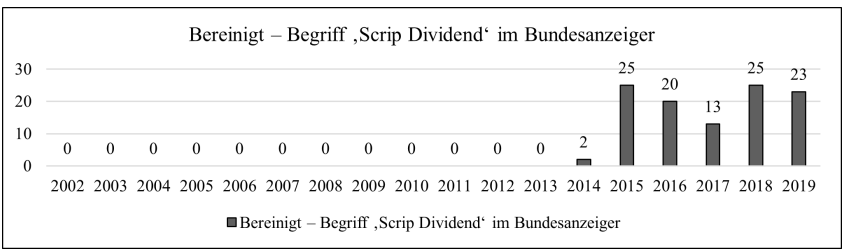

Abbildung 2: Bereinigte Trefferliste – Begriff ‚Scrip Dividend' im Bundesanzeiger; Quelle: Eigene Darstellung.

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

---

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

2. Der Begriff ‚Aktiendividende' im Bundesanzeiger

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

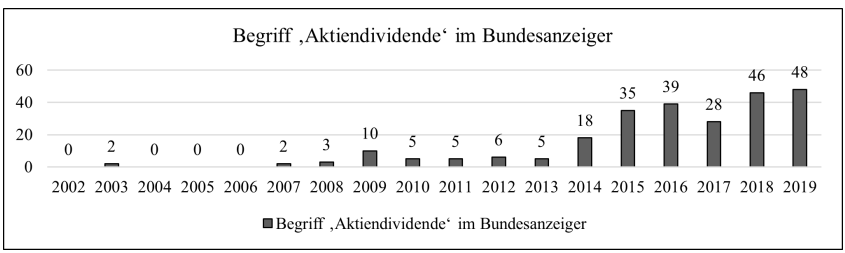

Abbildung 3: Begriff ‚Aktiendividende' im Bundesanzeiger; Quelle: Eigene Darstellung.

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

---

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

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

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

457 Recherche unter *www.bundesanzeiger.de:* Suche nach dem Begriff ‚Aktiendividende'.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

3. Aggregierte bereinigte Begriffsnennungen

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

---

465 S. *PATRIZIA*, Einl. HV 2015.
466 Eingehend hierzu Kapitel D, dort spezifisch vor D.II.
467 S. in diesem Kontext auch schon die Ausf. und Verw. in den Fn. 461.
468 S. in diesem Kontext auch schon die Ausf. und Verw. in den Fn. 461.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

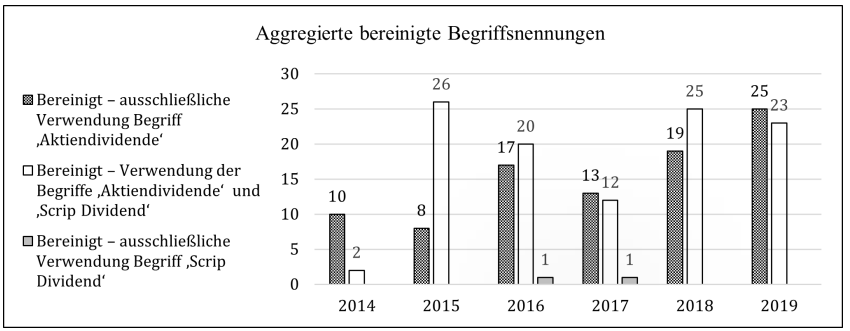

Abbildung 4: Aggregierte bereinigte Begriffsnennungen; Quelle: Eigene Darstellung.

4. Interpretation der Daten

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

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

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

---

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

471 Nachfolgend auch nur als *Ultrasonic* bezeichnet.

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

---

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

5. Conclusio

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

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

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

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

---

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bzgl. dieser Strukturierungsvariante die Möglichkeit eines Bezugsrechtsausschlusses vorgesehen wurde.[484]

1. Untersuchungsansatz

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

2. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes

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

---

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

---

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Unternehmen[491]	Kapitalerhöhung aus gen. Kapital	ord. Kapitalerhöhung	*Treasury Shares*	Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln
alstria 2009			x	
Ultrasonic 2012				x
Telekom 2013	x			
Ultrasonic 2013				x
Capital Stage 2014	x			
Telekom 2014	x			
E.ON 2014			x	
GRENKE 2014	x			
Mediantis 2014		x		
Softing 2014	x			
W&W 2014		x		
Capital Stage 2015	x			
Telekom 2015	x			
E.ON 2015			x	
KTG Agrar 2015	x			
KTG Energie 2015	x			
Mediantis 2015	x			
M&M 2015	x			
Capital Stage 2016	x			
Lufthansa 2016	x			
Telekom 2016	x			
GRENKE 2016	x			
Mediantis 2016	x			
M&M 2016	x			

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Capital Stage 2017	x			
Lufthansa 2017	x			
Telekom 2017	x			
E.ON 2017			x	
M&M 2017			x	
UmweltBank 2017	x			
Vonovia 2017	x			
Encavis 2018	x			
Lufthansa 2018	x			
Deutsche Wohnen 2018	x			
DIC Asset 2018	x			
H&R 2018	x			
M&M 2018			x	
PATRIZIA 2018	x			
UmweltBank 2018	x			
Vonovia 2018	x			
Deutsche Rohstoff 2019	x			
Deutsche Wohnen 2019	x			
DIC Asset 2019	x			
Encavis 2019	x			
M&M 2019			x	
publity 2019	x			
Vonovia 2019	x			
Summe	**36**	**2**	**7**	**2**

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

3. Verbreitung entsprechender Satzungsermächtigungen im SDax[498]

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

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

498 Stichtag der Zugehörigkeit: 30.01.2020, online, abgerufen unter *www.finanzen.net/index/sdax/werte*.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

4. Verbreitung entsprechender Satzungsermächtigungen im MDax[520]

Ebenso ‚ausdrücklich'[521] machten sich einige Unternehmen im MDax ‚startklar'; expressis verbis können die *alstria office REIT-AG*[522], *Bechtle*

509 S. *JENOPTIK*, Einl. HV 2015, Ber. d. Vorst. zu TOP 6 lit. b).
510 S. *JOST*, Einl. HV 2018, TOP 7 lit. b), Ber. d. Vorst. zu TOP 7.
511 S. *LEONI*, Einl. HV 2015, TOP 8 lit. h), Ber. d. Vorst. an die HV zu TOP 8 lit. h).
512 S. *PATRIZIA*, Einl. HV 2015, TOP 7 lit. d) lit. ff), Ber. d. Vorst. zu TOP 7.
513 S. *Pfeiffer*, Einl. HV 2015, TOP 6 lit. d) Ziff. (6), Ber. d. Vorst. zu TOP 6 lit. h).
514 S. *Sixt*, Einl. HV 2016, Ber. d. Vorst. an die HV zu den TOP 8, 9.
515 S. *TLG Immobilien*, Einl. HV 2019, TOP 7, Ber. d. Vorst. zu TOP 7 Ziff. 2.
516 S. *Wacker Neuson*, Einl. HV 2017, TOP 7 lit. c) lit. ee), Ber. d. Vorst. zu TOP 7 lit. b) lit. ff).
517 S. *W&W*, Einl. HV 2014, TOP 10.
518 Nachfolgend auch nur als *Capital Stage* bezeichnet.
519 S. zum Ganzen bereits die obigen Nachw. in den Fn. zu Kapitel C.III.1.
520 Stichtag der Zugehörigkeit: 30.01.2020, online, abgerufen unter *www.finanzen.net/index/mdax/werte*.
521 Bzgl. der kontextualen Bedeutung der Begrifflichkeit ‚ausdrücklich' gelten die Ausf. in Fn. 438 sinngemäß.
522 S. *alstria*, Einl. HV 2016, TOP 8 lit. b) lit. ff), „II. Bericht des Vorstands zu Tagesordnungspunkt 8".

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

5. Verbreitung entsprechender Satzungsermächtigungen im Dax[537]

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

---

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

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

537 Stichtag der Zugehörigkeit: 30.01.2020, online, abgerufen unter *www.finanzen.net/index/dax/werte*.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

6. Interpretation der Daten

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

a) Scrip Dividend-Implementierungen auf Basis ‚allgemeiner' Satzungsermächtigungen

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

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

---

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

---

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

b) Implikationen des Ausreichens einer ‚allgemeinen' Satzungsermächtigung

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ihrer – bereits thematisierten[557] – geringen praktischen Relevanz iRd. im präsenten Kontext nachfolgend anzustellenden Analysen ausgeklammert.

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

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

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

---

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bb) Die rechtstatsächliche Bedeutung des genehmigten Kapitals

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

der Beschlussfassung sachlich iSd. *Kali & Salz*-Formel[568] gerechtfertigt sein müssen, lockerte[569].[570]

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ten Aktiengesellschaften (66 an der Zahl) über ein genehmigtes Kapital verfügten.[576]

Indes sagt die Schaffung eines genehmigten Kapitals nichts über dessen Inanspruchnahme aus.[577]

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

im Registerbezirk Frankfurt a. M. von börsennotierten Unternehmen durchgeführten Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital erfolgten unter Ausschluss des Bezugsrechts.[591]

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

dd) Zwischenfazit

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

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

---

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

7. Conclusio

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

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

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

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

---

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

VI. Studie des *Deutschen Investor Relations Verband e.V. (DIRK)*[602]

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

1. Untersuchungsresultate: Rechtstatsächliche Bedeutung von Scrip Dividends

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

a) Bisherige Erfahrungen der Studienteilnehmer mit Scrip Dividends

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

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

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

---

605 S. *DIRK*, Trend Indicator, 2.

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

607 S. *DIRK*, Trend Indicator, 25.

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

---

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

610 S. *DIRK*, Trend Indicator, 32.

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

d) Haltung des Aktionariats zu Wahldividenden

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

2. Interpretation der Ergebnisse der Repräsentativumfrage des *DIRK*

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

---

614 Darunter 13,4 %, die sogar eine Mindestannahmequote von weniger als 20 % als zulänglich erachteten, während 33,2 % eine solche zwischen 20 und 40 % statuierten.
615 S. zum Ganzen *DIRK*, Trend Indicator, 35.
616 S. *DIRK*, Trend Indicator, 37.
617 S. *DIRK*, Trend Indicator, 38; Die übrigen 44,4 % waren unentschieden bzw. neutral.
618 S. *DIRK*, Trend Indicator, 38.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

1. Zusammenfassung der ermittelten Rechtstatsachen

a) Geringe Verbreitung der Scrip Dividend am deutschen Kapitalmarkt

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

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

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

---

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

2. Bedenken gegenüber dem Einsatz von Scrip Dividends

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

a) Scrip Dividends als „Verschleierungstaktik“[631] – eine angenehme Alternative zum Aufschub harter Allokationsentscheidungen

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

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

628 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Verw. in Fn. 25.
629 Zur diesbezüglichen Notwendigkeit, das vielfach propagierte Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsargument kritisch zu hinterfragen, s. schon die Ausf. und Verw. bei Fn. 25.
630 S. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 71.
631 So e.g. *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8 ff.
632 Zur ‚überragenden‘ Bedeutung des Prinzips der Dividendenkontinuität iRd. Ausschüttungspolitik deutscher Kapitalgesellschaften s. die obigen Ausf. in Kapitel B.III.1.e), B.III.1.f) sowie B.III.2.b).
633 S. zum Ganzen bei *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10. IdS. auch *Maharg-Bravo*, Off Scrip: „*But it is hard to see these [extra shares] as anything other than illusion.*“.
634 S. hierzu bereits die obigen Ausf. und Verw. in Fn. 30.
635 *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10.
636 *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

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

---

637 Zur Affinität von Ölriesen zum Einsatz von Scrip Dividends s. bereits die obigen Ausf. und Nachw. in den Fn. 79 und 80.
638 S. *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8. IdS. auch *Maharg-Bravo*, Off Scrip.
639 S. hierzu bereits die obigen Darlegungen in Fn. 275.
640 S. *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 9.
641 *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10.
642 S. *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10.
643 S. *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

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

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

644 S. dazu schon die obigen Ausf. in Kapitel C.III.2.b).
645 S. *Capital Stage*, Dividendenbekanntm. 2014, 2015, 2016 & 2017 sowie *Encavis*, Dividendenbekanntm. 2017 & 2018.
646 S. *M&M*, Festlegung BV 2015, 2016, 2017, 2018 & 2019.
647 S. *Telekom*, Dividendenbekanntm. 2013 & 2014.
648 S. *Telekom*, Dividendenbekanntm. 2015, 2016, 2017, 2018 & 2019.
649 S. *Telekom*, Annahmequote 2017.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

650 S. *Lufthansa*, Dividendenbekannt. 2016, 2017 & 2018.
651 S. *Lufthansa*, Dividendenbekannt. 2019.
652 S. *Vonovia*, Dividendenbekanntm. 2017, 2018 & 2019.
653 S. *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2014 & 2015.
654 S. *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2016.
655 S. *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2017.
656 S. *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2018.
657 S. *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2019.
658 S. *Deutsche Wohnen*, Dividendenbekanntm. 2018 & 2019.
659 S. *DIC*, Dividendenbekanntm. 2018 & 2019.
660 S. *PATRIZIA*, Dividendenbekanntm. 2018 & 2019.
661 S. *W&W*, Dividendenbekanntm. 2014 & 2015.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

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

b) Probleme kollektiven Handelns: Rationale Apathie & Trittbrettfahrereffekte

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

---

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Anzunehmen, diese Probleme würden allein dadurch überwunden, dass jedem Anteilseigner eine Entscheidung abverlangt wird, wäre insofern jedenfalls völlig übereuphorisierend. Die Implementierung von Scrip Dividends ohne Festlegung einer Grundregel für den Fall der Passivität des Aktionärs ist aus praktischen Gesichtspunkten schon kaum möglich. Überdies wäre es auch wenig sinnvoll, dem einzelnen Anteilseigner eine Entscheidung aufzuerlegen, deren Nutzen ihre Kosten nicht übersteigt.[666] 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.[667]

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

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

666 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 492.
667 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 492 f.
668 Vgl. e.g. *Ries*, in: *Schlitt/Grunewald*, KapMR, S. 54; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 687= *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 10.
669 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 493 f.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nerlei sinnvolle Verwendungsmöglichkeit für die einbehaltenen Mittel besteht.[670]

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

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

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

---

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

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

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

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

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

675 IdS. wohl auch *v. Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2: „Nur bei klaren Signalen von Hauptaktionären, die Aktienkomponente anzunehmen, kann von einer gesicherten Transaktion ausgegangen werden. Bei einem hohen Streubesitzanteil ist dies jedoch kaum abzuschätzen.".

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

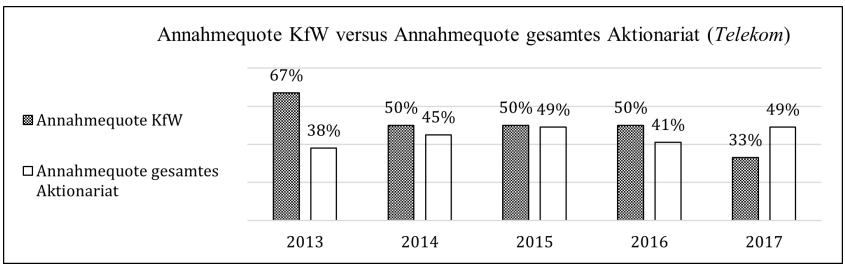

Abbildung 5: Annahmequote KfW versus Annahmequote gesamtes Aktionariat (Telekom); Quelle: Eigene Darstellung.

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

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

678 S. *Telekom*, Geschäftsber. 2018, S. 21.
679 Vgl. in diesem Kontext auch die Zitation in Fn. 675.
680 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 339.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

d) Die Scrip Dividend als Vabanquespiel

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

aa) Gesellschaftsperspektive

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

bb) Aktionärsperspektive

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

681 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 493 f.
682 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 492 f.
683 Zur ‚überragenden' Bedeutung des Prinzips der Dividendenkontinuität iRd. Ausschüttungspolitik deutscher Kapitalgesellschaften s. die obigen Ausf. in Kapitel B.III.1.e), B.III.1.f) sowie B.III.2.b).
684 Zur ‚überragenden' Bedeutung des Prinzips der Dividendenkontinuität iRd. Ausschüttungspolitik deutscher Kapitalgesellschaften s. die obigen Ausf. in Kapitel B.III.1.e), B.III.1.f) sowie B.III.2.b).
685 S. hierzu schon der Nachw. in Fn. 288.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

e) Ungeklärte Rechtsfragen

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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

f) Kostenfaktor

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

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

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

---

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

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

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

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

693 Hierzu schon bei Fn. 125.

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

als Kaufanreizmarge[697] sowie als Sicherheitsabschlag[698] fungierende, Discount iHv. 2–3 %[699] den Erfolg für die Gesellschaft – wenn auch nur in geringfügigem Umfang – zusätzlich mindert) den mit der Transaktion verbundenen kosten- wie auch zeittechnischen Aufwand aus betriebswirtschaftlicher Sicht rechtfertigt.[700] Eine demgemäße, sich selbstverständlich in Abhängigkeit von der (ex ante iaR. unbekannten[701]) Akzeptanzrate beurteilende, Verhältnismäßigkeit kann aber überhaupt erst ab einem hinreichend großen Gesamtdividendenvolumen gegeben sein.[702] Die hieraus zu ziehende Schlussfolgerung, dass Scrip Dividends ein vorwiegend für ‚Großkonzerne' mit hohem Ausschüttungsvolumen interessantes Gestaltungsinstrument sind, findet sich schließlich auch vermöge der obigen Ausführungen in Kapitel C.III.2.a) bestätigt; für den breiten Mittelstand deutscher Kapitalgesellschaften dürften Scrip Dividends aufgrund der Kostenintensität von deren Strukturierung und Implementierung jedenfalls keine Option sein, für kleinere Gesellschaften schon gar nicht.

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

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

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

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

g) Conclusio

Zusammenfassend ist nach alledem zu konstatieren, dass bei der Implementierung von Scrip Dividends stets die Gefahr mitschwingt, dass harte unternehmerische Allokationsentscheidungen, von denen die Zukunft der Gesellschaft abhängt, aufgeschoben werden, während Liquiditätsengpässe mittels des *Treasury*-Instruments Verschleierung finden, mithin letzten Endes schlicht Zeit und – mit Blick auf die Kostenintensivität[706] der Implementierung der Gestaltung viel – Geld verbrannt wird, statt dass bei Investitionen der Rotstift angesetzt oder ein ungesund hohes Ausschüttungsniveau mittels einer Dividendenkürzung bzw. -streichung zurückgefahren wird.

---

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

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

3. Ausblick

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

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

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

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

---

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

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

keiten der Gesellschaft aufweisen, als überaus heikel.[710] Infolge besteht nämlich schlimmstenfalls keinerlei sinnvolle Verwendung für die einbehaltenen Mittel,[711] was insbesondere mit Blick auf das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität'[712] höchst problematisch sein dürfte. Denn: Will die Gesellschaft das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität'[713] auch künftig wahren, so muss sie insbesondere in Anbetracht des Umstandes, dass das dividendenberechtigte Grundkapital infolge der Wahldividendenofferte insoweit steigt, als die Implementierung der Scrip Dividend in Gestalt einer Mittelthesaurierung durch die Aktionäre Erfolg zeitigt, mit einem jedem einbehaltenen Euro wirtschaften können, um so das zur Aufrechterhaltung der *earnings per share* erforderliche (gesteigerte) Gesamtdividendenvolumen zu verdienen[714].

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

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

---

710 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 493 f.
711 Vgl. auch *Strothotte*, Gewinnverwendung, S. 492 f.
712 Zur ‚überragenden' Bedeutung des Prinzips der Dividendenkontinuität iRd. Ausschüttungspolitik deutscher Kapitalgesellschaften s. die obigen Ausf. in Kapitel B.III.1.e), B.III.1.f) sowie B.III.2.b).
713 Zur ‚überragenden' Bedeutung des Prinzips der Dividendenkontinuität iRd. Ausschüttungspolitik deutscher Kapitalgesellschaften s. die obigen Ausf. in Kapitel B.III.1.e), B.III.1.f) sowie B.III.2.b).
714 S. hierzu schon der Nachw. in Fn. 288.
715 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

dass die als Rekompens für die ‚Einbringung' der (Nettobar-[716])Dividendenansprüche zu gewährenden (neuen) Aktien iRe. Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital, vgl. §§ 202 ff. AktG, geschaffen werden, den maßgeblichen Raum einnehmen.

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

D. Das rechtliche Konstrukt der Scrip Dividend: Rechtstechnische Ausgestaltungsvarianten & Abgrenzung zu anderen Gestaltungsinstrumenten

I. Ausgangspunkt der Querelen: Fehlen einer einheitlichen Nomenklatur

Die bereits thematisierten, sich sowohl der Gesellschaft als auch dem Aktionariat beim ersten Zugriff auf die Thematik der Scrip Dividends stellenden und der weiteren Verbreitung des *Treasury*-Instruments äußerst hinderlichen, Kalamitäten bestehen – wie bereits mehrfach angedeutet – nicht zuletzt deshalb, weil es im Sinnzusammenhang der Erscheinung schon an einer einheitlichen Nomenklatur fehlt.

1. Vermeintliche Synonyme & unzutreffende Terminologie

So eröffnet die empirische Untersuchung in Kapitel C.IV, aber auch die Lektüre der einschlägigen Fachpublikationen, dass im Bedeutungsnexus der Scrip Dividend Termini wie „Wahldividende“[717], „Aktiendividende“[718]

---

717 Wie vorstehend propagiert e.g. die Begriffsverwendung bei *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229 ff.; *Blechner*, BO 01/2016, 36; *Damanik,* Aktiendiv., passim; *Döring*, Rendite 2015, B 66; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a; *Kunz*, Aktiendiv., passim; *Messemer*, BZ 194/2014, 10; *Parrandier/Schäfer*, Update B&F, Aktiendiv., 10 f.; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695 ff.; *Schwendemann*, AG 2015, R40 ff.; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 43; *Weber-Grellet*, in: Schmidt, EStG, § 20 Rn. 34; *Wolf,* BZ 243/2014, 9 f.

718 So e.g. *Blechner*, BO 01/2016, 36; *Damanik,* Aktiendiv., passim; *Döring*, Rendite 2015, B 66; *Gätsch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 4 Rn. 68, dort mit Fn. 4; *Hidding,* Cashkurs, Dividendensaison; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a; *v. Korff/Starke*, Aktiendiv., passim; *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3, 5; *Krause*, ZHR 2017, 641, 646 ff.; *Krieger*, Focus Money, Dividenden; *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8 ff.; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 183 Rn. 7; *Mense/Klie*, GWR 2015, 45, 47; *dies.*, GWR 2016, 111, 113; *Messemer*, BZ 194/2014, 10; *Nitsche*, Fin.-Mag., Scrip Dividend; *Parrandier/Schäfer*, Update B&F, Aktiendiv., 10 f.; *Rieckers*, AR 2015, 179; *ders.*, DB 2015, 2131, 2135; *ders.*, DB 2016, 2526, 2531; *ders.*, DB 2017, 2786; *ders.*, DB 2019, 107, 113; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695 ff.; *Schwendemann*, AG 2015, R40 ff.; *Sickinger/Zipperle*, AG 2015, R189 f.; *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24; *Wettich*, AG 2015, 534,

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

oder „Stockdividende“[719] sowohl als Synonyme für erstgenanntes Gestaltungsinstrument wie auch zueinander verwendet werden, wobei in der Sache freilich keineswegs immer das Gleiche gemeint ist.

Zur Aufdeckung der Paradoxien dieser ambivalenten Begriffsverwendung müssen zudem noch nicht einmal Werke verschiedener Autoren nebeneinandergelegt werden, sind entsprechende Inkonsequenzen iRd. Begriffsverwendung sowie hieraus resultierende Widersprüche doch teilweise bereits den Ausführungen ein und desselben Autors immanent.

Während die in diesem Bezugsrahmen von *Arntz/Remmel* vorgenommene Betitelung der Wahldividende als „unechte Sachdividende“[720] aufgrund der fehlenden semantischen Definiertheit des verwendeten Neologismus nicht explizit als falsch von der Hand gewiesen werden kann, setzen z.B. *Bünder*[721] wie auch *Drinhausen*[722] und *Krieger*[723] die von der *Telekom* gewährte ‚Aktiendividende‘ ausdrücklich – und damit unzutreffend[724], wie im Laufe des Kapitels zu zeigen sein wird – mit einer Sachdividende (iSd. § 58 Abs. 5 AktG) gleich[725].

Allerdings kommt es wohl nicht von ungefähr, dass die vorgenannten Autoren diesem Irrtum aufsitzen, ist die Semantik des am häufigsten im Kontext der Scrip Dividend verwendeten[726] Determinativkompositums ‚Aktiendividende‘ doch mehrdeutig und umfasst seiner Denotation nach generalisierend die Gewährung einer ‚Dividende in Form von Aktien‘.

2. Dividendenförmige bzw. ‚dividendenähnliche‘ Zuteilung von Anteilen an der Gesellschaft an das Aktionariat

Diesbezüglich kann die dividendenförmige Zuteilung eigener (derivativ, z.B. gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG erworbener) Aktien jedoch einzig und

---

535; *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8 f.; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 43; *Wolf,* BZ 243/2014, 9 f.

719 S. dazu schon die Nachw. oben in Fn. 47.

720 S. *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 230.

721 *Bünder*, FAZ, Telekom, der fabuliert die Sachdividende käme bilanziell einer Kapitalaufstockung gleich.

722 *Drinhausen*, in: Heidel, AktG, § 58 Rn. 49.

723 *Krieger*, Focus Money, Dividenden.

724 Hierzu auch schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 101.

725 Sachdividenden und Scrip Dividends gleichsetzend auch *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 84a, wenn auch nicht im Kontext der seitens der *Telekom* offerierten Scrip Dividends.

726 Vgl. dazu bereits die Ausf. oben in Kapitel C.IV.1.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

allein iRd. Ausschüttung einer Sachdividende[727] iSd. § 58 Abs. 5 AktG[728] erfolgen,[729] wenn daneben auch freilich anderweitige rechtsarchitektonische Gestaltungen wie (1) die Ausgabe junger Aktien iRe. Kapitalerhöhung gegen (Sach-)Einlage von Dividendenansprüchen gemäß § 182 Abs. 1 iVm. § 183 Abs. 1 AktG bzw. § 202 Abs. 1 iVm. § 205 AktG, jeweils iVm. §§ 33 Abs. 3–5, 34 und 35 AktG sowie (2) die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG (aus dem Bilanzgewinn des abgelaufenen Geschäftsjahres, vgl. § 208 Abs. 1 S. 1 a.E. AktG[730]) und die damit einhergehende Ausgabe verhältniswahrender Berichtigungsanteile gemäß § 212 S. 1 AktG[731] denkbar sind, die eine ‚dividendenähnliche'[732] Zuteilung von Aktien ermöglichen.

---

727 IRd. Arbeit wird in Anknüpfung an die vom Gesetzgeber verwendete Terminologie ein enger Sachausschüttungs- bzw. Sachdividendenbegriff verwendet. Dies anbelangend hatte bereits unter Geltung des früheren Rechts ein Teil der Lit. dafür plädiert, zwischen Sachausschüttungen als Verteilung von Bilanzgewinn und Sachvorteilsgewährung als Zuwendung von Vermögen außerhalb der Gewinnverteilung zu differenzieren, s. bspw. *Tübke*, Sachausschüttungen, S. 121 und 143. In diesem Kontext ist der Terminus technicus ‚Sachausschüttung' jedoch spätestens mit Einfügung des § 58 Abs. 5 AktG vom Gesetzgeber explizit dergestalt ‚belegt' worden, dass hierunter ausschließlich die Verteilung von Bilanzgewinn an die Aktionäre zu fassen ist. Einer Verwässerung des Begriffs derart, dass auch die Zuwendung von Vermögen außerhalb der Gewinnverteilung unter den Terminus gefasst wird, ist daher entgegenzutreten (abw. *Hirte*, TransPuG, Kapitel 1, Rn. 76).

728 Vgl. hierzu auch Begr. RegE TransPuG, BT-Drs. 14/8769, S. 12 sowie *Drinhausen*, in: Heidel, AktG, § 58 Rn. 50; *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 164; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 58 Rn. 45; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 31, 32; *Grund*, Sachdiv., S. 36 f.; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 133, 139, 171; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 32; *Leinekugel*, Sachdiv., S. 3.

729 Grundlegend zu diesem Verfahren sogleich in Kapitel D.III.1.a).

730 Zum hierzu erforderlichen zweischrittigen Vorgehen s. die nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.I.2.a).

731 Grundlegend zu diesem Verfahren sogleich in Kapitel D.I.2.a). Eingehend zur Abgrenzung dieser legislatorischen Konzeption von der Ausschüttung eigener Aktien iRe. Sachdividende die Ausf. in Kapitel D.III.1.a)aa).

732 Insofern müssen e.g. die Ausf. bei *Fock/Wüsthoff*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 207 Rn. 4 („Die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln kann zudem dazu genutzt werden, an die Aktionäre keine Bardividende, sondern eine Dividende in Form von jungen Aktien auszuschütten (Aktiendividende).") explizit als fehlgehend von der Hand gewiesen werden, wie die Ausf. in Kapitel D.III.1.a)aa) aufzeigen.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Insofern dürfte vorstatuierte Faktizität, dass die Bemühungen um die aus juristischer Warte gebotenen Differenzierungen[733] nur äußerst bedingt gelingen, letztlich darauf zurückzuführen sein, dass alle drei vorgenannten Strukturierungen ob des Umstandes, dass es sich aus rechtlicher Perspektive um solche äußert divergenter Art handelt, die der Gesetzgeber völlig unterschiedlichen Regelungen bzw. Regelungsregimen unterworfen hat, im Kern sinnbetörender Weise eines gemeinsam haben: ‚Geleistet' wird jeweils aus dem Bilanzgewinn oder entsprechenden bilanzgewinnnahen Positionen[734].[735]

a) ‚Aktiendividende' bzw. ‚*stock dividend*' infolge Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG

In diesem Kontext findet sich die Notio ‚Aktiendividende' in der juristischen Fachliteratur weit überwiegend[736] iSd. aus der angelsächsischen Rechtspraxis bekannten ‚stock dividend' konnotiert. Dahinter verbirgt sich die bereits erwähnte Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß

733 Hierzu e.g. *Grund*, Sachdiv., S. 29 ff.; *Leinekugel*, Sachdiv., S. 3. Im Kontext der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln *Förschle/Kropp*, in: Winkeljohann/Förschle/Deubert, Sonderbilanzen, Kapitel E Rn. 11.

734 Letzteres bezieht sich auf die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln. Vgl. in diesem Kontext auch schon die Ausf. in Kapitel B.I.2 in Bezug darauf, dass insbesondere sog. andere Gewinnrücklagen (in früherer, eingängigerer Terminologie „freie Rücklagen" (s. dazu schon die Nachw. bei Fn. 196)) frei wieder aufgelöst und somit in späteren Geschäftsjahren iRd. § 158 Abs. 1 Nr. 3 AktG dazu verwendet werden können, den Bilanzgewinn zu erhöhen.

735 S. dazu auch die Ausf. bei *Krause*, ZHR 2017, 641, 685. Grundlegend hierzu *Lutter/Zöllner*, ZGR 1996, 164, 178 ff. Vgl. ferner auch *Hirte*, JZ 1998, 201 f.

736 So z.B. in aller Deutlichkeit *Baums*, Ber. RKCG, Rn. 199. Ebenso *ders.*, Unternehmensfin., § 10 Rn. 33; *Fock/Wüsthoff*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 207 Rn. 4, § 208 Rn. 12; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 125, dort mit Fn. 342, Rn. 139; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 207 Rn. 4, § 208 Rn. 5 a.E.; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 208 Rn. 4; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 207 Rn. 2; *Schröer/Heusel*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 26 Rn. 15; *Simons*, in: Hölters, AktG, § 208 Rn. 14 und § 207 Rn. 9. Ebenfalls idS.: *Loos*, RIW 1991, 124, 125; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 2; *Than*, Festgabe Heinsius, WM Sonderheft 1991, 54 ff. Nur *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 164 und *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 132–134 scheinen das Begriffspaar ‚Aktiendividende/*stock dividend*' auch auf Gestaltungen iRd. § 58 Abs. 5 AktG zu beziehen, wobei letzterer die Termini in einem völligen Wirrwarr verwendet (dazu sogleich) und Scrip Dividends mit *stock dividends* gleichzusetzen wollen scheint.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

§§ 207 ff. AktG, iRd. auf Grundlage eines entsprechenden Hauptversammlungsbeschlusses (vgl. § 207 Abs. 1 AktG) eine Umwandlung von Kapital- und/oder Gewinnrücklagen in Grundkapital stattfindet, wodurch – notwendigerweise bei Nennbetragsaktien, fakultativ bei Stückaktien, s. § 207 Abs. 2 S. 2 Hs. 1 AktG[737] – neue, zumeist als „Gratisaktien"[738] bezeichnete, Anteile entstehen,[739] die dem Aktionariat gemäß § 212 Abs. 1 AktG ipso iure automatisch, d.h. im Zweifel ohne Wissen und Wollen des jeweiligen Anteilseigners, nach Maßgabe der bisherigen Beteiligung zugeordnet werden.[740]

b) Ausschüttung von *Treasury Shares* iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG

Freilich aber wird auch die zuletzt vorgestellte Terminologie nicht einheitlich gebraucht. So versteht z.B. *Bayer* unter „Aktiendividenden", die er gleichsam auch als „*stock dividends*" bezeichnet,[741] Sachdividenden in Form eigener Aktien. Er formuliert:

> „Die Ausschüttung eigener Aktien *im Wege der Sachdividende* kommt zum einen in Betracht, wenn die Aktiengesellschaft solche Aktien deri-

737 Wenn es sich um Stückaktien handelt, kann die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß § 207 Abs. 2 S. 2 Hs. 1 AktG auch ohne Ausgabe neuer Aktien durch bloße Erhöhung der Grundkapitalziffer, wodurch sich der rechnerische Anteil einer Stückaktie am Grundkapital erhöht, ausgeführt werden.

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

739 Im Vereinigten Königreich spricht man in diesem Sachzusammenhang von „*capitalization of profits*", verbunden mit der Ausgabe von „*bonus shares*", während sich in Frankreich in letzterem Zusammenhang der Ausdruck „*attribution des actions gratuites*" einbürgerte.

740 Nach hM. handelt es sich nicht lediglich um ein Bezugsrecht, sondern um einen unmittelbaren dinglichen Rechtserwerb, weshalb auch ein Verzicht nicht möglich ist. Näher: OLG Dresden, Urt. v. 09.02.2001 – 15 W 129/01, AG 2001, 532 f.; *Arnold*, in: MüKo, AktG, § 212 Rn. 5 ff. (dort ganz explizit in Rn. 8); *Fock/Wüsthoff*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 212 Rn. 2; *Hirte*, in: GK, AktG, § 212 Rn. 8; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 212 Rn. 2; *Lutter*, in: KK, AktG, § 212 Rn. 3; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 212 Rn. 2 ff., dort ganz ausdrücklich in Rn. 4; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 58; *Simons*, in: Hölters, AktG, § 212 Rn. 2. AA. in Bezug auf die von § 212 S. 2 AktG angeordnete Nichtigkeitssanktion: *Steiner*, DB 2001, 585, 586; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 212 Rn. 2. Kritisch auch *Hirte*, in: GK, AktG, § 212 Rn. 15.

741 S. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 132 (keine Hervorhebung im Original).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

> vativ erworben hat (z.B. gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG), *zum anderen iRe. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff. AktG)*."[742]

Doch können, wie im nachfolgenden Kapitel D.III.1.a)aa) eingehend dargelegt wird, im Rahmen der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG geschaffene „Gratisaktien"[743] gerade nicht im Rahmen einer Sachdividende ausgeschüttet werden.

Allerdings wird dergestalt häufig nur unzureichend und kaum reliabel zwischen der Sachdividende iSv. § 58 Abs. 5 AktG und der Ausgabe von „Gratisaktien"[744] iRd. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG abgegrenzt.

Vor diesem Hintergrund vermag schließlich auch die ambigue, das angedeutete terminologische Wirrwarr besonders deutlich offenbarende, Begriffsverwendung iRd. nachfolgend in Ausschnitten zitierten Einladung der *PATRIZIA Immobilien AG* zur ordentlichen Hauptversammlung 2015[745] nicht verwundern:

> „Punkt 6 der Tagesordnung
> Beschlussfassung über die Erhöhung des Grundkapitals aus Gesellschaftsmitteln und die entsprechende Änderung der Satzung der Gesellschaft
> Vorstand und Aufsichtsrat schlagen vor, folgende *Erhöhung des Grundkapitals aus Gesellschaftsmitteln (‚Aktiendividende')* und entsprechende Satzungsänderungen zu beschließen: [...].
> [...]
> Punkt 7 der Tagesordnung
> Beschlussfassung über die Ermächtigung zum Erwerb und zur Verwendung eigener Aktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG und zum Ausschluss des Bezugsrechts
> [...]

---

742 *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 133 (keine Hervorhebung im Original). Ähnlich fehlgehend e.g. *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229 und 230; *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 106; *Fock/Wüsthoff*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 207 Rn. 4, § 208 Rn. 12; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 139, 171, damit jedoch bedingt widersprüchlich zu den Ausf. in Rn. 140; *W. Müller*, in: Beck'sches Hdb. AG, § 8 Rn. 34; *Simons*, in: Hölters, AktG, § 208 Rn. 14. Explizit zum hier bemängelten Fehlverständnis *Grund*, Sachdiv., S. 77, dort mit Fn. 193.

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

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

745 S. *PATRIZIA*, Einl. HV 2015 (keine Hervorhebung im Original).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

> d) Verwendung
> [...]
> ff) Die Aktien können allen Aktionären angeboten werden, damit diese *gegen (auch teilweise) Abtretung ihres mit dem Gewinnverwendungsbeschluss der Hauptversammlung entstandenen Anspruchs auf Auszahlung der Dividende eigene Aktien beziehen können (Aktiendividende)*.".

c) Weitere Fehlverständnisse infolge irreführender Terminologie

Ebenso wenig versetzt es in Anbetracht der vorangegangenen Ausführungen in Erstaunen, dass – wie bereits die Ausführungen in Kapitel A.II.2 erhellen – auch *Blechner* einem Fehlverständnis von der rechtlichen Konstruktion der seitens der *Telekom* offerierten Scrip Dividenden unterliegt, wenn er formuliert

> „2015 nutzte bereits die Hälfte der Telekom-Aktionäre (49 Prozent) die Aktiendividende. Statt 50 Cent in bar erhielten sie eine *Gratisaktie* [...]."[746]

und damit den eindeutig seitens der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln belegten Begriff „Gratisaktien"[747] verwendet.

Eine ähnliche Fehlinterpretation klingt letztlich auch bei *Koch* an, so dieser im Kontext der Verwendung eigener Aktien zur Implementierung einer Wahldividende – freilich ohne dabei die *Reverse*-Struktur vor Augen zu haben, sondern vielmehr das Scrip Dividend ‚Modell *E.ON*' in den Blick nehmend – auf seine Ausführungen zur Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln verweist.[748]

d) Lösungsansatz

Zentral ist es folglich, zunächst mit diesen terminologischen Mängeln aufzuräumen. Anstatt esoterischen Missbrauch am Terminus technicus ‚Scrip

---

746 *Blechner*, BO 01/2016, 36 (keine Hervorhebung im Original).

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

748 S. *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a: „Alternativ kommt auch Einsatz eigener Aktien in Betracht (Winter-Schieszl/Haberl AG 2015, R 8; → § 207 Rn. 4).".

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Dividend' zu betreiben und diesen wie viele andere Autoren im Wege kreativer Neologismenbildung sowie fehlgehender Begriffsgleichsetzungen inhaltlich aufzuladen, soll die sich hinter dem Begriff verbergende Gestaltung daher nachfolgend ‚von unten her', unter Rekurs auf den für die Implementierung der Scrip Dividend maßgeblichen Impetus, qua Entwicklung divergierender rechtlicher Strukturierungsvarianten eines Dividendenwahlrechts, ‚materialisiert' werden.

Diesbezüglich sollen iRd. angestrebten ‚Materialisierung von unten her' neben den bisher am deutschen Kapitalmarkt praktizierten Erscheinungsformen der Scrip Dividend auch weitere – soweit ersichtlich bislang ungewürdigt gebliebene – Strukturierungsvarianten analysiert werden, beziehentlich derer die – den Blick nach Frankreich und Spanien richtende – rechtsexegetische Komparatistik zusätzlichen Erkenntnisgewinn verspricht.

Dergestalt soll unter anderem eruiert werden, inwiefern ein entsprechendes Dividendenwahlrecht auch unter dem Dach des § 58 Abs. 5 AktG strukturiert werden kann.

Ferner gilt es, die Nähe der Scrip Dividend zum ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren, das bis zur Einführung des Halbeinkünfteverfahrens im Jahr 2001 wegen der unterschiedlichen Körperschaftsbesteuerung von ausgeschütteten Gewinnen attraktiv war, seither aber seine Bedeutung verloren zu haben schien,[749] zu ergründen,[750] mutet doch schließlich an, dass spezifisch diejenige Variante[751] dieses Verfahrens, bei der die Dividendenforderungen stehen gelassen und dem Aktionariat angeboten wird, diese – rechtsuntechnisch gesprochen – gegen Aktien ‚einzutauschen', nunmehr in Gestalt der als *Forward*-Struktur ‚Modell *Telekom*' konzeptualisierten Scrip Dividend seine Renaissance eingeläutet hat.

In Anbetracht der in diesem Nexus noch aufzuzeigenden rechtskompositionellen Parallelen[752] der *Forward*-Strukturen mit der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, spezifisch vor dem Hintergrund des BGH-Urteils vom 26. Mai 1997[753], wird überdies zu erörtern sein, ob die iRd. ‚Einbrin-

749 Zu diesem Aspekt s. bereits die obigen Ausf. in Kapitel C.II.2 mwN. zur vorgehend postulierten Faktizität in Fn. 363.

750 S. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 366.

751 Zu den verschiedenen Varianten dieses teilweise auch als ‚Ausschüttungs-Rückhol'-Verfahren bekannten Verfahrens s. auch die Ausf. unten in Kapitel C vor C.IV mwN. in Fn. 361.

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

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gung der Dividendenansprüche gegen Anteilsgewährung' erfolgende ‚Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital' (auch) vermöge sinngemäßer Anwendung der §§ 207 ff. AktG vonstatten gehen kann.

Insofern nämlich ist den vom Gesetzgeber grundsätzlich divergent ausgestalteten Kapitalerhöhungsverfahren der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen (vgl. § 182 Abs. 1 AktG iVm. § 183 Abs. 1 AktG bzw. § 202 Abs. 1 iVm. § 205 AktG, jeweils iVm. §§ 33 Abs. 3–5, 34 und 35 AktG) und derjenigen aus Gesellschaftsmitteln (vgl. §§ 207 ff. AktG) inter alia ein zentraler Grundgedanke gemein: Zur Absicherung des Grundsatzes der realen Kapitalaufbringung ist iR. divergent ausgestalteter Werthaltigkeits- bzw. Angemessenheitsprüfungen zu validieren, ob die einzubringenden Sacheinlagen den (Nenn-)Wert[754] der hierfür gewährten Aktien decken bzw. ob die die qua Passivtausch in Grundkapital umzuwandelnden Rücklagen tatsächlich vorhanden sind.

754 Im Kontext der Sacheinlageprüfung gemäß § 183 Abs. 3 AktG ist umstritten, ob die Prüfung allein dem Zweck dient, Unterpari-Emissionen zu verhindern und sich der Prüfer demnach nur Gewissheit darüber zu verschaffen hat, ob der Wert der Sacheinlage den geringsten Ausgabebetrag (vgl. § 9 Abs. 1 AktG) der hierfür zu gewährenden Aktien erreicht, oder ob sich die Prüfung darüber hinaus auch auf ein etwaiges (korporatives bzw. schuldrechtliches) Agio erstreckt. Ersteres entsprach lange Zeit der ganz überwiegenden Meinung und wird bis heute vereinzelt angenommen, während das Verständnis der gegenwärtigen hM. wohl dahin geht, dass eine derartige Konzeption der Sacheinlageprüfung gegen Art. 49 Abs. 2 EU-Gesellschaftsrechts-RL (RL 2017/1132/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts, ABl. EU Nr. 169/46 v. 30.06.2017) verstößt. Eingehend zum Ganzen anstatt vieler *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 183 Rn. 62, allerdings noch unter Geltung des zwischenzeitlich obsolet gewordenen, zu vorgenannter Regelung wortlautidentischen, Art. 10 Abs. 2 Kapital-RL (ursprünglich RL 77/91/EWG, ABl. EG Nr. L 26/1 v. 31.01.1977, S. 1 ff., geändert vermittels RL 2006/68/EG, ABl. EU Nr. L 264 v. 25. September 2006, S. 32 ff., neugefasst durch RL 2012/30/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober 2012 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften iSd. Art. 54 Abs. 2 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der AG sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, ABl. EU Nr. L 315 v. 14.11.2012, S. 74 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

II. Weiterer ‚Problemherd': Die Bardividende als ein überholtes historisches Leitbild des Aktiengesetzes

Keimpunkt der Überlegungen der angestrebten ‚Materialisierung' des *Treasury*-Instruments ‚von unten her' müssen insofern freilich die bereits in Kapitel A.IV (dort unter A.IV.5 und A.IV.6) angeschnittenen und in Kapitel B.I und II vertieften rechtlichen Rahmenbedingungen der Ausschüttungspolitik sein. Den dortigen Ausführungen nach ist Voraussetzung für eine jede Ausschüttung, infolge auch grundsätzlich[755] derer von Scrip Dividends, dass der HGB-Abschluss einen ausschüttungsfähigen Bilanzgewinn für das letzte Geschäftsjahr ausweist, vgl. § 57 Abs. 1, Abs. 3 AktG.

Dies unterstellt, resultieren jedoch im Hinblick auf das Angebot eines Dividendenwahlrechts verschiedentliche Querelen aus derjenigen Faktizität, dass der deutsche Gesetzgeber die Ausschüttung von Scrip Dividends – anders als andere europäischen Rechtsordnungen dies tun[756] – nicht, jedenfalls nicht explizit, vorgesehen hat.

Ganz im Gegenteil hierzu ist der in § 58 Abs. 4 AktG normierte Anspruch der Aktionäre auf den verteilungsfähigen Bilanzgewinn grundsätzlich auf Zahlung in Geld gerichtet;[757] wenn auch kein expliziter Bestand-

---

755 Anders liegt es allein im Kontext der bereits eingangs in Kapitel A.II.1 sowie eingehend in Kapitel D.III.4 thematisierten *Reverse*-Struktur, iRd. keine Gewinnausschüttung stattfindet, sondern vielmehr ein Ausschüttungssurrogat konzipiert wird. Vgl. hierzu insbesondere auch die Ausf. in Kapitel D.III.1.a)aa).

756 Hierzu bereits oben in Kapitel A.IV.5. Zur Existenz entsprechender Regelungsregime im französischen und spanischen Recht siehe bereits die obigen Ausf. und Verw. in den Fn. 90 und 92.

757 Begr. RegE TransPuG, BT-Drs. 14/8769, S. 12; *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 126; *Butzke*, HV, Kapitel H Rn. 85; *Drinhausen*, in: Heidel, AktG, § 58 Rn. 43; *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 132; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 58 Rn. 45; *Hefermehl/Bungeroth*, in: G/H/E/K, § 58 Rn. 124; *Henze*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 95; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 28; *Kropff*, in: G/H/E/K, § 174 Rn. 28; *Leinekugel*, Sachdiv., S. 110 mwN. aus dem älteren Schrifttum in Fn. 418, die selbst jedoch aA. ist; *Lutter/Leinekugel/Rödder*, ZGR 2002, 204, 207 f.; *W. Müller*, NZG 2002, 752, 757; *Schnorbus*, ZIP 2003, 509, 510; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 31; *Westermann* in: Bürgers/Körber, AktG, § 58 Rn. 30a. Aus der Rspr. RG, Urt. v. 05.04.1884 – I 57/84, RGZ 11, 160, 161: „Barmittel zur Auszahlung des Gewinns". Entgegen der hM. e.g. *Leinekugel*, Sachdiv., S. 107 ff. (interessant sind insofern insbesondere die geschichtlichen Erwägungen, s. S. 111, sowie die Ausf. zu den von der hM. angeführten Wortlautargumenten, s. S. 121 ff.). Ebenso (unter Hinweis auf *Leinekugel*): *Hasselbach/Wicke*, NZG 2001, 599 f. sowie eingehend *Tübke*, Sachausschüttungen, S. 20 ff., der selbst weder die hM. noch *Leinekugels* Minderheitsmeinung für überzeugend hält.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

teil der lex scripta,[758] wird dieses vielfach als ‚Leitbild der Bardividende' bezeichnete Maxime doch an verschiedenen Passagen im Gesetz deutlich, indem es dort vom Gesetzgeber stillschweigend vorausgesetzt wird, wie exempli gratia die §§ 60 Abs. 2, 233 Abs. 2 S. 1, 254 Abs. 1 AktG, die von der beliebigen Teilbarkeit der Ausschüttung ausgehen, offenbaren.[759]

Zu bestätigen vermögen dies schließlich auch die Historie des sowie das argumentum e contrario zu § 58 Abs. 5 AktG. So waren sowohl die Zulässigkeit von Sachdividenden an sich wie auch deren etwaige Zulässigkeitsvoraussetzungen vor Einfügung des § 58 Abs. 5 AktG hoch umstritten;[760] ihre gesetzgeberische Legitimation erfuhren Sachausschüttungen erst im Jahre 2002, als das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) vom

758 Teilweise wird sogar behauptet, das gesetzliche Leitbild der Bardividende komme im Wortlaut des Aktiengesetzes zum Ausdruck, namentlich indem verschiedene Vorschriften im Zusammenhang mit der Gewinnverteilung semantisch pekuniär konnotierte Termini wie ‚Beträge' (vgl. die §§ 60 Abs. 2, 62 Abs. 1, 254 Abs. 1 AktG) bzw. ‚Zahlung' (vgl. die §§ 59 Abs. 3, 233 Abs. 2 AktG) verwenden, mit denen der Gesetzgeber zum Ausdruck bringe, dass der mitgliedschaftliche Gewinnbeteiligungsanspruch stets auf Zahlung in Geld gerichtet ist, vgl. *Lutter*, in: KK, AktG, § 225 Rn. 50. AA.: *Leinekugel*, Sachdiv., S. 121 ff.

759 Hierzu auch *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 126; *Hefermehl/Bungeroth*, in: G/H/E/K, § 58 Rn. 124; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 130; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 31. AA.: *Leinekugel*, Sachdiv., S. 107 ff.; *Tübke*, Sachausschüttungen, S. 20 ff.

760 Sachdividenden waren vor Einfügung des § 58 Abs. 5 AktG durch das TransPuG im Jahre 2002 zwar wohl zulässig, bedurften aber nach hM. der Zustimmung aller Aktionäre, s. *Baums*, Ber. RKCG, Rn. 200; *Hefermehl/Bungeroth*, in: G/H/E/K, § 58 Rn. 124; *Fussan*, Organe, S. 472; *Henze*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 94 sowie *ders./Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 130 mwN. aus dem älteren Schrifttum in Fn. 356; *Kropff*, in: G/H/E/K, § 174 Rn. 28; *Lehmann*, Aktiengesellschaften, S. 415 f.; *Lutter*, in: KK[2], AktG, § 58 Rn. 107 f.; *W. Müller*, NZG 2002, 752, 757; *Hoffmann-Becking*, ZHR-Beih. 71 (2002), 215, 220; *Rauch*, Kapitalerhöhung, S. 138 f.; vgl. auch *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 126 ff.; *Leinekugel*, Sachdiv., S. 114 ff. mwN. aus dem älteren Schrifttum in den zugehörigen Fn.; *Lutter/Leinekugel/Rödder*, ZGR 2002, 204, 207 ff. sowie *Tübke*, Sachausschüttungen, S. 49 f., die jedoch selbst jeweils eine aA. vertraten. Empfehlenswert für eine zusammenfassende Übersicht zum Streitstand unter Geltung des alten Rechts sind die Ausf. bei *Grund*, Sachdiv., S. 38 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

19. Juli 2002[761] dem § 58 AktG besagte Regelung in Abs. 5 hinzufügte.[762] Und auch seither sind Sachdividenden nur unter bestimmten, gegenüber Bardividenden erhöhten, Voraussetzungen angängig. So wird es vom Gesetzgeber unter dem Gesichtspunkt des ‚Überraschungsschutzes des Aktionärs'[763] für erforderlich gehalten, dass die Satzung eine die Auskehrung des Bilanzgewinns in Form von Sachwerten zulassende Ermächtigung enthalten muss,[764] vgl. § 58 Abs. 5 AktG, wenn auch die Umsetzung einer konkreten Sachdividende sodann im Gleichlauf mit derjenigen einer Bardividende erfolgt, mithin entsprechend der in den §§ 174 Abs. 2 Nr. 2 Alt. 2, 58 Abs. 5 AktG niedergelegten legislatorischen Konzeption einen Gewinnverwendungsbeschluss der Hauptversammlung gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 2, 58 Abs. 3 AktG iVm. § 58

761 Vgl. Art. 1 Nr. 3 lit. b) des Gesetzes zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz) v. 19.07.2002, BGBl. I, S. 2681 ff. Zu den Schritten im Gesetzgebungsverfahren und den Hintergründen vgl. *Seibert*, NZG 2002, 608, 613; *Schüppen*, ZIP 2002, 1269 f. sowie *Baums*, Ber. RKCG.

762 § 58 Abs. 5 AktG ist inhaltlich ohne Vorläufer. Vor dessen Geltung existierte im deutschen Aktienrecht keine gesetzliche Normierung der Zulässigkeit oder der Voraussetzungen einer anders als in Bargeld gearteten Dividende. Vgl. dazu auch *Seibert*, NZG 2002, 608, 609: „echte Novität in Deutschland".

763 Begr. RegE TransPuG, BT-Drs. 14/8769, S. 12: „Die Satzungsbestimmung dient dem Überraschungsschutz des Aktionärs. Er soll die Möglichkeit haben, bereits lange vor der Hauptversammlung, in der eine Sachdividende beschlossen wird, zu erfahren, dass dies in der betreffenden Gesellschaft grundsätzlich möglich ist.". Eingehend hierzu *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 148; Vgl. e.g. auch *DAV*, NZG 2002, 115; *W. Müller*, NZG 2002, 752, 757; *Hirte*, TransPuG, Kapitel 1 Rn. 78; *Schnorbus*, ZIP 2003, 509, 511; *Strunk/Kolaschnik*, TransPuG, S. 67; *Waclawik*, WM 2003, 2266, 2268. Teilweise (wohl aber zu Unrecht) abw. *Ihrig/Wagner*, BB 2002, 789, 796 sowie *Knigge*, WM 2002, 1729, 1736. Gegen die Überzeugungskraft vorbezeichneter Überlegung bspw. *Tübke*, Sachausschüttungen, S. 49 f., der die Existenz eines schutzwürdigen Vertrauens des Aktionariats auf eine Barausschüttung mit der Argumentation ablehnt, dass die Hauptversammlung im Gewinnverwendungsbeschluss auch die Nichtausschüttung des Gewinns beschließen kann.

764 Eine derartige Satzungsbestimmung kann in der Ursprungssatzung enthalten sein oder auch nachträglich durch Satzungsänderung gemäß §§ 179 ff. AktG geschaffen werden. Hierzu e.g. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 129; *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 103; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 38; *Hoffmann-Becking*, ZHR-Beih. 71 (2002), 215, 222; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 31; *W. Müller*, NZG 2002, 752, 757; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 34.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Abs. 5 AktG voraussetzt, mit dem sich diese vermittels einfachen Mehrheitsentscheids[765] für die entsprechende Ausschüttungsform entscheidet.

Darin aber, dass das ‚Ob' der Zulässigkeit sowie die Zulässigkeitsvoraussetzungen von Sachdividenden so lange umstritten waren[766] und nicht nur bis heute den praktischen Ausnahmefall bilden[767], sondern ausweislich der gesetzlichen Regelungen auch nach wie vor nur erhöhten Voraussetzungen statthaft sind, sprich nur dann, wenn ein entsprechendes Satzungsstatut Sachausschüttungen legitimiert, tritt der Ausnahmecharakter von Sachdividenden und damit letztlich auch das gesetzliche Leitbild der Bardividende offen zutage.

Durch Innovationen wie die Scrip Dividend zeigt die Praxis jedoch, dass das vorerwähnte tradierte aktiengesetzliche ‚Leitbild der (reinen) Bardividende' – wie auch die früher herrschende, Usance – überholt ist. Mittels der Erfindung der Wahldividende hat sich der Markt ein seinem Bedürfnis an Flexibilität gerecht werdendes Ausschüttungsinstrument geschaffen, das gewissermaßen versucht, Elemente zweier vom AktG dezidiert vorgesehener Ausschüttungsformen, namentlich Bar- und Sachdividende, zu verquicken.

---

765 Die Beschlussfassung über die Gewinnverwendung (vgl. § 174 AktG) erfolgt grundsätzlich mit einfacher Stimmenmehrheit (vgl. § 133 Abs. 1 AktG), sofern die Satzung nicht das Erfordernis einer qualifizierten Mehrheit oder weitere Erfordernisse bestimmt. Für den auf Grundlage der Satzungsermächtigung zu fassenden Sachausschüttungsbeschluss gilt nach hM. nichts anderes, vgl. Begr. RegE TransPuG, BT-Drs. 14/8769, S. 12. Aus der Lit.: *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 129 mwN. in Fn. 357; *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 105; *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 174; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 39; *Hirte*, TransPuG, Kapitel 1 Rn. 81; *Hoffmann-Becking*, in: MHdb. GesR IV, § 47 Rn. 32; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 32; *Lange*, in: Hennsler/Strohn, GesR, § 58 Rn. 16; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 37; *ders.*, WM 2003, 2267, 2268. Der gegenteilige Vorschlag des *DAV*, ein zwingendes qualifizierendes Mehrheitserfordernis zu normieren, um so die Nähe der Sachausschüttung zur Einziehung und Abspaltung zu betonen (*DAV*, NZG 2002, 115, 116. Ebenso: *Hoffmann-Becking*, ZHR-Beih. 71 (2002), 215, 222), ist nicht Gesetz geworden. Vereinzelt werden aber in der Lit. nach wie vor Stimmen laut, die in sog. *Holzmüller*-Konstellationen eine qualifizierte Mehrheit fordern, vgl. hierzu bspw. *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 105 mwN. in Fn. 310.

766 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 760.

767 Vgl. dazu e.g. *Grund*, Sachdiv., S. 60; *Leinekugel*, Sachdiv., S. 6; *Lutter/Leinekugel/Rödder*, ZGR 2002, 204, 206.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Dies hat freilich eine zu konstatierende Regelungsarmut[768] zur Folge, in Anbetracht derer im Folgenden untersucht werden soll, welche rechtstechnischen Ausgestaltungsvarianten geeignet sind, die mit dem Angebot eines Dividendenwahlrechts verfolgten Ziele zu erreichen.

III. Demarkation divergierender rechtsarchitektonischer Konzeptualisierungsvarianten von Scrip Dividends

Den vorstehenden Ausführungen nach muss Anknüpfungspunkt der im Folgenden anzustellenden Überlegungen das Wesen der Scrip Dividend sein. Deshalb ist es unverzichtbar, an dieser Stelle noch einmal in aller Kürze auf den – bereits in der Einleitung dargestellten und in Kapitel B vertieften – Impetus, der deutsche Kapitalgesellschaften zur Implementierung dieses *Treasury*-Instruments veranlasste, zu rekurrieren.

Aus Gesellschaftsperspektive ist Hauptzweck der Konstruktion die Verknüpfung der gegenläufigen Ziele Liquiditätserhalt und Dividendenkontinuität. Ohne die Dividende zu kürzen und den damit verbundenen Kurssturz in Kauf zu nehmen[769] sollen flüssige Mittel zum Zwecke der Innenselbstfinanzierung einbehalten werden. Im Kontext dieser unternehmerischen Zielsetzungen wird formuliert, Gesellschaften suchten „*opportunities for a stealth cut in dividends which they sneak by the market*“[770]. Die Scrip Dividend ermöglicht eben dies: Einem dividendenaffinen Aktionariat kann infolge der Faktizität, dass erfahrungsgemäß ein Teil der Anteilseigner den Bezug von Aktien gegenüber einer Ausschüttung in Geld (bzw. deren funktionales Äquivalent, die Kaufpreiszahlung iRe. Aktienrückkaufs) präferiert,[771] in liquiditätsschonender Art und Weise eine (attraktive) Bardivi-

768 IdS. e.g. auch *Parrandier/Schäfer*, Update B&F, Aktiendiv., 10, die darauf hinweisen, dass eine „klare gesetzliche Regelung“ in Deutschland fehlt. IdS. auch *Krieger*, Focus Money, Dividenden. S. ferner auch die weiteren Nachw. zu „ungeklärten Rechtfragen“ rund um die Scrip Dividend bei Fn. 150.

769 Dies insbesondere mit Blick darauf, dass mit einer Dividendenkürzung oder -streichung verquickte negative Signale wesentlich stärker ausfallen als positive, mit der Initiierung von Dividendenzahlungen bzw. mit der Erhöhung solcher verbundene, s. *Michaely/Thaler/Womack,* JF 50 (1995), 573, 605, sodass negative Ankündigungen häufig einen schweren Kursverfall zur Folge haben. Zu letzterem s. auch *Aharony/Swary*, JF 35 (1980), 1, 6 f.

770 *Brav et al.*, JFE 77 (2005), 483, 501.

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

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

dende bzw. eine dieser im wirtschaftlichen Ergebnis gleichkommende Zahlung eines Erwerbspreises iRd. Aktienrückkaufs angeboten werden.[772]

Willkommene Nebeneffekte hierbei sind die Verbreitung der Eigenkapitalbasis und die stärkere Bindung derjenigen Aktionäre, die das Wahlrecht zugunsten der Aktienoption ausüben. Entscheidender Vorteil für das Aktionariat ist die vermöge einer solchen Offerte gewonnene Flexibilität: Die Wahldividende bietet in Gestalt der Aktienkomponente die Gelegenheit einer schnellen und kosteneffizienten Thesaurierung,[773] während gleichzeitig, ganz nach persönlichem Gusto, auf eine reizvolle Bardividendenausschüttung bzw. deren funktionales Äquivalent, die Kaufpreiszahlung iRe. Aktienrückkaufs, zurückgegriffen bzw. qua partieller Ausübung des Wahlrechts seitens des Anteilseigners nach individuellem Belieben eine Mischform aus Barausschüttung und Aktienzuteilung generiert werden kann.

Auf diesen Darlegungen fußend soll die Scrip Dividend nachfolgend unter simultaner Analyse der hierzulande de lege lata denkbaren rechtlichen Strukturierungsvarianten von anderen Gestaltungsinstrumenten abgegrenzt werden.

1. Die Scrip Dividend als wahlweise ‚echte' Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG

Den vorangegangen Ausführungen nach liegt es nahe, zunächst zu untersuchen, inwiefern es denkbar scheint, die Wesensmerkmale der Scrip Dividend über das Konzept einer (anteiligen) Sachausschüttung abzubilden.

Diesbezüglich vermag der unvoreingenommene Blick in die Historie des Gesetzgebungsverfahrens der im Jahre 2002 durch Art. 1 Nr. 3 lit. b) TransPuG hinzugefügten, seither die Sachdividende normierenden, Vorschrift des § 58 Abs. 5 AktG den Eindruck zu vermitteln, die Regelung sei wie für die Scrip Dividend gemacht. Waren Zulässigkeit wie auch Zulässigkeitsvoraussetzungen einer Sachdividende unter Geltung des früheren Rechts höchst streitig,[774] wurde bei der mit der Erarbeitung von Reformvorschlägen beauftragten Regierungskommission Corporate Governance

772 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.

773 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.

774 S. dazu schon in Kapitel D.II mwN. in Fn. 760.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

doch explizit die Ermöglichung der – schon damals in zahlreichen ausländischen Rechtssystemen zulässigen[775] – „Auszahlung von Dividenden in Form von Aktien der Gesellschaft“[776] angeregt.

Zwar folgte die Einfügung der Norm letztlich doch insofern anderen legislatorischen Intentionen,[777] als die mit der Erarbeitung von Reformvorschlägen beauftrage Regierungskommission Corporate Governance eine entsprechende Regelung vor dem Hintergrund der §§ 207 ff. AktG (vgl. hierzu schon in Kapitel D vor D.II) und mit Blick auf die Möglichkeit, von der Gesellschaft gehaltene eigene Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG unter Einverständnis des jeweils betroffenen Aktionärs sowie unter Wahrung des in § 53a AktG normierten Gleichbehandlungsgrundsatzes iRe. datio in solutum-Vereinbarung iSd. § 364 Abs. 1 BGB, alternativ erfüllungshalber iSv. § 364 Abs. 2 BGB, anstatt der Zahlung einer Bardividende auszugeben, für nicht erforderlich hielt.

Freilich aber ist die Sachdividende in Gestalt gesellschaftseigener Anteile (börsennotierter Gesellschaften[778]) ob des Umstandes, dass desto weniger fungibel der Ausschüttungsgegenstand ist, desto eher aufgrund von unterschiedlichen Verwendungs- und/oder Verwertungsmöglichkeiten für die einzelnen Aktionäre Verstöße gegen das Gleichbehandlungsgebot (vgl. § 53a AktG) und die mitgliedschaftliche Treuepflicht sowie Eingriffe in die Mitgliedschaft des jeweiligen Aktionärs naheliegen, die den betreffenden Sachausschüttungsbeschluss einem erhöhten Anfechtungsrisiko ausset-

775 S. *Baums*, Ber. RKCG, Rn. 199 f. Eingehend zu Rechtslage und Praxis in ausgewählten europäischen Staaten *Leinekugel*, Sachdiv., S. 43 ff.

776 S. *Baums*, Ber. RKCG, vor Rn. 199 unter „6. Aktien- und Sachdividenden“.

777 S. *Baums*, Ber. RKCG, Rn. 199 f.

778 Beziehentlich der nachfolgend geäußerten Bedenken gegen Sachausschüttungen bestehen solche idR. dann nicht, wenn es sich bei den auszuschüttenden Sachwerten um Anteile einer börsennotierten Gesellschaft handelt, da diese einen hohen Fungibilitätsgrad aufweisen, sich deren Marktwert also leicht in Geld realisieren lässt, s. Begr. RegE TransPuG, BT-Drs. 14/8769, S. 13. Vgl. ferner *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 39; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 32 a.E.; *Merkt*, AG 2003, 126, 131; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 686 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 7. Noch zur Rechtslage vor Einfügung des § 58 Abs. 5 AktG: *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 180; *Kropff*, in: G/H/E/K, § 174 Rn. 28; *Lutter/Leinekugel/Rödder*, ZGR 2002, 204, 209 f.: „[...] ist der Aktionär nicht überfordert und nicht tatsächlich benachteiligt, wenn er statt Geld einen Sachgegenstand erhält, den er leicht veräußern kann.“. IdS. auch die Ausf. bei *Lutter*, in: KK, AktG, § 225 Rn. 50, dort allerdings im Kontext von Sachausschüttungen iRv. Kapitalherabsetzungen.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

zen,[779] unter dem Dach des § 58 Abs. 5 AktG seither jedenfalls ohne jeden Zweifel möglich.[780]

Allerdings stellt vorbezeichnete Regelung zweierlei Prämissen für die Verteilung des Bilanzgewinns in Form einer Sachdividende auf. Erstens muss die Satzung eine diese Ausschüttungsform vorsehende ‚Ermächtigung' enthalten.[781] Zweitens muss die Hauptversammlung eine solche (mit einfacher Stimmenmehrheit iSd. § 133 Abs. 1 AktG[782]) beschließen.

Dementsprechend obliegt der Hauptversammlung iRd. Beschlussfassung die Kompetenz (und Pflicht) zur inhaltlichen Konkretisierung der Sachdividende. Der betreffende Hauptversammlungsbeschluss darf es in diesem Kontext insbesondere nicht in das Ermessen der Verwaltung stellen, ob oder mit welchem Wert eine Sachdividende verteilt wird.[783]

Vielmehr obliegt es der Hauptversammlung, die Sachausschüttung hinsichtlich des Wertbetrags des in Sachwerten zu verteilenden (Teils des) Bi-

779 Vgl. e.g. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 129 mwN. in Fn. 364; *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 105 a.E. mwN. in Fn. 316; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 39; *Merkt*, AG 2003, 126, 131; *W. Müller*, NZG 2002, 752, 757; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 686 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 7; *Strunk/Kolaschnik*, TransPuG, S. 68 f.; *Schüppen*, ZIP 2002, 1269, 1277; *Waclawik*, WM 2003, 2266, 2268.

780 So ganz explizit *Butzke*, HV, Kapitel H Rn. 85; *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 164; *Ek*, HV, Rn. 499; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 58 Rn. 59; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 39; *Grund*, Sachdiv., S. 77; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 164 mwN. in Fn. 429; *Hoffmann-Becking*, ZHR-Beih. 71 (2002), 215, 223; *Holzborn/Bunnemann*, AG 2003, 671, 672; *Ihrig/Wagner*, BB 2002, 789, 796; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 32; *Lutter/Leinekugel/Rödder,* ZGR 2002, 204, 206; *Orth*, WPg 2004, 777, 780; *Pöschke/Vogel*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 15 Rn. 11; *Schnorbus*, ZIP 2003, 509, 510; *Seibert*, NZG 2002, 608, 609; *Vetter*, GK, AktG, § 170 Rn. 120. Die Ausschüttung eigener Aktien dagegen pauschal ablehnend *Lutter*, in: KK², AktG, § 58 Rn. 107, der indessen nicht ausreichend zwischen der Ausschüttung eigens gehaltener Aktien iSv. § 71 AktG und der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln zu differenzieren bzw. nur die ‚Ausschüttung' junger Aktien vor Augen zu haben scheint.

781 Hierzu schon die jeweiligen Ausf. und Nachw. bei Fn. 764 und 765.

782 Dazu bereits die Nachw. bei Fn. 767.

783 AllgM. S. z.B. *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 105; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 58 Rn. 59; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 39; *Hennrichs/Pöschke*, in: MüKo, AktG, § 170 Rn. 63; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 162; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 32; *Servatius*, in: Wachter, AktG, § 58 Rn. 17; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 37.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

lanzgewinns zu konkretisieren[784] sowie die zur Ausschüttung anstehenden Gegenstände der Art nach näher zu spezifizieren.[785] In diesem Sachzusammenhang ist, wie aus § 174 Abs. 2 AktG[786] sowie dem Umstand, dass die Sachdividende eine Erfüllungsmodalität iRd. Verteilung des auf Euro dotierenden Bilanzgewinns ist, folgt, eine Bewertung der auszuschüttenden Sachwerte vorzunehmen.[787]

a) De lege lata: *Treasury Shares* als Sachausschüttungsgegenstand

Den Ausschüttungsgegenstand anbelangend wurde vorgehend bereits thematisiert, dass unter den vorgenannten Voraussetzungen prinzipiell auch eigene Aktien börsennotierter Unternehmen die Sachleistung in ‚Dividendenform' bilden können.[788] Allerdings ist die Sachausschüttung von *Trea-*

784 So in aller Deutlichkeit *Hennrichs/Pöschke*, in: MüKo, AktG, § 170 Rn. 63; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 37 sowie *Heine/Lechner*, AG 2005, 269, 271, der in diesem Kontext explizit darauf hinweist, dass nicht der innere Wert der zur Ausschüttung anstehenden Sachwerte, sondern aufgrund des Umstandes, dass der Sachwert zwischen Bewertung und Ausschüttung steigen kann, womit ein Verstoß gegen § 57 AktG zu besorgen sei, der Wertbetrag des (Teils des) Bilanzgewinns, der in Sachen ausgeschüttet wird, anzugeben ist. AA.: *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 161 mwN. in Fn. 470.

785 Vgl. e.g. *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 105; *Drygala*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 174 Rn. 7; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 58 Rn. 59; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 39; *Hennrichs/Pöschke*, in: MüKo, AktG, § 170 Rn. 63, § 174 Rn. 25; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 157; *Holzborn/Bunnemann*, AG 2003, 671; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 32; *Lange*, in: Hennsler/Strohn, GesR, § 58 Rn. 16; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 37.

786 Der Sache nach folgt dies auch schon aus § 170 Abs. 2 AktG.

787 Die Frage, ob die zur Sachausschüttung vorgesehenen Vermögensgegenstände zum Buchwert oder zu ihrem Verkehrswert auf den Bilanzgewinn anzurechnen sind, hat der Gesetzgeber in der Begründung zum TransPuG bewusst der „wissenschaftlichen Literatur und ggf. der weiteren rechtspolitischen Erörterung" überlassen, s. Begr. RegE TransPuG, BT-Drs. 14/8769, S. 13. In der einschlägigen Lit. ist dies höchst umstritten. Zum Streitstand vgl. e.g. die Ausf. bei *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 130 f.; *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 110; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 58 Rn. 60; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 40; *Heine/Lechner*, AG 2005, 269, 270; *Hennrichs/Pöschke*, in: MüKo, AktG, § 170 Rn. 62 f.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 38 ff., jeweils mwN.; *Westermann*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 58 Rn. 30. Vgl. hierzu auch die Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1).

788 S. dazu schon in Kapitel D.II.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sury Shares de lege lata nur unter weiteren Prämissen möglich, auf die im Folgenden eingegangen werden soll.

aa) Abgrenzung zur Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln

Dies betreffend ist zunächst einmal Folgendes richtig zu stellen: Soweit in der einschlägigen Kommentarliteratur teilweise ausgeführt wird, iRe. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln ‚geschaffene' Anteile könnten als Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG oder überhaupt irgendwie ausgeschüttet werden, sind entsprechende Rechtsauffassungen als nicht vertretbar von der Hand zu weisen.[789]

Denn auch wenn sich im Bedeutungsnexus der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln durchaus der dieses Fehlverständnis inspirierende und den Begriffsbestandteil ‚Dividende' in sich tragende Terminus ‚*stock dividend*' eingebürgert hat, erfolgt iRd. gerade keine Ausschüttung einer (Sach-)Dividende aus dem Bilanzgewinn[790]. Mit der Ausschüttung von Dividenden, sprich mit der Gewinnbeteiligung des Aktionärs auf Grundlage des Jahresabschlusses, hat die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, bei der Kapital- und/oder Gewinnrücklagen in Grundkapital umgewandelt werden, nämlich schlichtweg nichts am Hut.[791]

aaa) Unterschiedliche legislatorische Konzeption der Vorgänge

Ganz deutlich spiegelt sich diese grundsätzliche Diskrepanz zwischen Sachausschüttung iRd. § 58 Abs. 5 AktG und Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG bereits in der legislatorischen Konzeption der beiden Verfahren wieder. Letztere ist eine echte, wenn auch ‚bloß' nominelle und nicht materielle,[792] Kapitalerhöhung;[793] es erfolgt

789 So aber die in Fn. 742 Zitierten.
790 AA. wohl die in Fn. 742 Genannten.
791 So auch *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 166; *Grund*, Sachdiv., S. 29 f. sowie S. 77, dort mit Fn. 193; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 140; *Leinekugel*, Sachdiv., S. 3; *Lutter*, in: KK[2], AktG, § 58 Rn. 107; *Westermann*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 58 Rn. 31.
792 S. *Parmentier*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 1 Rn. 119.
793 Aus der Rspr. e.g. LG Tübingen, AG 1991, 406, 408. Aus der Lit. z.B. *Arnold*, in: MüKo, AktG, § 207 Rn. 1; *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 45 Rn. 1; *Fock/Wüsthoff*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 207 Rn. 2; *Hirte*, in: GK, AktG,

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

eine die Grundkapitalziffer erhöhende Satzungsänderung, die als solche grundsätzlich, d.h. vorbehaltlich einer abweichenden Regelung in der Satzung der Gesellschaft, vgl. § 182 Abs. 1 S. 2 AktG iVm. § 207 Abs. 2 S. 1 AktG, eine qualifizierte Beschlussmehrheit erfordert, vgl. § 207 Abs. 2 S. 1 AktG iVm. § 182 Abs. 1 AktG.

Sachausschüttungen hingegen lassen nicht nur das Grundkapital unberührt, sondern unterfallen auch sonst einem gänzlich anderen Regelungsregime. So bedarf es für die Ausschüttung einer Sachdividende iRd. § 58 Abs. 5 AktG einer Satzungsermächtigung,[794] während die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln eine solche nicht erfordert. Was den darüber hinaus erforderlichen Hauptversammlungsbeschluss über die Dividendenausschüttung in Gestalt von Sachwerten betrifft, so kann dieser, anders als der Beschluss über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 2, 58 Abs. 3 AktG grundsätzlich, d.h. vorbehaltlich einer abweichenden Regelung in der Satzung der Gesellschaft,[795] mit einfacher Mehrheit[796] gefasst werden.

bbb) Transfer von Gesellschaftsvermögen auf das Aktionariat als konstituierendes Merkmal von Dividendenausschüttungen

Überdies ist Wesensmerkmal einer jeden Dividendenausschüttung die Transferierung von Gesellschaftsvermögen auf das Aktionariat auf der Grundlage eines korrespondierenden Gewinnverwendungsbeschlusses.

---

§ 207 Rn. 32; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 207 Rn. 3; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 207 Rn. 1; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 207 Rn. 1; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 1; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 207 Rn. 2. Zu Kritik an anderen Sichtweisen, welche die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln als bloße „Kapitalberichtigung", „Vermögensberichtigung", „Vermögensumschichtung" oder „bilanzmäßige Vermögensumschichtung" betiteln möchten, vgl. *Lutter*, in: KK, AktG, Vorb. § 207 Rn. 10 mwN.

794 Hierzu schon bei Fn. 764 und 765.

795 S. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 84, dort mwN. in Fn. 228.

796 Dazu bereits bei Fn. 767.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(1) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln als ‚bloße' Umbuchung im Eigenkapital der Gesellschaft

Zu einem die Sachdividende konstituierenden Gütertransfer aus dem Portefeuille der Gesellschaft auf die Anteilseigner kommt es bei der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln aber gerade nicht.[797] Stattdessen wird bei letzterer lediglich eine bilanztechnische Umbuchung im Eigenkapital der Gesellschaft[798] (Passivtausch) vorgenommen, mit der idR.[799] (vgl. § 207 Abs. 2 S. 2 AktG) die Ausgabe von Berichtigungsanteilen einhergeht, § 212 S. 1 AktG.[800]

(2) Kein Vermögenstransfer iRd. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln

Hierdurch wird dem Aktionariat aber nichts zugewandt, was ihm nicht schon zuvor zustand.[801] Die Verwendung des in diesem Sachzusammen-

---

797 IdS. auch die in Fn. 791 Genannten. Eingehend zu diesem Aspekt *Orth*, WPg 2004, 777, 780 f. Implizit auch *Arnold*, in: MüKo, AktG, § 207 Rn. 2. S. ferner auch BFH, Urt. v. 20.10.1976 – I R 56/74, BStBl. II 1977, 177, 178; BFH, Urt. v. 14.02.2006 – VIII R 49/03, BStBl. II 520; FG Baden-Württemberg, Urt. v. 26.05.2003 – 13 K 176/00, DStRE 2004, 629 ff.; FG Niedersachsen, Urt. v. 11.06.2013 – 13 K 163/11, DStRE 2014, 786 ff.

798 Der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln fehlt zwar das sonst für Kapitalerhöhungen charakteristische Merkmal der Zuführung neuer Eigenmittel, dennoch handelt es sich rechtstechnisch um eine ‚echte Kapitalerhöhung' und nicht um eine ‚bloße' Umschichtung im Eigenkapital der Gesellschaft, vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 793. Begründen lässt sich dies vornehmlich damit, dass sich die Wirkung der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln keineswegs in der formellen Erhöhung der Grundkapitalziffer erschöpft, sondern durch sie die besonderen materiell-rechtlichen Bindungen, denen das Grundkapital unterliegt, auf die umgewandelten, bisher nicht in dieser Weise gebundenen, Mittel erstreckt werden. In den Worten des BFH kommt es „zu einer wirtschaftlichen Abspaltung der in den [existierenden] Stammaktien verkörperten Substanz", s. BFH, Urt. v. 25.02.2009 – IX R 26/08, AG 2009, 744, 745. Vgl. zum Ganzen anstatt vieler die Ausf. bei *Arnold*, in: MüKo, AktG, § 207 Rn. 1 mwN. in Fn. 2.

799 Vgl. hierzu bereits die Ausf. in Fn. 737.

800 S. in diesem Sachzusammenhang auch schon die Ausf. in Fn. 739.

801 Vgl. aus der Rspr. e.g. FG Niedersachsen, Urt. v. 11.06.2013 – 13 K 163/11, teilweise abgedruckt in EFG 2013, 1836–1840; BFH, Urt. v. 25.02.2009 – IX R 26/08, GmbHR 2009, 887 ff. Aus der Lit. e.g. *Arnold*, in: MüKo, AktG, § 207

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

hang vielfach verwendeten[802] Terminus „Gratisaktien“[803] ist irreführend, berechtigen doch bereits die alten Anteile das Aktionariat am gesamten Gesellschaftsvermögen.[804] Die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln führt lediglich dazu, dass ein Teil der Berechtigung des jeweiligen Gesellschafters am unveränderten Gesellschaftsvermögen von den ‚alten‘ Anteilen auf die ‚jungen‘ übergeht.[805]

Insofern *Bayer* in diesem Kontext auf die seit Neufassung des § 208 AktG, vgl. § 208 Abs. 1 S. 1 a.E. AktG, bestehende Möglichkeit verweist, den Bilanzgewinn des abgelaufenen Geschäftsjahres iRe. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln in Grundkapital umzuwandeln,[806] ist zwar richtig, dass die Revision der Norm diese Option schuf[807].

Die hieraus gezogene Schlussfolgerung, auf diese Weise könnten eigene Aktien als Sachdividende ausgeschüttet werden,[808] muss jedoch zurückgewiesen werden, ermangelt dieser Vorgang doch, wie bereits ausgeführt, dem typischen Wesensmerkmal einer Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG. Ein auf der Grundlage eines korrespondierenden Gewinnverwendungsbeschlusses fußender Transfer von Gesellschaftsvermögen auf das Aktionariat erfolgt nicht.[809] Stattdessen präsentiert sich diese Praktik aus bilanzrechtlicher wie -technischer Perspektive dergestalt, dass Teile des oder gar der

---

Rn. 48; *Fock/Wüsthoff*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 207 Rn. 24; *Orth*, WPg 2004, 777, 780.

802 Hierzu schon die Nachw. in Fn. 738.

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

804 S. dazu bereits die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 8.

805 So ganz explizit *Orth*, WPg 2004, 777, 780 f. Vgl. ferner auch *Fock/Wüsthoff*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 207 Rn. 24 sowie FG Niedersachsen, Urt. v. 11.06.2013 – 13 K 163/11, teilweise abgedruckt in EFG 2013, 1836–1840.

806 S. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 133.

807 Eingehend zur Gesetzesänderung *Than*, Festgabe Heinsius, WM Sonderheft 1991, 54, 55 f. Unter Geltung des § 208 AktG a.F. war einzig und allein die Umwandlung solcher Kapital- und Gewinnrücklagen in Grundkapital zulässig, die in der letzten Jahresbilanz (bzw. wenn dem Beschluss eine andere Bilanz zugrunde gelegt wurde, in dieser Bilanz) ausgewiesen waren, vgl. auch §§ 266 Abs. 3 lit. A, Ziff. II, III, 272 Abs. 2, 3. Einzelheiten bei *Fock/Wüsthoff*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 208 Rn. 10 ff.

808 S. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 133. Vgl. in diesem Kontext aber auch die weiteren Nachw. oben in Fn. 742.

809 Vgl. anstatt vieler *Krause*, ZHR 2017, 641, 645, der formuliert, dass iRe. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln kein Vermögen der AG ausgekehrt wird, sondern lediglich bilanzielle Eigenkapitalpositionen umgegliedert werden, sodass aus (potenziellen) Gewinnrücklagen Grundkapital wird.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

vollständige Bilanzgewinn zur Verstärkung der Eigenkapitaldecke der Unternehmung verwandt werden, der Betrag das Vermögen der Gesellschaft also gerade nicht im Wege einer (Sach-)Ausschüttung verlässt.[810]

Hieran vermag auch der Umstand, dass Gewinnverwendungs- und Kapitalerhöhungsbeschluss in ein und derselben Hauptversammlung gefasst werden können,[811] nichts zu ändern.[812]

Eine derartige Argumentation wälzte nämlich in unzulässiger Manier die vom Gesetz vorgesehenen rechtlichen Konsequenzen der jeweiligen Beschlussfassung nieder und vernachlässigte, dass sofern bzw. soweit die Hauptversammlung die Einstellung des Bilanzgewinns in die Gewinnrücklage beschließt, dieser nicht mehr zur Ausschüttung zur Verfügung steht,[813] sowie dieser vice versa auch nicht zur Einstellung in die Gewinnrücklage und damit zur Umwandlung in Grundkapital iRe. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln zur Verfügung steht, sofern bzw. soweit dessen Ausschüttung beschlossen wird.

Ebenso scheint vorbezeichneter Gedankenstrang zu übersehen, dass auch die zur Entstehung gelangenden Anrechte des Aktionariats mit der jeweiligen Beschlussfassung korrespondieren. So gelangt ein Anspruch auf Sachausschüttung nämlich nur dann zur Entstehung, wenn der betreffende Gewinnverwendungsbeschluss die Ausschüttung des Bilanzgewinns in Form einer Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG vorsieht, nicht aber, sofern bzw. soweit die Hauptversammlung die Einstellung des verteilungsfähigen Gewinns in die Gewinnrücklage beschließt.

Schließlich ist denjenigen Auffassungen, die zu dem Schluss gelangen, iRe. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln geschaffene neue Anteile

---

810 S. zum Ganzen bereits die Nachw. in Fn. 797.

811 Die Fassung beider Beschlüsse in ein und derselben Hauptversammlung ist völlig unstreitig möglich, s. *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 106; *Hirte*, in: GK, AktG, § 208 Rn. 12; *Lutter*, in: KK, AktG, § 208 Rn. 4; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 43; *Than*, Festgabe Heinsius, WM Sonderheft 1991, 54, 56. Hierbei muss der Gewinnverwendungsbeschluss dem Kapitalerhöhungsbeschluss zeitlich vorangehen, wie sich aus dem Wortlaut des § 208 Abs. 1 S. 1 AktG („letzten Beschluss über die Verwendung [...] des Bilanzgewinns") ergibt.

812 Anders wohl *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 133.

813 IdS. auch *Butzke*, HV, Kapitel H Rn. 85 a.E.: „Jedenfalls unzulässig wäre es, statt der Dividende neue Aktien der Gesellschaft anzubieten. Für die Kapitalerhöhung bleibt es bei den gesetzlich vorgesehenen Möglichkeiten [...] der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, die nicht aus dem zur Ausschüttung bestimmten Teil des Bilanzgewinns erfolgen kann.". Ähnlich: *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 208 Rn. 5.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

könnten als Sachdividende ausgeschüttet werden,[814] anzulasten, dass das wohl grundlegendste, beziehentlich der Aktiengesellschaft in § 1 Abs. 1 AktG niedergelegte, Prinzip des Kapitalgesellschaftsrechts, namentlich die strikte Trennung zwischen dem Vermögen der Gesellschaft und dem der Gesellschafter, vernachlässigt wird.

Dies insofern, als dass vorstatuierte Faktizität ihrerseits dergestalt mit der vom Gesetzgeber entwickelten Systematik der §§ 207 ff. AktG harmoniert, als diese vorsehen, dass die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln – notwendigerweise bei Nennbetragsaktien, fakultativ bei Stückaktien, § 207 Abs. 2 S. 2 Hs. 1 AktG[815] – die Genese neuer Aktien zur Konsequenz hat, die den Aktionären nach Maßgabe der bisherigen Beteiligung „zustehen", § 212 S. 1 AktG.

Denn auch wenn sich der Gesetzgeber insoweit schwammig ausdrückt, kann mit „zustehen" nur die Zuweisung der unmittelbaren dinglichen Rechtsinhaberschaft an den jungen Aktien gemeint sein,[816] wie die in den §§ 211, 212 AktG niedergelegte legislatorische Konzeption zeigt. Derer nach entstehen die neuen Anteile nämlich automatisch, d.h. ohne Zuteilung, Zeichnung, Bezugserklärung oder sonstige Mitwirkung der Aktionäre mit Eintragung des Kapitalerhöhungsbeschlusses in das Handelsregister, gegebenenfalls auch ohne Wissen des jeweiligen Anteilseigners sowie gegen dessen Willen.[817]

So die §§ 211, 212 AktG dem Aktionariat jedoch die dingliche Rechtsinhaberschaft an den im Rahmen der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln entstehenden Aktien unmittelbar zuweisen, werden letztere freilich zu keinem Zeitpunkt Teil des ausschüttungsfähigen Gesellschaftsvermögens, können folglich auch nicht iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG ausgeschüttet werden bzw. stehen als Gegenstand eines Sachausschüttungsbeschlusses schlichtweg nicht zur Verfügung.[818]

---

814 So die in Fn. 742 Genannten.

815 Vgl. hierzu bereits die Ausf. in Fn. 737.

816 Unstreitig, vgl. hierzu e.g. die Kommentierungen bei *Arnold*, in: MüKo, AktG, § 212 Rn. 5 ff., dort ganz explizit in Rn. 8; *Fock/Wüsthoff*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 212 Rn. 2; *Hirte*, in: GK, AktG, § 212 Rn. 8; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 212 Rn. 2; *Lutter*, in: KK, AktG, § 212 Rn. 3; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 212 Rn. 2 ff.; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 58.

817 S. hierzu schon die obigen Nachw. in Fn. 740.

818 Dazu bereits die Nachw. in Fn. 797. Implizit idS. auch *Arnold*, in: MüKo, AktG, § 207 Rn. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ccc) Unterschiede in der steuerlichen Behandlung

Letztlich spiegeln sich die erörterten fundamentalen rechtstechnischen Diskrepanzen[819] zwischen der Zuteilung von „Gratisaktien"[820] iRe. (im vorskizzierten Zweischritt konzipierten, sich indirekt aus dem Bilanzgewinn speisenden) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln sowie der Verteilung des Bilanzgewinns durch Sachausschüttung eigener Aktien, vgl. § 58 Abs. 5 AktG, auch in der steuerlichen Behandlung der Praktiken wieder.

So greift infolgedessen, dass den Aktionären iRe. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln keine Werte zugewiesen werden, die diesen nicht bereits zuvor zugestanden hätten,[821] sprich mangels (steuerbarer) Zuwendung[822] – insofern ist der in diesem Kontext vielfach verwendete[823] Terminus „Gratisaktien"[824] hochgradig irreführend – kein Steuertatbestand, wohingegen der iRd. Ausschüttung einer Sachdividende stattfindende Vermögenstransfer idR. (eine Ausnahme bildet die Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto nach § 27 KStG[825]) steuerbar ist, sodass es der Gesellschaft obliegt, die Kapitalertragsteuer (KESt) einzubehalten und diese in bar an die Finanzverwaltung abzuführen[826].

---

819 Zur Abgrenzung s. z.B. auch BFH, Urt. v. 20.10.1976 – I R 56/74, BStBl. II 1977, 177, 178; BFH, Urt. v. 14.02.2006 – VIII R 49/03, BStBl. II 520; FG Baden-Württemberg, Urt. v. 26.05.2003 – 13 K 176/00, DStRE 2004, 629 ff.; FG Niedersachsen, Urt. v. 11.06.2013 – 13 K 163/11, DStRE 2014, 786 ff.

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

821 S. schon die obigen Ausf. mwN. in Fn. 801.

822 Explizit idS. e.g. *Arnold*, in: MüKo, AktG, § 207 Rn. 2; *Förschle/Kropp*, in: Winkeljohann/Förschle/Deubert, Sonderbilanzen, Kapitel E Rn. 11. Ferner wie hier auch *Hirte*, in: Bayer/Habersack, AktR, Bd. 2, Kapitel 19, Rn. 46 ff. Implizit idS. wohl auch *Butzke*, HV, Kapitel H Rn. 85 a.E.

823 Hierzu schon die Nachw. in Fn. 738.

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

825 S. dazu die sogleich nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.d)aa)bbb).

826 S. hierzu e.g. *Butzke*, HV, Kapitel H Rn. 85; *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 166; *Heine/Lechner*, AG 2005, 269 f., 273; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 183; *Strunk/Kolaschnik*, TransPuG, S. 55. Zur Abgrenzung s. schon die Nachw. in Fn. 797. Ausführlicher zu steuerlichen Details (allerdings jeweils noch unter Geltung des Halbeinkünfteverfahrens) *Häger/Forst*, EStB 2002, 335, 336; *Orth*, WPg 2004, 777, 778 f.; *ders.*, WPg 2004, 841 ff.; *Waclawik*, BB 2003, 1408, 1409 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ddd) Conclusio

Aus alledem folgt schließlich, dass sich die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln im vorgehend dargestellten Zweischritt zwar letzten Endes als Gewinnverwendung präsentieren kann, indessen erfolgt iRd. Verfahrens gerade keine (Sach-)Auskehrung des Bilanzgewinns an das Aktionariat in Form eigener Anteile iRd. § 58 Abs. 5 AktG.

bb) Ausschüttung eigener Aktien iRd. § 58 Abs. 5 AktG nur bei vorausgegangenem derivativen Erwerb

Gleichwie lässt Vorerörtertes deutlich werden, dass der die Sachdividende konstituierende Aspekt des Vermögenstransfers von der Gesellschaft hin zum Aktionariat voraussetzt, dass sich der zu transferierende Ausschüttungsgegenstand im Momentum der Abfassung des entsprechenden Gewinnverwendungsbeschlusses im Gesellschaftsvermögen befindet, sodass die Auskehrung eines verteilungsfähigen Bilanzgewinns durch Ausschüttung von *Treasury Shares* als Sachdividende iRd. § 58 Abs. 5 AktG nur insoweit möglich ist, als die Gesellschaft über einen adäquaten Bestand an eigenen Aktien verfügt.[827]

Aufgrund dessen, dass ein originärer Erwerb eigener Aktien gemäß § 56 Abs. 1 AktG, der § 71 AktG insofern als lex specialis verdrängt, als die Zeichnung junger Aktien keinen Erwerb iSd. letztgenannten Norm bildet,[828] nicht in Betracht kommt, kann die vorerwähnte Voraussetzung nur erfüllt sein, wenn die Gesellschaft zuvor eigene Aktien in hinreichendem Umfang derivativ gemäß § 71 Abs. 1 AktG erworben hat.[829]

---

827 Explizit idS. *Nitsche*, Fin.-Mag., Scrip Dividend: „Diese Regelung zielt allerdings auf die Ausschüttung von Aktien, die bereits existieren, also von der Gesellschaft zunächst zurückerworben werden müssten."; *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24.

828 Vgl. e.g. *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 15a; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 36; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71 Rn. 1; *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 71 Rn. 2; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 97; *Wieneke*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 71 Rn. 1.

829 Explizit idS. auch *Hefermehl/Bungeroth*, in: G/H/E/K, § 58 Rn. 125; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 32; *Nitsche*, Fin.-Mag., Scrip Dividend; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 37; *Westermann*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 58 Rn. 31. Implizit auch *Butzke*, HV, Kapitel H Rn. 85 a.E.; *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 24, 25; *Grund*, Sachdiv., S. 29 f., 77 f.; *Hoffmann-Becking*, ZHR-Beih. 71 (2002), 215, 223; *Ihrig/Wagner*, BB 2002, 789, 796; *Leinekugel*, Sachdiv., S. 3; *Nit-*

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Vor diesem Hintergrund unterliegen *Bünder* wie auch *Drinhausen* und *Krieger* mit ihren Formulierungen,[830] die *Telekom* hätte Sachdividenden in Form eigener Aktien ausgeschüttet, jeweils einem Irrtum.[831]

Für diese Art der Strukturierung eines Dividendenwahlrechts ermangelte es der *Telekom* nämlich schlechterdings an einem zulänglichen Bestand an *Treasury Shares*, sodass sie diese zunächst mittels eines Aktienrückkaufes am Markt hätte erwerben müssen. Dies jedoch war in Anbetracht der intendierten Einsparung von Barmitteln gerade keine zielführende Option, weshalb die *Telekom* letztlich auch eine rechtsarchitektonisch divergent konzipierte Strukturierungsvariante[832] wählte.[833]

cc) ‚Verwendungsbefugnis' iSd. § 71 AktG: Die Frage nach dem ‚Ob' der Verwendung der rückerworbenen *Treasury Shares* zum Zwecke einer Sachausschüttung

Einen ausreichenden[834] Bestand an derivativ gemäß § 71 Abs. 1 AktG erworbenen eigenen Aktien vorausgesetzt, scheint vor dem Hintergrund der Regelung in § 71 AktG indes fraglich, ob diese auch ohne Weiteres zum Zwecke der Ausschüttung iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG hergenommen werden können.

---

sche, Fin.-Mag., Scrip Dividend; *Pöschke/Vogel*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 15 Rn. 10; *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24. Missverständlich *Lutter*, in: KK[2], AktG, § 58 Rn. 107, der die Ausschüttung eigener Aktien pauschal ablehnt, dabei aber wohl nicht zureichend zwischen der Ausschüttung eigens gehaltener Aktien iSv. § 71 AktG und der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln zu differenzieren bzw. nur die Ausschüttung junger Aktien vor Augen zu haben scheint.

830 S. dazu bereits die obigen Nachw. in den Fn. 721-723.

831 Hierzu auch schon die Ausf., Nachw. und Verw. oben in Fn. 101.

832 Dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel A.II.2.

833 So in aller Deutlichkeit *Wegmann,* HV Magazin 04/2014, 24. IdS. wohl auch *Nitsche*, Fin.-Mag., Scrip Dividend: „[...]. Genau das [gemeint ist ein vorausgehender Aktienrückkauf] ist aber nicht Sinn der Scrip Dividend. Sie soll finanziellen Spielraum verschaffen und das Eigenkapital nicht schmälern – deshalb muss das Grundkapital erhöht werden, bevor die Dividende ausgeschüttet wird.", wobei jedoch die Situation, dass die Gesellschaft bereits einen hohen Bestand eigener Aktien hält und diese für die Dividendenzahlung ‚verwendet', respektive gerade nicht zunächst am Markt Anteile erstehen muss um diese sodann iRd. Scrip Dividend auszugeben, übersehen zu werden scheint.

834 S. in diesem Kontext auch die Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb) zu den Aspekten der Angebotskontingentierung sowie der Repartierung.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(1) Grundsätzliches Verbot des entgeltlichen Rückerwerbs eigener Aktien & ‚Erlaubniskorridore'

Dies vor dem Hintergrund, dass sich in § 71 Abs. 1 AktG („darf eigene Aktien nur erwerben [...]") das grundsätzliche Verbot des (entgeltlichen, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 5 Alt. 1 AktG) Rückerwerbs eigener Aktien durch die Gesellschaft sowie korrespondierende, ihrerseits teilweise qua mengenmäßiger und/oder kapitalbezogener Akquisitionsschranken begrenzte, s. § 71 Abs. 2 AktG, Verbotsausnahmen, namentlich die dort in Nr. 1–8 geregelten Akquisitionsanlässe, die sog. ‚Erlaubniskorridore' bilden, normiert finden.[835]

(2) ‚Erlaubniskorridore' des § 71 Abs. 1 AktG & hieraus resultierende ‚Veräußerungsbeschränkungen'

Insofern nämlich kann – und so spannt sich der Bogen zur aufgeworfenen Fragestellung – aus dem gewählten Erwerbsanlass (insoweit enthalten allein § 71 Abs. 1 Nr. 1, 4 Alt. 1, Nr. 5 und Nr. 8 AktG keine positiven gesetzlichen ‚Verwendungszweckvorgaben') eine ‚Veräußerungsbeschränkung' resultieren.[836]

Verdeutlichen soll dies folgendes Exempel: Hat die Gesellschaft eigene Aktien zum Zwecke der Mitarbeiterbeteiligung (sog. ‚Belegschaftsaktien'), vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG, vom Markt in ihr Portefeuille gekauft, sind die betreffenden Anteile gemäß § 71 Abs. 3 S. 2 AktG binnen Jahresfrist nach Erwerb an die Destinatäre auszugeben, anderweitig – und auch im Falle einer nachträglichen Unmöglichkeit der im Zeitpunkt der Akquisition avisierten Weitergabe – entsteht eine Veräußerungspflicht analog § 71c Abs. 1 AktG.[837]

Derartige, den Zweck der Abgabe der *Treasury Shares* betreffende Restriktionen, enthält wie bereits angedeutet allerdings nicht nur § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG, sondern auch die Erwerbsanlässe der Aktionärsabfindung, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG, der Einkaufskommission von Aktienbanken, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 4 Alt. 2 AktG, der Einziehung, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG,

835 Genau genommen findet sich das Verbot des Rückerwerbs eigener Aktien nicht in § 71 Abs. 1 AktG geregelt, sondern ergibt sich im Umkehrschluss daraus.

836 Explizit im vorstehenden Sinne auch *Gehling*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 32 Rn. 17.

837 Vgl. anstatt vieler *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 61 mwN. in Fn. 237.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sowie im weiteren Sinne auch der den Handelsbestand von Finanzhäusern betreffende, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 7 AktG, enthalten ihrerseits positiv-gesetzliche Vorgaben zum Verwendungszweck und stellen dergestalt der legislatorischen Intention nach sicher, dass die erstandenen eigenen Aktien möglichst so verwendet werden, wie es deren initialem Erstehungsanliegen entspricht,[838] verhindern damit inter alia, dass unter dem Vorwand einer anderen Erwerbsintention unerwünschte Kurspflege betrieben wird[839].

Sieht die gesetzliche Erwerbsbefugnis also vor, dass die rückerworbenen Aktien einem bestimmten Zweck zuzuführen sind, so liegt auf der Hand, dass diese nicht ohne Weiteres iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG an die Aktionäre ausgeschüttet werden können, würden anderweitig doch nicht nur die vorerwähnten positiv-gesetzlichen Verwendungszweckvorgaben leerlaufen,[840] sondern aufgrund dessen, dass der Vorstand sodann stets ein Erwerbsanliegen vorschieben und die rückerworbenen Aktien später einem anderen Zweck zuführen könnte, auch § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG, der es der Hauptversammlung vorbehält, zu entscheiden, ob dem Vorstand eine allgemeine Ermächtigung zum Rückerwerb eigener Aktien, sprich eine solche ohne positiv-gesetzliche Zweckvorgabe, erteilt werden soll.

(3) ‚Umwidmung' – Auswechslung des Akquisitions- bzw. Haltenszwecks

Dennoch wird die Sachausschüttung von originär zu spezifischen Verwendungszwecken erworbenen *Treasury Shares* iRd. § 58 Abs. 5 AktG durch ‚Veräußerungsbeschränkungen' in Gestalt von ‚Verwendungszweckvorgaben', wie sie die § 71 Abs. 1 Nr. 2, Nr. 3, Nr. 4 Alt. 2, Nr. 6 und Nr. 7 AktG enthalten, aber nur bedingt verunmöglicht.

So können grundsätzlich auch eigene Aktien, bzgl. derer die initiale Erwerbsintention verfehlt wurde, sprich die zunächst in zulässiger Weise akquiriert wurden (bspw. zur Mitarbeiterbeteiligung (vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG) oder zur Abfindung von Aktionären (vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG)),

---

838 IdS. z.B. auch *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71c Rn. 9; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71c Rn. 7; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71c Rn. 33; *Merkt*, in: GK, AktG, § 71c Rn. 35.

839 S. bspw. Begr. RegE KapRiLiG, BT-Drs. 8/1678, S. 15: „§ 71 Abs. 3 Satz 2 beruht auf Artikel 19 Abs. 3 Satz 2 der Richtlinie, der dafür Sorge tragen soll, daß [sic.] nicht unter dem Vorwand eines Erwerbs zum Zwecke der Ausgabe an Arbeitnehmer eine unerwünschte Kurspflege betrieben werden kann.".

840 IdS. auch *Gehling*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 32 Rn. 17.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

später aber nicht oder jedenfalls nicht im prädisponierten Umfang zur Erfüllung des initialen Erwerbsanliegens benötigt wurden, zur Ausschüttung einer Sachdividende iSd. 58 Abs. 5 AktG verwendet werden.[841]

Ein sachlicher Grund dafür, die Gesellschaft bzgl. etwaig von einer Erwerbszweckverfehlung betroffenen *Treasury Shares* an der Veräußerungspflicht analog § 71c Abs. 1 AktG festzuhalten und den Rückgriff auf den betreffenden Eigenbestand an Aktien zu anderen (im hiesigen Kontext zu dem einer Sachausschüttung iSd. § 58 Abs. 5 AktG) Zwecken als dem der ursprünglichen Erwerbsintention entsprechenden nicht zu gestatten, ist insofern schlichtweg nicht ersichtlich.[842]

Würde man Gegenteiliges annehmen wollen, hätte dies ad absurdum geführt nämlich die paradoxe Konsequenz, dass die Gesellschaft im Extremfall einerseits der Veräußerungspflicht analog § 71c Abs. 1 AktG nachkommen und andererseits gleichzeitig in selbigem Umfang eigene Aktien am Markt rückerwerben müsste, um diese schließlich dem avisierten Zweck zuführen zu können.

Gleichwie kann der von der Erwerbszweckverfehlung tangierte Aktienbestand angesichts der vorerörterten gesetzgeberischen Intentionen freilich nicht ohne Weiteres einem neuen Verwendungszweck dienen, würden doch widrigenfalls etwaige ‚Veräußerungsbeschränkungen' schlichtweg umgangen. Vielmehr ist eine förmliche ‚Umwidmung' des Bestimmungszwecks erforderlich, die den originären Akquisitions- bzw. Haltenszweck auswechselt. Bedingung für eine solche ‚Umwidmung' ist, dass die Aktien ursprünglich zulässigerweise erworben wurden; eine nachträgliche Heilung des Erwerbs ist dem Aktienrecht nämlich ebenso fremd,[843] wie der Eintritt der Unzulässigkeit des Erwerbs ex tunc[844].

---

841 Für die grundsätzliche Möglichkeit zur ‚Umwidmung' auch *Block*, in: Heidel, AktG, § 71 Rn. 30; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 61; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 86, 205; *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 201; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 156; OLG Koblenz, Urt. v. 16.05.2002 – 6 U 211/01, NZG 2003, 182, 184.

842 Expressis verbis idS., allerdings jeweils im Kontext der ‚Umwidmung' zum Zwecke der Ausgabe an Arbeitnehmer, *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 71; *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 201.

843 Hierzu soweit ersichtlich nur *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 201.

844 Vgl. auch *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 34 mwN. in Fn. 149; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 61; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 71 Rn. 64; *Johannsen-Roth*, Eigene Aktien, S. 155; *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 196; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 156 mwN. in Fn. 455; *Wieneke*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 71 Rn. 18.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(4) ‚Umwidmungskompetenz'

Dies unterstellt, scheint die Frage, wem die Kompetenz zusteht, *Treasury Shares* einem neuen Verwendungszweck zuzuführen, in der einschlägigen Kommentarliteratur unterschiedlich beantwortet zu werden.

So lautet es bei *Cahn*[845] im Sachzusammenhang der ‚Umwidmung' von ursprünglich zur Mitarbeiterbeteiligung (vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG) erworbenen Aktien, dass eine solche vermöge Beschlusses der Hauptversammlung analog § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG herbeigeführt werden könnte,[846] während *Merkt*[847] und *Oechsler*[848] im Nexus der Abgabe von initial zu anderen Verwendungszwecken akquirierten *Treasury Shares* an die Belegschaft konstatieren, diese wären qua ‚Umwidmungsbeschluss' des Vorstands diesem Verwendungszweck zuführbar.

Hieraus mag man schließen, die aufgeworfene Kompetenzfrage würde erratisch beantwortet. Dieser Schein dürfte indes trügen, muss es für die Zuweisung der Kompetenz zur Abänderung des Akquisitions- bzw. Haltenszwecks an Vorstand oder Hauptversammlung doch konsequenter Weise darauf ankommen, ob aus dem jeweiligen Erwerbszweck eine ‚Veräußerungsbeschränkung' resultiert, sodass einer Umwidmung durch den Vorstand eine Umgehung der von § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG vorgesehenen gesetzlichen Kompetenzverteilung immanent wäre.

Dementsprechend kann die ‚Umwidmung' eigener Aktien, deren Akquisitions- bzw. Haltenszweck in einer ‚Veräußerungsbeschränkung' resultiert, grundsätzlich immer nur dann per Vorstandsbeschluss erfolgen, wenn der Akquisitions- bzw. Haltenszweck hin zu einem anderen Verwendungszweck ausgetauscht wird, der seinerseits selbst in einer ‚Veräußerungsbeschränkung' resultiert.

In den übrigen Fällen liegt die Kompetenz zur ‚Umwidmung' grundsätzlich analog § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG bei der Hauptversammlung,

---

845 *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 61.

846 Andere Autoren wiederum nehmen überhaupt keine Stellung zu dieser Kompetenzfrage. Vgl. exemplarisch hierzu die Ausf. bei *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 86, 205 sowie diejenigen bei *Block*, in: Heidel, AktG, § 71 Rn. 30, der nur in der zugehörigen Fn. 73 auf OLG Koblenz, Urt. v. 16.05.2002 – 6 U 211/01, NZG 2003, 182, 184 verweist, demnach die Hauptversammlung den Vorstand dazu ermächtigen kann, ursprünglich auf Basis des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG akquirierte eigene Aktien als Belegschaftsaktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG an Arbeitnehmer zu veräußern.

847 *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 201.

848 *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 156.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

weil die ‚Umwidmung' in entsprechenden Konstellationen letztlich eine ‚Entwidmung' verkörpert, in rechtlicher Hinsicht also dazu führt, dass sich die Sachlage so präsentiert, als wären die betreffenden Aktien aufgrund einer (von der Hauptversammlung zu erteilenden) allgemeinen Ermächtigung zum Rückerwerb eigener Aktien iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG, sprich einer solchen ohne positive gesetzliche Zweckvorgabe, akquiriert worden.

Hat die Hauptversammlung dem Vorstand allerdings gemäß letztbenannter Regelung allgemein zum Aktienrückerwerb ermächtigt und ist die Ermächtigung seither noch nicht ausgeschöpft worden, kann dieser die ‚Umwidmung' freilich analog zur Ausnutzung der betreffenden Ermächtigung per Vorstandsbeschluss verfügen.

(5) Conclusio

Zusammenfassend ist folglich festzuhalten, dass ein Rückgriff auf den Eigenbestand an Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG zum Zwecke einer Sachausschüttung nur dann ohne Weiteres zulässig ist, wenn aus dem initialen Erwerbszweck der betreffenden Aktien nicht eine ‚Veräußerungsbeschränkung' erwächst. Anderenfalls ist es erforderlich, dass die entsprechenden *Treasury Shares* zunächst qua Beschluss des zuständigen Organs entwidmet' werden, um sie dergestalt anderen Verwendungszwecken zuführen zu können.

Die Kompetenz hierzu steht grundsätzlich analog § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG der Hauptversammlung zu. So der Vorstand jedoch über eine von der Hauptversammlung erteilte und bislang nicht ausgeschöpfte Ermächtigung zum Rückerwerb eigener Aktien ohne positive gesetzliche Zweckvorgabe gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG verfügt, kann dieser die Entwidmung analog zur Ausnutzung der betreffenden Ermächtigung per Vorstandsbeschluss verfügen.

dd) Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses über die Wiederveräußerung der eigenen Aktien iRe. Sachausschüttung iSd. § 58 Abs. 5 AktG

Unabhängig von den vorgehend erörterten Querelen ist schließlich der Frage nachzugehen, ob es zur Ausschüttung eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG nicht jedenfalls mit Blick auf § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG grundsätzlich eines spezifischen – ne-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ben dem Sachausschüttungsbeschluss stehenden und erhöhten Anforderungen zu unterwerfenden[849] – (Wiederveräußerungs-)Beschlusses der Hauptversammlung bzw. eines auf einer entsprechenden (Wiederveräußerungs-)Ermächtigung fußenden Vorstandsbeschlusses bedarf oder ob der Vorstand die isoliert vom erforderlichen Hauptversammlungsbeschluss über die Sachdividende zu betrachtende Abgabe der *Treasury Shares* stattdessen als ‚bloßes Umsatzgeschäft' von sich aus verfügen kann.

aaa) Grundsatz: Wiederveräußerung eigener Aktien als (reine) Geschäftsführungsmaßnahme iSd. §§ 76, 77 AktG

Die Lektüre der einschlägigen aktienrechtlichen Statuten lässt eine Antwort auf diese Frage jedoch missen. Vielmehr wird bei eingehender Analyse erkenntlich, dass die Gesellschaft, will sie sich von zunächst ausgegebenen, später zurückerworbenen, eigenen Aktien trennen, auf der Suche nach einer für alle Veräußerungsfälle geltenden Regelung über die Art und Weise der Veräußerung im Aktiengesetz nicht fündig werden wird.

Zwar statuiert § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG in diesem Kontext die Anwendbarkeit des § 53a AktG auf die Wiederveräußerung eigener Aktien, besitzt damit aber aufgrund dessen, dass eine sachlich nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung von Aktionären nach allgemeinen Grundsätzen ohnehin unzulässig ist,[850] noch nicht einmal einen genuinen Regelungsgehalt, hebt vielmehr ausweislich der Gesetzesbegründung den Gleichbehandlungsgrundsatz nur zum Zwecke der Klarstellung besonders hervor,[851] sodass nichts anderes gelten würde, wäre die expressis verbis erfolgte Anordnung der Anwendbarkeit des § 53a AktG unterblieben. Darüber hinaus erklärt der Gesetzgeber die derivative Veräußerung über die Börse qua der Regelung in § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 AktG für ohne Weiteres zulässig, während sich für Fälle der „andere[n] Veräußerung" weitergehende Regelungen in § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG finden.

Eine Antwort zur vorgehend aufgeworfenen Frage ist dem vorbezeichneten Regelungsregime allerdings nicht zu entnehmen, sodass zur Beant-

849 S. dazu sogleich in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb).

850 S. e.g. OLG Oldenburg, Urt. v. 17.03.1994 – 1 U 46/91, AG 1994, 417, 418.; *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 284; *Hirsch*, Eigene Aktien, S. 180; *Hefermehl/Bungeroth*, in: G/H/E/K, § 71c Rn. 16; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71c Rn. 7; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 28, 157; *Martens*, AG 1996, 337, 342; *Würdinger*, AktR, S. 62.

851 S. Begr. RegE KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 13.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

wortung dieser schließlich nichts als der Rückgriff auf allgemeine Grundsätze verbleibt. Diesbezüglich stellt der Abverkauf bereits existenter und vormals ausgegebener Aktien, die von der Gesellschaft zurückerworben wurden, prinzipiell[852] nichts anderes als die Veräußerung von anderweitigen Gegenständen des Umlaufvermögens dar.[853]

Umsatzgeschäfte sind ihrerseits Geschäftsführungsmaßnahmen iSd. §§ 76 f. AktG und fallen in den Zuständigkeitsbereich des Vorstands. Über den Abverkauf eigener Aktien entscheidet daher grundsätzlich – und zwar ohne gesonderte Ermächtigung hierzu – der Vorstand,[854] wobei er freilich aus dem bei Erwerb genutzten ‚Erlaubniskorridor' resultierende Verwendungsrestriktionen[855] zu berücksichtigen und – nicht anders als bei deren Erwerb – das Gleichbehandlungsgebot zu beachten hat, s. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG.

Diesen Befund vermag schließlich auch das argumentum e contrario zu § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG zu bestätigen: Handelt es sich nicht um eine „andere Veräußerung" iSd. vorbezeichneten Regelung, ist auch kein Hauptversammlungsbeschluss über die Wiederveräußerung der *Treasury Shares* erforderlich, diese mithin ins alleinige Ermessen der Verwaltung gestellt.[856]

---

852 Dennoch wäre es vereinfacht, die Wiederveräußerung eigener Aktien unbesehen von deren mitgliedschaftsrechtlicher Perspektive als rein vermögensrechtliches Problem zu behandeln. S. in diesem Kontext auch die Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(c) sowie diejenigen in Fn. 953.

853 IdS. e.g. *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 279 ff.; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71c Rn. 38; *Hefermehl/Bungeroth*, in: G/H/E/K, § 71c Rn. 18; *Hirsch*, Eigene Aktien, S. 168; *Last*, Eigene Aktien, S. 130 f; *Würdinger*, AktR, S. 62. Wohl auch: *DAV*, ZIP 1997, 163, 172 Rn. 99. AA.: *Huber*, in: FS Kropff, S. 101, 119, demnach „[...] es nicht im Ermessen des Vorstands liegen [kann], die neuen [sic., vgl. dazu bereits die Ausf. in Kapitel A.II.2 a.E.] Aktien nach seinem Belieben wieder auszugeben. Da es sich bei der Wiederausgabe materiell um eine Kapitalerhöhung handelt, bedarf er hierzu in jedem Fall der Ermächtigung durch die Hauptversammlung. Solange sie nicht erteilt ist, bleibt es bei der von der Hauptversammlung beschlossenen ‚Kapitalherabsetzung auf Zeit'.". In sich widersprüchlich die Ausf. bei *Brammer*, Rückerwerbbare Aktien, S. 308, 311.

854 Vgl. die Nachw. in Fn. 853.

855 Dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.a)cc)(2).

856 I.E. auch *Gehling*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 32 Rn. 10, indes ohne Begründung.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bbb) Exzeption: „Andere Veräußerung" iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG

Hieraus folgt, dass, handelte es sich bei der Zuteilung eigener Aktien an das Aktionariat iRe. Sachdividende um eine „andere Veräußerung" iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG, die Hauptversammlung dieser (gesondert) nach Maßgabe der Vorschriften über den Bezugsrechtsausschluss iRv. Kapitalerhöhungen (§ 186 Abs. 3, 4 AktG) mit qualifizierter Mehrheit zuzustimmen hätte.

Streng wortlautgetreuer Norminterpretation nach könnte man gar meinen, die Hauptversammlung müsse einen entsprechenden, etwaig erforderlichen, Wiederveräußerungsbeschluss stets selbst fassen, könne die Kompetenz hierzu also nicht per Ermächtigungsbeschluss dem Vorstand übertragen, enthält § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG doch weder einen Verweis auf noch eine vergleichbare Regelung zu § 203 Abs. 2 S. 1 AktG.

Dabei scheinen die Interessenlagen iRd. Wiederveräußerung von *Treasury Shares* und der Ausnutzung eines genehmigten Kapitals prima vista durchaus vergleichbar: Die iRd. Aktienrückerwerbs vom Markt zurückgezogenen Aktien fungieren zwar nicht der Form, aber jedenfalls der Sache nach als eine Art genehmigtes Kapital,[857] wie mit Blick auf § 272 Abs. 1a S. 1 HGB besonders deutlich zu werden vermag.

Vorbezeichnete Regelung nämlich simuliert für die Dauer des dem Rückerwerb nachfolgenden Interimszeitraums der Eigenhaltung in wirtschaftlicher Hinsicht eine „Kapitalherabsetzung auf Zeit"[858], während der Vorstand in Gestalt der ‚Wiederausgabeermächtigung' über ein funktionales Äquivalent[859] zur Inanspruchnahme eines genehmigten Kapitals (vgl.

857 S. *Huber*, in: FS Kropff, S. 101, 109, 117.

858 *Huber*, in: FS Kropff, S. 101, 109, 117 (s. dort auch die Ausf. und Verw. in Fn. 92), 119, 124. Ebenso *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 305; *Hirsch*, Eigene Aktien, S. 43; *Kindl*, DStR 1999, 1276, 1277; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71 Rn. 19g; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 72; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 119; *Martens*, AG 1996, 337, 343 der den Erwerb eigener Aktien aufgrund dieser Vergleichbarkeit der Interessenlagen ergänzend gemäß den Vorschriften über die Kapitalherabsetzung geregelt wissen möchte; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 311. AA.: *Bezzenberger*, Eigene Aktien, S. 53.

859 Auch die Gesetzesbegründung spricht in diesem Kontext von einer „wirtschaftliche[n] Kapitalerhöhung", s. RegE BilMoG, BT-Drs. 16/10067, S. 65. Vgl. zudem auch das BMF-Schreiben v. 27.11.2013 – IV C 2 – S 2742/07/10009, BStBl. I, 1509, 1614, Rn. 4: „Bei der Veräußerung eigener Anteile durch die Gesellschaft handelt es sich wirtschaftlich nicht um einen Veräußerungsvorgang, sondern um eine Kapitalerhöhung.". Ebenso die Deutung des Vorgangs im US-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

§§ 202 ff. AktG) verfügt. Insofern sind beides Möglichkeiten flexibler Eigenkapitalfinanzierung,[860] wenn auch mit dem Unterschied, dass Rückkauf und Wiederveräußerung eigener Aktien die originäre Grundkapitalstruktur der Gesellschaft – anders als dies bei der Kapitalerhöhung der Fall ist – unverändert lassen[861].

Anknüpfend an vorstatuierte Kongruenz der Interessenlagen könnte man im Umkehrschluss aus dem Fehlen eines Verweises auf bzw. einer komparablen Regelung zu § 203 Abs. 2 S. 1 AktG in § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG daher durchaus die Unzulässigkeit einer korrespondierenden Vorstandsermächtigung zu folgern vermögen.

Argumentum a maiore ad minus muss eine solche Ermächtigung unter Einhaltung der materiellen Schranken der §§ 202 ff. AktG aber freilich zulässig sein,[862] zumal vor dem Hintergrund der mit dem Verweis in § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG auf die § 186 Abs. 3 und 4 AktG bezweckten systematischen Gleichstellung der „andere[n] Veräußerung" mit dem Bezugsrechtsausschluss iRv. Kapitalerhöhungen nichts anderes als die Zulässigkeit einer Ermächtigung des Vorstands zur Wiederveräußerung eigener Aktien sinnig scheint.

Demgemäß hat sich schließlich auch in der Unternehmenspraxis die Übung manifestiert, dem Vorstand bzgl. der Wiederveräußerung von *Treasury Shares* im Wesentlichen äquivalente Ermächtigungen wie beim genehmigten Kapital einzuräumen.[863]

---

amerikanischen Recht, vgl. § 6.31 (a) Revised Model Business Corporation Act: „*A corporation may acquire its own shares and shares so acquired constitute authorized but unissued shares.*". S. hierzu e.g. *Lüken*, Eigene Aktien, S. 318; *Kübler*, Eigenkapitalbeschaffung, S. 41 f.

860 IdS. neben *Huber* (aaO. Fn. 858) auch OLG Stuttgart, Urt. v. 06.07.2007 – 20 W 5/06, AG 2007, 705, 712 f.; *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 55, 127; *Bosse*, NZG 2001, 594; *Brammer,* Rückerwerbbare Aktien, S. 58 f.; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 71 Rn. 12; *Last*, Eigene Aktien, S. 130 ff.; *Martens*, AG 1996, 337, 342 f.; *Kiem*, ZIP 2000, 209, 210; *Kindl*, DStR 1999, 1276, 1277; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71 Rn. 19g; *Lutter*, AG 1997, Sonderheft, 52, 56; *ders./Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 119; *Wieneke*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 71 Rn. 41. Einschränkend hingegen *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 132. AA.: OLG Frankfurt, Urt. v. 13.11.2007 – 5 U 26/06, juris Rn. 18; *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 281.

861 IdS. z.B. auch *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 149 f.; *Last*, Eigene Aktien, S. 130 f.; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 193; *Lange*, in: Hennsler/Strohn, GesR, § 71b Rn. 3.

862 IdS. auch *Huber*, in: FS Kropff, S. 101, 119.

863 IdS. auch *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 154; *Block*, in: Heidel, AktG, § 71 Rn. 69; *DAV*, ZIP 1997, 163, 172 Rn. 103; *Gätsch*, in: Marsch-Barner/Schäfer,

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Die Kardinalfrage ist damit jedoch nicht vom Tisch. Handelte es sich nämlich bei der Ausschüttung eigener Aktien iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG um eine „andere Veräußerung" iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG, wäre die Hauptversammlung in jedem Fall zu befassen; entweder derart, dass sie unmittelbar hierüber entscheidet (‚Direktbeschluss') oder indem sie über eine Ermächtigung des Vorstands hierzu beschließt (‚Ermächtigungsbeschluss'). Zudem geböte § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG die Einhaltung erhöhter Anforderungen iRd. Beschlussfassung. So unterläge ein ‚Direktbeschluss' den erschwerenden formellen und materiellen Prämissen der Abs. 3 und 4 des § 186 AktG,[864] während ein Ermächtigungsbeschluss denjenigen des § 186 Abs. 4 AktG (iVm. § 203 Abs. 2 S. 2 AktG) und § 202 Abs. 2 S. 2 AktG zu entsprechen hätte.

Dergestalt wären die erhöhten Mehrheits- (erforderlich ist eine qualifizierte Mehrheit von 75 % des bei Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals, vgl. § 186 Abs. 3 S. 2 AktG bzw. § 202 Abs. 2 S. 2 AktG), Bekanntmachungs- (die Beschlussfassung über den Bezugsrechtsausschluss bzw. die Vorstandsermächtigung hierzu muss mit der Einladung zur Hauptversammlung ausdrücklich und ordnungsgemäß bekannt gemacht werden, vgl. § 186 Abs. 4 S. 1 AktG bzw. §§ 203 Abs. 2 S. 2, 186 Abs. 4 S. 1 AktG, jeweils iVm. § 121 Abs. 3 S. 2 AktG) und Begründungsanforderungen (der Vorstand hat den Aktionären von der Hauptversammlung an einen schriftlichen Bericht über die Gründe für den Bezugsrechtsausschluss bzw. die Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss zugänglich zu machen, vgl. § 186 Abs. 4 S. 2 AktG bzw. §§ 203 Abs. 2 S. 2, 186 Abs. 4 S. 2 AktG), wie sie ein Bezugsrechtsausschluss iRe. ordentlichen Kapitalerhöhung[865] oder eine Ermächtigung des Vorstands zur Ausnutzung von genehmigtem Kapi-

---

Hdb. AG, § 50 Rn. 55; *Gehling*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 32 Rn. 10; *Habersack*, ZIP 2004, 1121, 1126 f.; *Huber*, in: FS Kropff, S. 101, 119; *Kiem*, ZIP 2000, 209, 212. Allgemein zu Parallelen der Wiederveräußerung eigener Aktien mit der Ausnutzung genehmigten Kapitals auch *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441, 1442; *Habersack*, ZIP 2004, 1121, 1126 f.; *Wilsing/Siebmann*, DB 2006, 881.

864 Der Verweis des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG auf § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG, der die Veräußerung eigener Aktien zur Bedienung von Aktienoptionen unter Umgehung der Vorschriften zum genehmigten Kapital verhindert (s. Begr. RegE KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 14; *Block*, in: Heidel, AktG, § 71 Rn. 70; *Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 187; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 280), erlangt im hiesigen Kontext also keinerlei Bedeutung und wird deshalb auch außen vor gelassen.

865 S. auch *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 151; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 133; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 71 Rn. 28; *Habersack*, ZIP

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tal unter Ausschluss des Bezugsrechts erfordert, einzuhalten. In letztgenannter ‚Ermächtigungskonstellation' würde zusätzlich ein Vorstandsbeschluss über das Gebrauchmachen von der Ermächtigung erforderlich.

Ferner bedürfte ein im Beschluss der Hauptversammlung über die „andere Veräußerung" (bzw. im auf einer entsprechenden Ermächtigung fußenden Vorstandsbeschluss hierüber) liegender Bezugsrechtsausschluss, den der Gesetzgeber über die Verweisung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG auf die § 186 Abs. 3, 4 AktG (iVm. § 203 AktG analog) fingiert, der sachlichen Rechtfertigung nach den von der Rechtsprechung[866] für den Bezugsrechtsausschluss iRd. ordentlichen Kapitalerhöhung bzw. derjenigen aus genehmigtem Kapital entwickelten Grundsätzen,[867] mithin einer positiven sachlichen Rechtfertigung im Gesellschaftsinteresse am Maßstab des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes[868].[869]

Die Beantwortung der Schlüsselfrage, die über die Auslösung vorerwähnter Konsequenzen entscheidet, gestaltet sich indes überaus diffizil,

---

2004, 1121, 1126; *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 71 Rn. 28; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 180; *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 286; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 226; *Wilsing/Siebmann*, DB 2006, 881, 883 ff.

866 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in den Fn. 567 und 569.

867 S. *Gehling*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 12 Rn. 32 ff. Eingehend hierzu *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 25 ff. sowie *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 88 ff.

868 Das Erfordernis einer materiellen Rechtfertigung eines jeden Bezugsrechtsausschlusses durch Nachweis eines qualifizierenden Sachgrundes entspricht der weit überwiegenden hM., vgl. aus der Rspr.: BGH, Urt. v. 13.03.1978 – II ZR 142/76, NJW 1978, 1316 ff. (*Kali & Salz);* BGH, Urt. v. 07.03.1994 – II ZR 52/93, NJW 1994, 1410 ff. (*Deutsche Bank*); BGH, Urt. v. 09.11.1992 – II ZR 230/91, NJW 1993, 400 ff. (*Bremer Bankverein*). Aus der Lit.: *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 60; *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 78; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 75 ff.; *ders./Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 4 Rn. 184; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 25; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 114 ff.; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 88 ff.; *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 186 Rn. 40 ff.; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 186 Rn. 28; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 186 Rn. 52; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 186 Rn. 30. Ablehnend demgegenüber aus jüngerer Zeit etwa *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 95 mwN. in Fn. 290, der die Lehre vom sachlichen Grund nur in Fällen materieller Ungleichbehandlung eingreifen, in den übrigen Fällen hingegen eine allgemeine Missbrauchskontrolle ausreichen lassen will.

869 S. *Block*, in: Heidel, AktG, § 71 Rn. 69; *Broichhausen*, NZG 2012, 86, 87; *Hitzer/Simon/Holger*, AG 2012, 237, 240; *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441, 1442.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bereiten ambigue Interpretationsvarianten der S. 3–5 des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG diesbezüglich doch enorme Schwierigkeiten.[870]

(1) Darstellung & Analyse des bisherigen Meinungsstands

(a) HM.: Derivative Veräußerung unter Verstoß gegen § 53a AktG als „andere Veräußerung" iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG

So hält die hM. unter Rekurs auf den Wortlaut und die systematische Verkettung der S. 3–5 des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG diejenige Lesart für maßgeblich, derer nach Bezugspunkt der demarkierenden „andere[n] Veräußerung" eine den Gleichheitssatz wahrende ist.[871] Argumentiert wird, S. 4 der Bestimmung sei als bloße Interpretationsregel des S. 3 zu verstehen, die in entsprechender Rückbezüglichkeit statuiert, dass derivative Veräußerungen über die Börse – ob der Möglichkeit disquotaler Anteilszuteilung iR. solcher – stets der Wahrung des Gleichheitssatzes genügen[872].

Überdies wird angeführt, auch die genetische Exegese lege dieses Verständnis nahe. Nimmt man die Ausführungen im Gesetzesentwurf, dass „der Einschub ‚in diesem Falle' [vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG] [...] deutlich [macht], daß [sic.] die Anwendung des § 186 AktG auf den Fall einer Abweichung von der Gleichbehandlung der Aktionäre beschränkt ist."[873], wobei „in diesem Falle" denjenigen Kasus der „andere[n] Veräußerung" iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG meint, nämlich beim Wort, so handelte es sich nur insoweit um eine „andere Veräußerung" iSd. Norm,

---

870 Kritisch zum unklaren Wortlaut insofern schon die Stellungnahme des DAV zum RefE „KonTraG", s. *DAV*, ZIP 1997, 163, 172 Rn. 99. Ferner z.B. auch *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 133; *Hirsch*, Eigene Aktien, S. 168; *Last*, Eigene Aktien, S. 131.

871 § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3–5 AktG dergestalt auslegend *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 279, 285; *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 151, 154, allerdings insofern widersprüchlich zu den Ausf. in Rn. 150; *ders.*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 80, 84; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 133; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit[1], AktG, § 71 Rn. 27, 28; *Last*, Eigene Aktien, S. 131; *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 71 Rn. 28; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 196 ff., 378 f.; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 275; *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441. Andeutungsweise auch LG Berlin, Urt. v. 15.11.1999 – 99 O 83/99, AG 2000, 328, 329.

872 Dezidiert zur Legitimität dieser legislatorischen Anordnung *Verse*, Gleichbehandlung, S. 475 ff.

873 Begr. RegE KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 14.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

als die Art der Veräußerung einen Verstoß gegen das in § 53a AktG normierte Gleichbehandlungsgebot darstellt.[874]

Diesem Normverständnis nach könnte der Vorstand die Sachausschüttung von *Treasury Shares* iRd. § 58 Abs. 5 AktG – abgesehen vom erforderlichen Sachausschüttungsbeschluss – aus eigener Kraft verfügen; die Dividendenberechtigung des gesamten Aktionariats vorausgesetzt steht ein Verstoß gegen den Gleichheitssatz nicht zu befürchten, werden die sich im Eigenbestand der Gesellschaft befindlichen Anteile doch sämtlichen Anteilseignern pro rata offeriert.

(b) Minderheitsmeinung: Derivative Veräußerung außerhalb der Börse als „andere Veräußerung" iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG

Die Minderheitsmeinung hingegen deklariert eine jede Veräußerung außerhalb der Börse als „andere Veräußerung" iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG und statuiert dergestalt das Erfordernis eines Votums der Hauptversammlung, das nach Maßgabe der Vorschriften über den Bezugsrechtsausschluss iRv. Kapitalerhöhungen (§ 186 Abs. 3, 4 AktG) zu fassen ist, im Hinblick auf eine jede derivative Veräußerung außerhalb der Börse, mithin auch die Ausschüttung eigener Aktien iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG.[875]

Gestützt wird dieses Verständnis interessanter Weise ebenfalls auf Argumente der systematischen und genetischen Auslegung. So wird argumentiert, der Verweis in § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG („§ 186 Abs. 3, 4 und § 193 Abs. 2 Nr. 4 sind in diesem Fall entsprechend anzuwenden") beziehe sich augenscheinlich der relativ klaren Satzstruktur auf den gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG erforderlichen (ermächtigenden) Hauptversammlungsbeschluss im Falle einer „andere[n] Veräußerung", wobei sprachlicher Bezugspunkt der abgrenzenden „andere[n] Veräußerung" die-

874 IdS. konkludierend bspw. *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 285; *Huber*, in: FS Kropff, S. 101, 119.

875 Die Norm dahingehend interpretierend OLG Schleswig, Urt. v. 18.09.2002 – 5 U 164/01, AG 2003, 102; OLG Oldenburg, Urt. v. 17.03.1994 – 1 U 151/93, AG 1994, 415 ff.; OLG Oldenburg, Urt. v. 17.03.1994 – 1 U 46/91, AG 1994, 417 f.; *DAV*, ZIP 1997, 163, 172 Rn. 100 ff.; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 71 Rn. 103; *Huber*, in: FS Kropff, S. 101, 118, dort mit Fn. 94. Ebenso (hierbei allerdings unzutreffend davon ausgehend, dies entspreche der hM.): *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71 Rn. 19m; *Wieneke*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 71 Rn. 41.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

jenige über die Börse, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 AktG, ist, was schließlich auch aus systematischer Sicht überaus naheliegt.

Dem genetischen Argument der hM.[876] hält man schließlich entgegen, dass die Gesetzgebungsmaterialien allenfalls prima facie ein derart eindeutiges Verständnis nahelegen. Insofern nämlich ergibt sich aus der weiteren Lektüre der von der hM.[877] in Bezug genommenen Stelle der Gesetzgebungsmaterialien, dass es wohl auf eine „Überinterpretation der Entwurfsbegründung"[878] hinausläuft, in den vorzitierten Darlegungen eine Einlassung zur just präsenten rechtsdogmatischen Frage zu erblicken.

In diesem Sachzusammenhang konfligieren nämlich die der wiedergegebenen Stelle nachfolgenden Ausführungen der Regierungsbegründung mit dem von der hM.[879] gefundenen Ergebnis, werden doch als weitere Beispielsfälle für das Erfordernis eines (ermächtigenden) Hauptversammlungsbeschlusses gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG der Abverkauf an institutionelle Anleger sowie die Übertragung der Anteile an Dritte als Gegenleistung für Sacheinlagen derer genannt.[880] Beides aber lässt sich gerade nicht mit einer Abweichung vom Grundsatz des § 53a AktG begründen, verpflichtet das Gebot der Gleichbehandlung den Vorstand doch allein dazu, Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln. Gewahrt ist der allgemeine Gleichheitssatz demnach also auch dann, wenn sämtliche Aktionäre gleichmäßig vom Bezug ausgeschlossen werden.[881] Dergestalt disqualifiziert sich die Gesetzesbegründung aufgrund des ihr immanenten Paradoxons ihrer Dienlichkeit zur Klärung der präsenten rechtsdogmatischen Querele.

(2) Stellungnahme

Da die beiden Auffassungen zu unterschiedlichen Ergebnissen gelangen, bedarf es eines Streitentscheids.

---

876 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 871.
877 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 871.
878 *Habersack*, ZIP 2004, 1121, 1124.
879 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 871.
880 Begr. RegE KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 14.
881 Zu diesem Aspekt soweit ersichtlich nur *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 285; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71 Rn. 19m; *Würdinger*, AktR, S. 62. Dies übersehend OLG Oldenburg, Urt. v. 17.03.1994 – 1 U 151/93, AG 1994, 415 ff.; OLG Oldenburg, Urt. v. 17.03.1994 – 1 U 46/91, AG 1994, 417 f.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Insofern lässt sich gegen die Auffassung der Minderheitsmeinung[882] anführen, dass der Verweis in § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG legitimer Weise kaum dergestalt zu verstehen sein kann, dass für jede Veräußerung eigener Aktien außerhalb der Börse ein Votum der Hauptversammlung obligatorisch sein soll, das nach Maßgabe der Vorschriften über den Bezugsrechtsausschluss iRv. Kapitalerhöhungen (§ 186 Abs. 3, 4 AktG) zu fassen wäre, ergibt die Anwendung der vorbezeichneten, vom Gesetzgeber zum Schutze der (Alt-)Aktionäre installierten, Sicherungsmechanismen doch in derjenigen Konstellation, in der der Vorstand den Anteilseignern die *Treasury Shares* zwar außerhalb der Börse, aber gleichmäßig zum Erwerb anbietet, schlechterdings keinen Sinn.[883]

Allerdings vermag auch die Auffassung der hM.[884] insofern nur bedingt zu überzeugen, als die stringente Weiterführung von deren Ansatz konsequenterweise zur Folge haben müsste, dass die Auswahl der Akquisiteure wie auch die Preisfindung im Falle der Wahrung des Gleichheitssatzes aus § 53a AktG vermittels ausnahmsloser Nichtberücksichtigung der bisherigen Aktionäre iSe. Zuteilung der eigenen Aktien an ausschließlich Dritte (Nichtaktionäre) ins freie Ermessen des Vorstands gestellt würde,[885] womit unweigerlich die Gefahren einer Verwässerung des Anteilswerts zulasten der (Alt-)Aktionäre[886] sowie eines willkürlichen verwaltungsseitigen Eingriffs in die Zusammensetzung der Aktionärsstruktur[887] einhergehen.

Diesem Dilemma versuchen die Verfechter der hM.[888] sodann zwar auf anderer Ebene, namentlich durch die Anerkennung der Existenz eines dem iRv. Kapitalerhöhungen bestehenden gesetzlichen Bezugsrecht aus

882 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 875.
883 Explizit idS. *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 80; *ders.*, Eigene Aktien, Rn. 151; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 133; *Last*, Eigene Aktien, S. 131 f.
884 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 871.
885 Vgl. bspw. *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 285; *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 145; *Brammer,* Rückerwerbbare Aktien, S. 308; *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 146; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 131, 134; *ders.*, ZIP 2004, 1121, 1123 f.; *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441, dort mit Fn. 5.
886 Eingehend hierzu die nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(c).
887 Eingehend hierzu die nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(d).
888 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 871.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

§ 186 Abs. 1 S. 1 AktG ähnlichen,[889] gegenüber diesem schwächeren,[890] vorrangigen Erwerbsanrechts[891] zugunsten der (Alt-)Aktionäre zu begegnen, verstricken sich hierbei jedoch in Widersprüche.

So wird die Existenz einer derartigen Rechtsposition zumeist auf die pauschalierende, jedoch weitestgehend unzutreffende,[892] Insinuation des Bestehens einer identischen Interessenlage iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien und iRv. Kapitalerhöhungen gestützt.[893]

---

889 Ein formal-rechtliches Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 S. 1 AktG existiert in dieser Konstellation freilich nicht, da ein solches nur im Falle der Ausgabe von neuen Aktien gewährt wird. IdS. z.B. auch *Johannsen-Roth*, Eigene Aktien, S. 198, dort mit Fn. 800; *Martens*, AG 1996, 337, 342 f.

890 Das von der hM. zugunsten der (Alt-)Aktionäre konzipierte vorrangige Anrecht zum Erwerb iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien ist zwangsläufig eine gegenüber dem Bezugsrecht auf neue Aktien (vgl. § 186 Abs. 1 S. 1 AktG) schwächere Rechtsposition, weil die freihändige Aktienausgabe über die Börse iRv. Kapitalerhöhungen einen Bezugsrechtsausschluss darstellt, während § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 AktG für diesen Fall die Wahrung des Voraberwerbsrechts fingiert, obwohl hiermit gerade keine vorrangige Zugriffsmöglichkeit der (Alt-)Aktionäre auf die wiederauszugebenden Aktien verbunden ist, die das gesetzliche Bezugsrecht sicherzustellen sucht. Eingehend hierzu *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 146 ff.; *ders.*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 80. Vgl. ferner auch *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 131 mwN. in Fn. 415.

891 Für die Existenz eines Voraberwerbsrechts *Baldamus*, Kapital-RL, S. 185; *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 80 mwN. in Fn. 259; *ders.*, Eigene Aktien, Rn. 146; *Broichhausen*, NZG 2012, 86, 88; *Brammer*, Rückerwerbbare Aktien, S. 309; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit[1], AktG, § 71 Rn. 19 (abw. *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit[1], AktG, § 71 Rn. 103); *Habersack*, ZIP 2004, 1121, 1124; *Hirsch*, Eigene Aktien, S. 165 ff.; *Huber*, in: FS Kropff, S. 101, 118 ff.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71 Rn. 19k; *Kiem*, ZIP 2000, 209, 214; *Leithaus*, Eigene Aktien, S. 22 f.; *Martens*, AG 1996, 337, 342 f.; *Möller*, Eigene Aktien, Rn. 276 ff.; *Oechsler*, ZHR 2006, 72, 79 f.; *Paefgen*, AG 1999, 67, 68 f.; *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441; *Wieneke*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 71 Rn. 41; *Wilsing/Siebmann*, DB 2006, 881, 883; OLG Hamm, Urt. v. 29.09.1983 – 8 U 304/82, ZIP 1983, 1332, 1334, wonach eine bergrechtliche Gewerkschaft eigene Kuxe nicht ohne qualifizierte Zustimmung der Gewerkenversammlung an außenstehende Dritte veräußern darf. Einschränkend hingegen (und mit den vorgeschlagenen Einschränkungen sehr überzeugend im Hinblick auf den Telos der Norm) *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 130 ff., insbesondere 134 f. sowie *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 149 ff.; gegen die Existenz eines solchen Rechts *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 196 f., 281 f., 285; *Johannsen-Roth*, Eigene Aktien, S. 199 f.; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 193 ff., 205 f., 378 ff.; *Piepenburg*, BB 1996, 2582, 2584.

892 Eingehend hierzu die nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(a) sowie (b).

893 Vgl. hierzu schon die Nachw. in Fn. 871.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Darüber hinaus greift der denklogischerweise die Existenz eines Voraberwerbsrechts präsupponierende Verweis des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG auf die Vorschriften über den Ausschluss des Bezugsrechts (§ 186 Abs. 3, 4 AktG) grundsätzlich nur im Falle einer „andere[n] Veräußerung", sodass die generalisierende Annahme eines Vorerwerbsanrechts, wie sie von der hM.[894] befürwortet wird, argumentum e contrario schlichtweg nicht mit dem Wortlaut der Norm zu vereinbaren ist.[895]

Schließlich widerspricht die vorgehend dargestellte Sichtweise der hM.[896] aber auch der gesetzgeberischen Intention, war doch die Idee, das Aktionariat durch Gewährung eines generellen Bezugsrechts an jeder Wiederveräußerung eigener Aktien partizipieren zu lassen, iRd. Gesetzgebungsverfahrens zum KonTraG[897] entgegen dahingehender Vorschläge[898] explizit verworfen[899] worden.

(3) Bemühung der anerkannten *canones* der Methodenlehre

Insofern hiernach keine der beiden Auffassungen vollends zu überzeugen vermag, ist eine Auflösung der Problematik unter Bemühung der anerkannten *canones* der Methodenlehre zu suchen.

Da Wortlaut, Systematik und Genetik den vorgehenden Ausführungen nach kein eindeutiges Normverständnis zulassen, kommt es diesbezüglich dezisiv auf den Telos des Status an.

Diesbezüglich kann die aus den Gesetzgebungsmaterialien hervorgehende gesetzgeberische Regelungsintention wie folgt zusammengefasst werden: IRd. Wiederveräußerung eigener Aktien sollen die Regelungen in S. 3–5 des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG den Eingriff in schutzwürdige Belange der Aktionäre primär dadurch verhindern,[900] dass § 53a AktG iVm. § 71

894 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 871.
895 Explizit idS. *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 71 Rn. 101.
896 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 871.
897 Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich v. 27.04.1998, BGBl. I, S. 786 ff.
898 IdS. war *Martens*, AG 1996, 337, 343 bereits vor Veröffentlichung des RegE von einem solchen Bezugsrecht ausgegangen. Ferner schlug z.B. auch *Hüffer*, ZHR 1997, 214, 244 einen uneingeschränkten Verweis auf § 186 AktG vor.
899 S. Begr. RegE KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 14. Explizit idS. soweit ersichtlich nur *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 285, implizit auch *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 148; *Habersack*, ZIP 2004, 1121, 1124.
900 S. Begr. RegE KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 13 f.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG – wobei letztere Norm ausweislich der Gesetzesbegründung[901] eine bloße klarstellende Hervorhebung bezweckt, mithin keinen genuinen Regelungsgehalt besitzt[902] – die Privilegierung einzelner Anteilseigner gegenüber anderen untersagt. Auf diesem Grundgedanken fußend fingiert § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 AktG schließlich die Wahrung des Gleichheitssatzes vermöge derivativer Veräußerung über die Börse,[903] obwohl diese Veräußerungsart grundsätzlich eine disquotale Anteilszuteilung zulässt.

Die Begründung hierfür dürfte zum einen darin liegen, dass der Normgeber im Falle der Veräußerung der *Treasury Shares* im freien Handel keine schützenswerten Belange des Aktionariats tangiert sieht.[904] Bei einer solchen nämlich liegen infolge der unweigerlichen Abgabe der eigenen Anteile zum Marktpreis[905] sowie aufgrund der in § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG normierten Erwerbsgrenze von 10 % iaR.[906] – mit Ausnahme der qualifizierten Beschlussmehrheit von 75 % des vertretenen Grundkapitals – stets die Voraussetzungen des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses nach § 186 Abs. 3 S. 4 AktG vor.[907]

Zum anderen bannt die Rückführung in den freien Handel die üblicherweise im Zusammenhang mit dem Abverkauf eigener Aktien propagierten kapitalerhöhungsäquivalenten Gefahren insoweit, als die Gesellschaft den Anteilseignern hierbei wie ein beliebiger Marktteilnehmer gegenübertritt.[908] Dadurch wird nämlich eine jede willkürliche vorstandsseitige Einflussnahme auf die Aktionärsstruktur unterbunden sowie jedem (Alt-)Aktionär gleichermaßen die Möglichkeit eröffnet wird, seine Beteiligungsquote vermittels Zukaufs von Aktien an der Börse aufrecht zu erhal-

---

901 S. Begr. RegE KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 13.

902 Vgl. in diesem Kontext bereits die obigen Nachw. in Fn. 850.

903 Dezidiert zur Legitimität dieser legislatorischen Anordnung *Verse*, Gleichbehandlung, S. 475 ff.

904 S. Begr. RegE KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 13; *Brammer*, Rückerwerbbare Aktien. Kritisch: *Huber*, in: FS Kropff, S. 101, 113; *Paefgen*, ZIP 2002, 1509, 1510; *ders.*, AG 1999, 67, 69.

905 Spezifisch zu diesem Aspekt auch *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 282.

906 S. in diesem Kontext die nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(b) sowie die Ausf. und Nachw. in Fn. 1343.

907 Ähnlich die Stellungnahme des DAV zum RefE „KonTraG", s. *DAV*, ZIP 1997, 163, 172 Rn. 101. Ebenso *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 178.

908 IdS. bspw. *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 243; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 160.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ten, während die objektivierte Preiskontrolle in Gestalt des Börsenkurses Vermögenseinbußen der Anteilseigner ausschließt.[909]

Schließlich unterbindet § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG in Ergänzung zu den vorerörterten Regelungen in den S. 3 und 4 des § 71 AktG Beeinträchtigungen schützenswerter Belange der Aktionäre dadurch, dass „andere Veräußerung[en]" dem Erfordernis eines (ermächtigenden) Hauptversammlungsbeschlusses unterworfen werden, sowie dadurch, dass die entsprechende Anwendung der § 186 Abs. 3, 4 angeordnet wird.[910]

Auf diese Weise sollen die Anteilseigner nicht nur vor einer Verwässerung ihres Vermögenswertes[911] sowie (bedingt[912]) vor einer solchen ihrer Beteiligungsquote[913] geschützt werden, sondern auch vor einer Verwässerung ihres Beteiligungswertes an sich, die der Vorstand durch selektive Veräußerung eigener Aktien unter Marktwert herbeiführen könnte[914].

Gleichsam soll das Regelungsregime die gezielte Verschiebung von Beteiligungsquoten verhindern und die Anteilseigner so vor der hierin liegenden Einflussnahme des Vorstandes auf die Machtverhältnisse innerhalb der Hauptversammlung schützen.[915]

---

909 S. *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 282; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 134. Implizit auch *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 80; *Broichhausen*, NZG 2012, 86, 88; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71 Rn. 19m; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 204 f.; *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441.

910 S. Begr. RegE KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 14.

911 Vgl. z.B. *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit[1], AktG, § 71 Rn. 7 (abw. jedoch *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 71 Rn. 102); *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 176.

912 Der Gesetzgeber hat die Veräußerung über die Börse qua der Regelung in § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 AktG ausdrücklich für zulässig erklärt und damit grundsätzlich die Möglichkeit einer disquotalen Zuteilung eröffnet. Daran wird deutlich, dass die Vorschrift nicht nach dem Vorbild des gesetzlichen Bezugsrechts aus § 186 Abs. 1 S. 1 AktG den Quotenerhalt abzusichern sucht, sondern diesen nur insofern im Blick hat, als die Veräußerung über die Börse den Aktionären die Chance zum Erhalt ihrer Beteiligungsquote durch Zukauf gleichmäßig eröffnet. Vgl. zu diesem Aspekt auch *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 134.

913 Vgl. dazu e.g. *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 79; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 16, 132 ff.; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit[1], AktG, § 71 Rn. 7 (abw. jedoch *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 71 Rn. 102); *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 71 Rn. 27; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 176; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 267.

914 Zu dieser Stoßrichtung s. schon die in Fn. 913 Genannten.

915 Vgl. hierzu z.B. *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 129; *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 71 Rn. 27. Implizit auch *Broichhausen*, NZG 2012, 86, 88; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 267; *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441, 1446.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Interpretierte man „andere Veräußerung" nach alledem allein unter Rekurs auf § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG und definierte eine solche als Abgabe von *Treasury Shares* unter Nichtbeachtung des Gleichheitssatzes (s. § 53a AktG), so würde nicht nur die gleichmäßige Wiederausgabe der *Treasury Shares* an das Aktionariat, sondern insofern, als der unbedingten Gleichbehandlung auch kraft ausnahmsloser Nichtberücksichtigung der bisherigen Aktionäre Genüge geleistet ist,[916] der außerbörsliche Absatz an ausschließlich Dritte (Nichtaktionäre) unter Ausschluss aller Aktionäre vom Bezug zulässig, ohne dass es hierzu eines (ermächtigenden) Hauptversammlungsbeschlusses unter Einhaltung der erschwerenden Beschlussanforderungen der Abs. 3 und 4 des § 186 AktG bedürfte. Dies mit der Konsequenz, dass die Auswahl der dritten Akquisiteure wie auch die Preisfindung allein dem Vorstand überlassen bliebe.[917]

(a) Gefahr einer Verwässerung der Beteiligungsquote

Freilich würde die Praxis letztskizzierte Auslegungsvariante aufgrund der damit verbundenen Flexibilität des Einsatzes eigener Aktien als Kaufwährung iR. sich spontan bietender Akquisitionsgelegenheiten[918] durchaus begrüßen.[919]

Indes könnte der Telos der S. 3–5 des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG diesem Normverständnis entgegenstehen, scheint hiermit doch prima facie die Konsequenz verquickt, dass Altaktionäre schutzlos einer Stimmrechtsverwässerung ausgeliefert werden. Bleiben die von der Gesellschaft gehaltenen Anteile nämlich während des Interimszeitraumes der Eigenhaltung iRv. Beschlussfassungen (bzgl. derer für die Beschlussmehrheit die Höhe des vertretenen Grundkapitals ausschlaggebend ist) gemäß § 71b AktG außen vor, führt deren Wiederausgabe zu einem uneingeschränkten Wieder-

916 S. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 885.

917 Ebenso *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 285; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 134.

918 Dominierendes Motiv von Aktienrückkäufen ist bislang eindeutig deren Einsatz als Akquisitionswährung, s. *Pellens/Schremper*, Aktienrückkauf, S. 4 ff.; *DAI*, Aktienrückkauf, S. 9 ff.

919 Hierzu soweit ersichtlich allein *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 285. Implizit im vorstehenden Sinne aber auch *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 134.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aufleben[920] der Stimmrechte aus diesen Aktien, geht also mit einer Veränderung der Stimmrechtsverteilung einher und entzieht dem einzelnen Anteil in prozentualer Hinsicht Stimmkraft;[921] Stimmkraft die infolge der Wiederveräußerung an außenstehende Dritte den die Aktien erwerbenden Neuaktionären zuwüchse.

So diese Situation prima facie kommensurabel zu derjenigen iRv. Kapitalerhöhungen anmutet, iRd. das in § 186 Abs. 1 S. 1 AktG verankerte Bezugsrecht zugunsten der (Alt-)Aktionäre die Chance absichert, die bestehende Mitgliedschaft bei zusätzlichem Kapitaleinsatz (sowohl) im Hinblick auf die Stimmrechtsmacht (als auch in Bezug auf die Vermögenssubstanz) in der Quote ungeschmälert aufrecht zu erhalten,[922] wirkte es allerdings höchst befremdlich, die Anteilseigner iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien schutzlos der Gefahr einer Verwässerung der Beteiligungsquote auszuliefern.[923]

Dieser erste Anschein trügt jedoch insoweit, als eine nähere Analyse der situativen Gefährdungspotenziale herausschält, dass es an einer entsprechenden Kommensurabilität der Interessenlagen fehlt. Nimmt man nämlich Erwerbs- und Wiederveräußerungsvorgang als uno actu in den Blick, so wird – und hierin liegt der zentrale Unterschied zur Situation iRv. Kapitalerhöhungen – mit der erneuten Ausgabe der gesellschaftsseitig rücker-

---

920 Hierzu bspw. *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 149; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71b Rn. 7, 8; *Gätsch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 50 Rn. 49; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 71b Rn. 5; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71b Rn. 3, 6; *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 71b Rn. 3; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 193; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71b Rn. 17; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71b Rn. 8, 9; *Wieneke*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 71b Rn. 3.

921 Spezifisch hierzu e.g. *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 79; *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 149 ff, 151 f.; *DAV*, ZIP 1997, 163, 172 Rn. 101; *Habersack*, in: FS Nobbe, S. 539, 553 ff.; *ders.*, ZIP 2004, 1121, 1123 f.; *Last*, Eigene Aktien, S. 130; *Martens*, AG 1996, 337, 343; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 267; *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441, 1442.

922 Vgl. hierzu schon die obigen Ausf., Nachw. und Verw. in Fn. 333.

923 IdS. z.B. OLG Hamm, Urt. v. 29.09.1983 – 8 U 304/82, ZIP 1983, 1332, 1334 (bergrechtliche Gewerkschaft); *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 425, dort mit Fn. 2297; *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 146; *ders.*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 6, 79, 80; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit[1], AktG, § 71 Rn. 7 (abw. jedoch *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 71 Rn. 101); *Habersack*, ZIP 2004, 1121, 1124; *Huber*, in: FS Kropff, S. 101, 109, 117 (s. dort auch die Ausf. und Verw. in Fn. 92), 119, 124; *Kiem*, ZIP 2000, 209, 214; *Kindl*, DStR 1999, 1276, 1277; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 193, 378; *DAV*, ZIP 1997, 163, 172 Rn. 101; *Martens*, AG 1996, 337, 342 f.; *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441, 1446; *Wieneke*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 71 Rn. 41; *Wilsing/Siebmann*, DB 2006, 881, 882 f.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

worbenen Anteile im Hinblick auf die Verwaltungsrechte, insbesondere die Stimmrechtssituation, lediglich der status quo ante Reakquisition wiederhergestellt.[924] Der Umstand aber, dass den Altaktionären vermittels Wiederausgabe der *Treasury Shares* nicht mehr genommen wird, als ihnen zuvor durch den Aktienrückkauf gegeben wurde, steht dem Suppositum einer zu deren Lasten gehenden, kapitalerhöhungsähnlichen[925] Verwässerungsgefahr entgegen.[926]

Dementsprechend bedarf es des Eingreifens der zum Schutze der (Alt-)Aktionäre installierten Protektionsmechanismen des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG aus dieser Warte nicht.

Daran ändert auch der Umstand nichts, dass das vorgehend geführte Argument mit Blick auf diejenigen Anteilseigner, die der Gesellschaft iRd. Rückerwerbs Aktien andienten, keine Validität genießt, da deren Beteiligungsquoten im Vergleich zu denjenigen status quo ante verringert bleiben. Die insoweit betroffenen Aktionäre sind nämlich in diesem Bezugsrahmen insofern schlichtweg nicht schutzwürdig, als sie die Verringerung ihrer Beteiligungsquote selbst herbeigeführt haben; sie können nicht etwa erwarten, dass ihnen die Gesellschaft im Falle der Wiederveräußerung der betreffenden Aktien eine ‚Wiederherstellung' der Beteiligungsquote ante Reakquisition ermöglicht, indem sie ihnen die abzugebenden Anteile vorrangig, vor allen anderen, zum Bezug anbietet. Das wäre auch schon gar

---

924 IdS. e.g. *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 281; *Broichhausen*, NZG 2012, 86, 88; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 16 a.E., 132; *DAV*, ZIP 1997, 163, 172 Rn. 100; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit[4], AktG, § 71 Rn. 102; *Hirsch*, Eigene Aktien, S. 169; *Johannsen-Roth*, Eigene Aktien, S. 200; *Last*, Eigene Aktien, S. 130 f.; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 205 f., 378 ff.; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 267; *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441, 1446. Zu Unrecht kritisch: *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 176 bzw. aA.: *Brammer*, Rückerwerbbare Aktien, S. 308; *Wilsing/Siebmann*, DB 2006, 881, 883 ff.

925 Die Analyse in der Regierungsbegründung, s. Begr. RegE KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 14, derer nach Abweichungen vom Grundsatz gleichmäßiger Zuteilung wirtschaftlich dem Bezugsrechtsausschluss bei Neuemission entsprechen, ist folglich unzutreffend. Vgl. hierzu e.g. *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 281; *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 149 ff, 151 f.; *ders.*, NZG 2012, 86, 88; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 16 a.E., 132; *DAV*, ZIP 1997, 163, 172 Rn. 100 f.; *Habersack*, ZIP 2004, 1121, 1123 f.; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 378 ff.; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 267; *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441, 1446. Zu Unrecht aA. *Wilsing/Siebmann*, DB 2006, 881, 883 ff.

926 S. BGH, Urt. v. 16.02.2004 – II ZR 316/02, BGHZ 158, 122, 128. Vgl. zudem bereits die Nachw. in Fn. 925. Darüber hinaus wohl ebenfalls idS. zu interpretieren: *Last*, Eigene Aktien, S. 130 f.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nicht zulässig, läge darin doch eine vor § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG iVm. § 53a AktG sachlich nicht zu rechtfertigende Ungleichbehandlung.

Anders könnte sich die Sachlage allenfalls mit Blick auf die Gefährdungslage zulasten solcher Aktionäre, die sich erst nach dem gesellschaftsseitigen Anteilsrückerwerb einkauften und für die infolge nicht ‚bloß' der status quo ante Reakquisition wiederhergestellt wird, präsentieren.[927]

Zu überzeugen vermag dies allerdings angesichts der Tatsache, dass sich derartige ‚Interims-Neuaktionäre' ob der Kenntnis, dass über den erworbenen Aktien per se das Damoklesschwert der ‚latenten Wiederausgabegefahr' schwebt,[928] in die Gesellschaft einkauften, nicht. Insofern die *Treasury Shares* nämlich auch für die Dauer des Interimszeitraums der Eigenhaltung Teil der Eigenkapitalstruktur der Gesellschaft bleiben und aus der Bilanz ersichtlich sind,[929] trifft die Verwässerungsgefahr die nach gesellschaftsseitigem Aktienrückkauf und vor Wiederveräußerung hinzugetretenen Anteilseigner nicht überraschend, sodass es letztlich an einer die Anwendung der zum Schutze der (Alt-)Aktionäre installierten Protektionsmechanismen des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG rechtfertigenden Schutzbedürftigkeit fehlt.[930] Dergestalt müssen sich etwaige betroffene ‚Interims-Neuaktionäre' letztlich den beim Voreigentümer eingetretenen Entwässerungseffekt entgegen halten lassen.

Soweit *Bezzenberger* diesen Argumentationsstrang damit auszukontern sucht, dass eine vergleichbare ‚latente Ausgabegefahr' auch im Falle eines genehmigten Kapitals besteht, bei dessen späterer Ausnutzung zwischenzeitlich neu hinzugekommenen Aktionären aber zum Schutze vor einer

927 Zu diesem Aspekt s. schon die Nachw. in Fn. 925.

928 S. e.g. *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 149 f.; *ders.*, NZG 2012, 86, 88. Selbiges implizieren letztlich sämtliche Autoren, die in der Wiederausgabe der Aktien die Wiederherstellung des status quo ante Reakquisition sehen, vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 924.

929 Der Gesetzgeber interpretiert den Rückkauf eigener Anteile als Auskehrung frei verfügbarer Rücklagen an das Aktionariat, s. RegE BilMoG, BT-Drs. 16/10067, S. 65. Diesem Verständnis folgend erfolgt freilich kein aktivischer Ausweis der rückerworbenen eigenen Anteile, vielmehr ist die Auskehrung gemäß § 272 Abs. 1a HGB dadurch, dass der Nennbetrag der erworbenen eigenen Anteile in der Vorspalte offen von dem Posten ‚Gezeichnetes Kapital' abzusetzen ist, allein auf der Passivseite abzubilden. Aus der Bilanz ablesbar ist die Zahl der rückerworbenen eigenen Aktien dadurch aber allemal. Eingehend zur bilanziellen Behandlung eigener Aktien e.g. die Ausf. bei *Gätsch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 50 Rn. 50 und *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 399 ff.

930 S. *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 150.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Beteiligungsverwässerung ein Bezugsrecht eingeräumt wird,[931] vernachlässigt er hierbei substanzielle Unterschiede zwischen Kapitalerhöhung und Wiederausgabe eigener Aktien.

So findet iRv. Kapitalerhöhungen eine satzungsändernde Erhöhung der Grundkapitalziffer statt, infolge derer es zu einer originären Änderung der Beteiligungsquote kommt. Mit dem Erwerb wie auch der Wiederausgabe von *Treasury Shares* geht hingegen keine Satzungsänderung, mithin auch keine originäre Modifikation der Grundkapitalstruktur, einher.[932] Stattdessen stellt die Wiederveräußerung eigener Aktien lediglich eine mit der satzungsgemäßen Eigenkapitalstruktur korrespondierende Verteilung der Mitgliedschaftsrechte wieder her.[933] Die Interessenlagen sind mithin nicht vergleichbar, eine kapitalerhöhungsäquivalente Gefährdungslage besteht insofern insbesondere aufgrund dessen nicht, dass kein originärer Eingriff in die Beteiligungsquote stattfindet.

Vielmehr überzeugt es aus vorgenannten Gründen, tangierten Aktionären den beim Voreigentümer infolge des gesellschaftsseitigen Anteilsrückerwerbs eingetretenen negativen Verwässerungseffekt entgegen zu halten.[934]

Hiernach spricht, den Blick auf etwaige Gefahren einer Verwässerung der Beteiligungsquote richtend, schließlich nichts dagegen, die „andere Veräußerung" iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG als solche unter Verstoß gegen den allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatz zu interpretieren.

(b) Gefahr einer Verwässerung der Vermögensrechte

Fragwürdig ist jedoch, ob dies auch mit Blick auf eine etwaig bestehende kapitalerhöhungsähnliche Gefahr der Verwässerung der Vermögensrechte gelten kann.

---

931 S. *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 79, dort mit Fn. 25. IdS. auch *v. Rosen/Helm*, AG 1996, 434, 438; *Huber*, in: FS Duden, S. 137, 141. Eingehend zu Bedeutung und Funktion des Bezugsrechts in Kapitel D.III.1.e)aa)aaa) mwN. in Fn. 1205 und 1206.

932 S. die Nachw. in Fn. 861.

933 So auch *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 149 f.

934 S. hierzu die Ausf. bei *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 149 f. Ebenso *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441, 1446, dort mit Fn. 33, die diesen Effekt auch als „Entwässerungseffekt" bezeichnen.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Dies betreffend ist zunächst einmal zu statuieren, dass die vorstehenden Ausführungen in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(a), betreffend die Auswirkungen des § 71b AktG im Hinblick auf die Stimmrechte, grundsätzlich auf Vermögensrechte übertragbar sind: Aus eigens gehaltenen Aktien kann die Gesellschaft gemäß § 71b AktG keinerlei Rechtspositionen, de facto auch keine Vermögensrechte,[935] herleiten. *Treasury Shares* bleiben folglich iRd. Gewinnverteilung iSd. § 60 Abs. 1 AktG außen vor.

Gleichermaßen wie das Stimmrecht lebt aber auch das Recht, pro rata am Gewinn beteiligt zu werden, mit der Wiederveräußerung der eigenen Aktien beim jeweiligen Erwerber ex nunc wieder auf.[936] Wuchs also der auf die ruhenden Aktien entfallende Gewinnanteil vor deren Wiederveräußerung den gewinnberechtigten Aktionären zu,[937] schmälert die mit der Wiederausgabe einhergehende neuerliche Partizipation dieser Anteile an der Ausschüttung den auf die einzelne Aktie entfallenden rechnerischen Gewinnanteil (*earnings per share*), vgl. § 60 Abs. 1 AktG.[938]

Insofern stellt sich die Frage, ob aus diesem Befund eine mit der Emission junger Aktien komparable Gefahr der Verwässerung der Vermögensrechte resultiert, die einer Auslegung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG dergestalt, dass die Hauptversammlung der Wiederveräußerung eigener Aktien allein im Falle gleichheitswidriger Veräußerung zuzustimmen hat, entgegensteht.

Jedoch sind diesbezüglich zumindest diejenigen Aktionäre, die dem Anteilseignerkreis bereits vor dem Rückerwerb angehörten, analog der in Bezug auf die Gefahr einer Verwässerung der Stimmrechtsquote geführten Argumentation darauf zu verweisen, dass mit der Wiederveräußerung der *Treasury Shares* lediglich der status quo ante Reakquisition wiederhergestellt wird,[939] den (Alt-)Aktionären also qua der Wiederausgabe nur dasjenige genommen wird, was ihnen zuvor durch den gesellschaftsseitigen (Rück-)Erwerb gegeben wurde. Eine originäre Veränderung der Beteiligungsquote, wie sie konstituierendes Merkmal einer jeden Kapitalerhöhung ist, findet also gerade nicht statt, sodass iRd. Wiederveräußerung ei-

---

935 S. anstatt vieler *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71b Rn. 7, 9 mwN. in Fn. 17.

936 S. z.B. *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 55; *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 149; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 17; *Habersack*, in: FS Nobbe, S. 539, 553 ff.; *ders.*, ZIP 2004, 1121, 1123 f.; *Kniehase*, Derivate, S. 309.

937 S. anstatt vieler *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 60 Rn. 36 mwN. in Fn. 94.

938 Hierzu *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 149; *Habersack*, in: FS Nobbe, S. 539, 553 ff.; *ders.*, ZIP 2004, 1121, 1123 f.; *Kniehase*, Derivate, S. 309.

939 Vgl. dazu auch schon die Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(a) sowie die Nachw. in Fn. 924.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gener Aktien mit Blick auf die Gefahr einer Verwässerung der Vermögensrechte auch keine zu derjenigen iRv. Kapitalerhöhungen vergleichbare Interessen- bzw. Gefährdungslage zulasten der (Alt-)Aktionäre besteht.

Nichts anderes gilt schließlich in Bezug auf zwischen Reakquisition und Wiederveräußerung der eigenen Aktien hinzugekommene (Neu-)Aktionäre. Diesen ist zum einen das bereits in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(a) geführte Argument des schon bei Erwerb ganz offenkundig über den Aktien schwebenden Damoklesschwertes der ‚latenten Wiederausgabegefahr' entgegenzuhalten,[940] wobei den in Rekurs genommenen Erwägungen mit Blick auf die Vermögensrechte in Ansehung derjenigen Faktizität, dass dem Aktienrecht durchaus anderweitige Szenarien geläufig sind, in denen Veränderungen der vermögensrechtlichen Beteiligung ohne Zutun des Aktionärs stattfinden, ohne dass gesetzliche Schutzmechanismen wie etwa die Gewährung von Bezugsrechten griffen,[941] besondere Tragkraft zukommt. Verzichtet nämlich exempli gratia ein (Groß-)Aktionär[942] auf seine Dividende und entscheidet sich zu einem späteren Zeitpunkt dazu, sein Gewinnbeteiligungsrecht erneut wahrzunehmen, so ist die Konsequenz selbige: Während der dem abstinenten (Groß-)Aktionär zustehende Anteil am Gewinn für die Dauer des Ausschüttungsverzichts den übrigen Aktionären zuwächst,[943] vermindert sich die vormalige Gewinnbeteiligungsquote letzterer im Falle der neuerlichen Ausschüttungspartizipation des vormals Verzichtenden.[944]

Zum anderen lässt es die pekuniäre Messbarkeit des Vermögenswertes des Anteils zu, das Argument der Vermögensverwässerungsgefahr zulasten neu hinzugekommener Aktionäre qua ökonomisch-finanztheoretischer Überlegungen als Scheinargument zu entlarven. Insofern sich nämlich der Marktpreis von Aktien in Abhängigkeit der abgezinsten künftigen Dividendenerwartungen ermittelt,[945] liegt unter Zugrundelegung eines semi-

940 Vgl. hierzu auch schon die obigen Nachw. in Fn. 925.

941 IdS. soweit ersichtlich nur *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 150.

942 Eingehend zu Motiven für Dividendenverzichte von Großaktionären *Horbach*, AG 2001, 78 ff.

943 S. z.B. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 60 Rn. 38; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 60 Rn. 29; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 60 Rn. 20; *Hoffmann-Becking*, in: MHdb. GesR IV, § 47 Rn. 30; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 60 Rn. 12.

944 Vgl. z.B. *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 150; *Horbach*, AG 2001, 78, 83.

945 Zur Abhängigkeit des Aktienpreises von den zukünftig zu erwartenden Zahlungsströmen s. auch *Brealey/Myers/Allen*, Corp. Fin., S. 76 ff. sowie 81 ff.; *Ross et al.*, Corp. Fin., S. 135 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

effizienten Kapitalmarktmodells[946] auf der Hand, dass sich die Möglichkeit eines künftigen Absinkens der Dividende vermöge neuerlicher Ausschüttungspartizipation der während der Interimszeit der Eigenhaltung gemäß § 71b AktG nicht an der Gewinnverteilung teilnehmenden Anteile infolge deren Wiederausgabe bereits in den aktuellen Aktienkurs eingepreist findet.[947] Dabei handelt es sich auch nicht um einen herbeitheorisierten ‚Risikoabschlag', vielmehr geht der die ‚latente Wiederausgabegefahr' repräsentierende Bestand an eigenen Aktien aus der Bilanz hervor,[948] sodass die Gefahr einer vermögensrechtlichen Verwässerung quantifizier- bzw. monetisierbar ist und dergestalt Eingang in die Bewertung des Anteilswerts findet. Haben sich nach dem gesellschaftsseitigen Anteilsrückerwerb hinzu gekommene (Neu-)Aktionäre hiernach also in Kenntnis dieses Risikos verbilligt eingekauft, können sie später freilich nicht ‚rügen', dass das Vabanquespiel nicht aufging.[949]

Mithin bestehen auch in dieser Hinsicht keinerlei Bedenken dagegen, die S. 3–5 des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG so zu interpretieren, dass nicht jede Veräußerung außerhalb der Börse eine „andere Veräußerung" iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG darstellt, sondern die von Hs. 1 und 2 des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG vorgesehenen Konsequenzen nur im Falle einer avisierten gleichheitswidrigen derivativen Veräußerung zum Tragen kommen.

(c) Gefahr einer Verwässerung des Anteilswerts

Anders aber könnte es mit Blick auf die vom Telos der Norm intendierte Vermeidung einer Verwässerung des Anteilswerts stehen. Hielte man nämlich allein die Wahrung des Gleichheitssatzes für maßgeblich, so wäre die Entscheidung über das ‚Ob' und ‚Wie' eines außerbörslichen Absatzes an ausschließlich Dritte ins Belieben des Vorstands gestellt[950]. Damit aber würde die Gefahr latent, dass sich Dritte vermöge eines zu billigen *Pricings* auf Kosten der Altaktionäre in die Gesellschaft einkaufen.[951]

---

946 Eingehend zu dieser Prämisse *Fama*, JF 25 (1970), 383 ff.
947 IdS. auch *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 151.
948 Zur bilanziellen Behandlung eigener Aktien s. bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 929.
949 IdS. auch *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 151.
950 S. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 885.
951 S. bspw. OLG Stuttgart, Urt. v. 06.07.2007 – 20 W 5/06, AG 2007, 705, 712 f.; OLG Hamm, Urt. v. 29.09.1983 – 8 U 304/82, ZIP 1983, 1332, 1334 (bergrechtli-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Dem vermag man zwar zu entgegnen, dass nicht nur unterwertige Beteiligungsveräußerungen, sondern sämtliche Abverkäufe von Vermögensgegenständen unter Wert zulasten des Gesellschaftsvermögens gehen und infolge die Vermögensposition der Aktionäre beeinträchtigen, das Aktiengesetz diesen Gefahren aber üblicherweise (‚nur') qua schadensersatzabwehrender Sorgfaltspflichten des Vorstands[952] und nicht mittels Kompetenzverlagerungen auf die Hauptversammlung, begegnet.

Diese strikt gesetzessystematische Argumentation überzeugt indes schon allein deshalb nicht, weil sie die derivative Veräußerung eigener Aktien unter Wert unglücklicher Weise als rein vermögensrechtliches Problem behandelt und damit den mitgliedschaftsrechtlichen Aspekt, der die Wiederveräußerung von *Treasury Shares* gewissermaßen doch zu mehr als einem ‚bloßen'[953] Umsatzgeschäft[954] werden lässt, vernachlässigt.

Ferner vermögen entsprechende, im vorliegenden Kontext letztlich auf allgemeine Treuepflichten und aus deren Verletzung resultierende Entschädigungsansprüche bzw. die Pflicht der Vorstandsmitglieder zu ordnungsgemäßer Geschäftsführung aus § 93 AktG und die dort für Fälle der Pflichtverletzung normierte Schadensersatzpflicht abzielende, Verweise v.a. deshalb nicht durchzudringen, weil diese Rechtsinstitute den (Alt-)Ak-

---

che Gewerkschaft); *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 425, dort mit Fn. 2297; *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 152; *ders.*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 79; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 16 a.E., 129, 132; *DAV*, ZIP 1997, 163, 172; *Hirte*, Bezugsrechtsausschluss, S. 32; *Last*, Eigene Aktien, S. 130; *Martens*, AG 1996, 337, 343; *Mülbert*, AG, S. 192 f.; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 267.

952 Vgl. z.B. *Busch/Groß*, AG 2000, 503, 507; *Wollburg/Gehling*, in: FS Lieberknecht, S. 133, 154; *Lutter*, in: FS Westermann 1974, S. 347, 365 f.

953 In diesem Nexus lassen die Regelungen in § 57 Abs. 1 S. 1 AktG, wie auch der Umkehrschluss zu § 71 Abs. 1 AktG („darf eigene Aktien nur erwerben [...]"), erschließen, dass es sich schon beim denklogischerweise der Wiederveräußerung vorausgehenden Rückerwerb eigener Aktien nicht um ein ‚bloßes', sondern vielmehr ein ‚bedenkliches' Umsatzgeschäft handelt, konstituieren die vorerwähnten Normen doch mit Blick auf die mit dem Rückerwerb eigener Aktien einhergehenden Gefahren (eingehend hierzu e.g. *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 18 ff.) das grundsätzliche Verbot deren entgeltlicher Reakquisition (zu dem Verbot und dessen Tragweite vgl. anstatt vieler *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 66 ff. S. in diesem Kontext ferner auch schon die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.a)cc)(1)). Dementsprechend kann für den actus contrarius zum Rückerwerb eigener Aktien, also deren Wiederveräußerung, nichts anderes gelten; auch dieser stellt mit Blick auf dessen mitgliedschaftsrechtliche Dimension mehr als ein ‚reines' Umsatzgeschäft dar.

954 Zur Wiederveräußerung eigener Aktien als (‚reines') Umsatzgeschäft s. bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)aaa).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tionären keinen ausreichenden Schutz vor Abverkauf der *Treasury Shares* unter Wert bieten.[955]

So bestehen unmittelbare Treuepflichten des Vorstands gegenüber den Aktionären mangels Verbindung durch ein unmittelbares fiduziarisches Band schon gar nicht.[956] Und auch § 93 Abs. 1 S. 1 AktG gibt dem Vorstand allein im Verhältnis zur Gesellschaft die Obligation zu sorgfältiger Geschäftsführung auf.[957]

Dergestalt wird die Unternehmensleitung zwar in materieller Hinsicht dazu verpflichtet, die eigenen Aktien im Interesse der gegenwärtigen Aktionäre bestmöglich zu verwerten,[958] womit die Einräumung deutlicher Abschläge gegenüber dem Börsenkurs nicht vereinbar ist[959].

Die Sanktionierung von Pflichtverletzungen betreffend konzipiert § 93 Abs. 2 S. 1 AktG allerdings eine reine Binnenhaftung, die zu einer Haftungskonzentration des Vorstands gegenüber der Aktiengesellschaft führt und damit zumindest für den Regelfall eine Organaußenhaftung ausschließt[960]. Den Aktionären bleibt die Geltendmachung etwaiger Schadensersatzansprüche damit iaR. verwehrt, de lega lata kann der einzelne Aktionär solche auch nicht im Wege der Prozessstandschaft geltend machen.[961] Dass aber ein solcher, allenfalls indirekter, Schutz nicht ausreichen kann, liegt auf der Hand.

In diesem Sachzusammenhang spricht vieles dafür, die Regelungsstruktur der S. 3–5 des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG so zu verstehen, dass Bezugspunkt der abgrenzenden „andere[n] Veräußerung" diejenige über die Börse ist. Diese nämlich wahrt nicht nur dermaßen, dass die Gesellschaft dem Aktio-

---

955 Mit Blick auf die Haftung des Vorstands aus § 93 AktG explizit aA.: *Habersack*, ZIP 2004, 1121, 1123.

956 S. *Fleischer*, ZHR 2001, 513, 544; *Fuchs*, in Henze/Hoffmann-Becking, RWS GesR 2001, S. 259, 275; *Habersack*, WM 2001, 545, 548 f.; *Kort*, AG 2002, 369, 372 f., jeweils mwN.

957 S. *Habersack*, WM 2001, 545, 548. Aktionäre können aus § 93 Abs. 2 AktG keine Rechte herleiten, auch nicht indirekt über § 823 Abs. 2 BGB, da die Regelung kein Schutzgesetz iSd. letztgenannten Norm bildet, s. *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 93 Rn. 61.

958 Vgl. z.B. *Lüken*, Eigene Aktien, S. 194; *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441 f.

959 Vgl. anstatt vieler *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441 f.: In besonders gelagerten Einzelfällen kann eine Sorgfaltspflichtverletzung sogar dann vorliegen, wenn die Veräußerung zwar zu einem börsenkursnahen Preis erfolgt, der aktuelle Börsenkurs aber weit unter denjenigen der vorangegangenen Handelstage liegt.

960 Vgl. anstatt vieler *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 93 Rn. 307 ff. sowie *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 93 Rn. 61.

961 S. *Habersack*, WM 2001, 545, 549; *Baums*, Gutachten F, S. 239 ff.; *Krieger*, ZHR 1999, 343 ff.; *Ulmer*, ZHR 1999, 290 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nariat hierbei wie ein beliebiger Marktteilnehmer gegenübertritt[962] und so jedermann gleichermaßen die Chance eröffnet, die Aktien am Markt zu erwerben, den Gleichheitssatz, sondern stellt vielmehr auch sicher, dass stets der aktuelle Börsenpreis erzielt wird, schließt Vermögenseinbußen der (Alt-)Aktionäre folglich aus.

(d) Gefahr willkürlicher Einflussnahme der Verwaltung auf die Beteiligungsstruktur

Überdies bestehen neben den vorstehend gegen diejenige Lesart der S. 3–5 des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, derer nach Referenz der demarkierenden „andere[n] Veräußerung" eine den Gleichheitssatz wahrende sein soll, geäußerten Bedenken auch solche unternehmensverfassungsrechtlicher Art.

Insofern könnte eine entsprechende Auslegung dergestalt mit dem im Gesetz angelegten aktienrechtlichen Kompetenzgefüge in Konflikt stehen, als sie mit der Gefahr eines willkürlichen verwaltungsseitigen Eingriffs in die Zusammensetzung der Aktionärsstruktur[963] einhergeht, ließe es diese Interpretationsvariante doch zu, dass der Vorstand den Gleichheitssatz iRd. Abverkaufs der *Treasury Shares* durch ausnahmslose Nichtberücksichtigung der bisherigen Aktionäre bei der Zuteilung wahrt[964] und die eigenen Aktien an ihm genehme Dritte (Nichtaktionäre) veräußert.

In diesem Kontext muss man sich zunächst (noch einmal) die strukturellen Konsequenzen der idR. zu beobachtenden Trennung von ‚Eigentum' und ‚Verwaltung' vergegenwärtigen: Das von den Anteilseignern infolge einer Leitungsdelegation mit der Unternehmensführung betraute Management verantwortet die operativen Geschäfte der im Eigentum der Aktionäre stehenden Gesellschaft.[965]

Infolgedessen kommt den Anteilseignern nach der vom bundesrepublikanischen Aktienrecht für die Aktiengesellschaft vorgesehenen dreigliedri-

---

962 Hierzu schon die Nachw. in Fn. 908.

963 Vermittels Wiederausgabe eigener Aktien wird unweigerlich in die Beteiligungsstruktur eingegriffen. Hierzu e.g. *Bosse*, NZG 2000, 16, 19; *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 152 ff.; *Huber*, in: FS Duden, S. 137, 141; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 177; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 238, 267; *v. Rosen/Helm*, AG 1996, 434, 438.

964 S. hierzu schon die Nachw. in Fn. 885.

965 Dazu bereits in Kapitel B.III.1.a) und B.III.1.c). Vgl. ferner die Ausf. bei *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 153; *Hopt*, in: FS Lutter, S. 1361, 1377; *ders./Roth*, in: GK, AktG, § 93 Rn. 213; *Merkt*, ZHR 2001, 224, 236 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gen Organisationsform (Vorstand, Hauptversammlung, Aufsichtsrat), die der idealtypischen legislatorischen Vorstellung nach eine ausreichende Kontrolle der Unternehmensverwaltung durch Hauptversammlung und Aufsichtsrat gewährleisten soll, nicht nur die Funktion sondern auch die de iure gesicherte Befugnis zu, den Vorstand zu überwachen.[966] Stellte man jedoch die unmittelbare Zuteilung eigener Anteile abgesehen von der Obligation zur Wahrung des allgemeinen Gleichheitssatzes, vgl. § 53a AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG) ins (alleinige) Ermessen des Vorstands, wäre dies unweigerlich mit der latenten Gefahr einer Emanzipation der Unternehmensverwaltung derart verquickt, dass sich diese über kurz oder lang eine ihr genehme Aktionärsstruktur schafft, indem bequeme, den Interessen des Vorstands verbundene, Aktionäre in der Gesellschaft verbleiben bzw. hinzutreten, während ‚oppositionelle' oder aber auch lediglich auf Wahrung ihrer Rechte pochende Anteilseigner ausgekauft werden.[967]

Hiernach wird deutlich, dass die Frage nach der maßgeblichen Auslegung der Regelungsstruktur der S. 3–5 des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG nicht nur eine rechtstechnische Dimension hat, sondern auch unternehmensverfassungsrechtliche Aspekte tangiert.

Dies wohl wissend sucht der Gesetzgeber die Effektivität vorerwähnter Kontrollfunktion qua ordnungspolitischer Vorschriften zu gewährleisten, die die Befugnis zur unmittelbaren Zuteilung eigener Aktien im strukturellen Hoheitsbereich der Hauptversammlung ansiedeln[968] und dergestalt

---

966 Vgl. bspw. *Wastl/Wagner/Lau*, Eigene Aktien, S. 63 Fn. 104. S. ferner auch *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht, § 28 V. 3; *Kraakman et al.*, Anatomy of Corporate Law, S. 11, 13, 33 ff. Für einen Überblick zur gesetzlichen Organisationsverfassung der AG im deutschen Aktienrecht s. *Johannsen-Roth*, Eigene Aktien, S. 78 ff.

967 Vgl. z.B. *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 15; *Hampel*, Eigene Aktien, S. 7 f; *Huber*, in: FS Duden, S. 137, 141; *Johannsen-Roth*, Eigene Aktien, S. 80 ff., der es auf die Spitze treibt, wenn er formuliert, dass „die beschriebene Beeinflussung des Aktionärskreises in letzter Konsequenz auf die Schaffung von ‚Kein-Mann-Gesellschaften', also von Aktiengesellschaften ohne (echten) Aktionär, hinauslaufen kann und mit den Mitgliedern der Unternehmensverwaltung somit letztlich Entscheidungsträger übrigblieben, denen die kritische Distanz gegenüber dem Wert und den Chancen des eigenen Unternehmens fehlt."; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 19; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 93 f.; *Oechsler*, ZHR 2006, 72, 85; *v. Rosen/Helm*, AG 1996, 434, 438; *Schön*, Eigene Aktien, S. 37; *Wastl/Wagner/Lau*, Eigene Aktien, S. 63; *Ziebe*, Eigene Aktien, S. 55.

968 S. *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 153; *Drygala*, ZIP 2001, 1861, 1863; *v. Falkenhausen*, NZG 2007, 97 ff.; *Ekkenga*, in: FS Kümpel, S. 95, 102; *Hopt*, in:

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

eine Einflussnahme des Vorstands auf die Beteiligungsstruktur unterbinden sollen.

In diesem Bezugsrahmen kann es mit Blick auf das in § 186 Abs. 1 S. 1 AktG normierte, zumindest mitunter dem Zweck der Verhinderung vorstandsseitiger Manipulationen der Anteilseignerstruktur zu dienen bestimmte, gesetzliche Bezugsrecht iRv. Kapitalerhöhungen bzw. die vorzitierter Regelung zugrundeliegende gesetzgeberische Wertung schlichtweg nicht richtig sein, eine Einflussnahme der Unternehmensleitung auf die Beteiligungsstruktur durch Wiederveräußerung eigener Aktien, wie sie die eingangs skizzierte Auslegung der S. 3–5 des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG zuließe, derer nach es dem Vorstand freistünde, die zur Wiederveräußerung anstehenden eigenen Aktien (unter Wahrung des allgemeinen Gleichheitssatzes durch ausnahmslose Nichtberücksichtigung der bisherigen Aktionäre) an ihm genehme Dritte (Nichtaktionäre) zu veräußern,[969] ohne Weiteres zuzulassen. Aus der Perspektive des Aktionariats und mit Blick auf die zu gewährleistende Effektivität der Überwachungsfunktion macht es nämlich keinerlei Unterschied, ob mittels Wiederveräußerung eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG oder per Ausgabe junger Aktien iRe. Kapitalerhöhung in die Zusammensetzung der Aktionärsstruktur eingegriffen wird, sodass vorskizzierte Auslegung der S. 3–5 des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG im krassen Wertungswiderspruch zur hinter der Regelung des § 186 Abs. 1 S. 1 AktG stehenden legislatorischen Intention steht.

Schließlich ist ein hierzu analoger Befund aber auch unmittelbar aus den §§ 71 ff. AktG herzuleiten. So diese Regelungen nämlich unter anderem dem Schutzzweck der Absicherung der innergesellschaftlichen Zuständigkeits- und Verteilungsanordnung[970] zu dienen bestimmt sind,[971] haben sie ebenfalls zum Ziel, vorstandsseitige Einflussnahmen auf die Be-

---

FS Lutter, S. 1361, 1375; *ders.*, ZGR 1993, 534, 545 f.; *ders./Roth*, in: GK, AktG, § 93 Rn. 213; *Kort*, in: FS Lutter, S. 1421, 1432 ff.; *Martens*, in: FS Beusch, S. 529, 542 ff.; *Maier-Reimer*, ZHR 2001, 258 ff.; *Merkt*, ZHR 2001, 224, 236 ff.; *Immenga*, AG 1992, 79, *Mertens/Cahn*, in: KK, AktG, § 76 Rn. 25, 81; *v. Nussbaum*, AG, S. 70 ff.; *Schander*, BB 1997, 1801, 1804; *Spindler*, in: MüKo, AktG, § 76 Rn. 40; *Thümmel*, DB 2000, 461, 462.

969 S. hierzu schon die Nachw. in Fn. 885.

970 Dazu bereits die Darlegungen und Nachw. in Fn. 966.

971 Begr. RegE AktG 1965 bei *Kropff*, AktG 1965, S. 90. Aus der Lit. vgl. e.g. *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 285; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 15; *Huber*, in: FS Duden, S. 137, 140 f.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71 Rn. 1; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 127 f.; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 19; *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 5; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 23; *Wieneke*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 71 Rn. 41.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

teiligungsstruktur zu unterbinden und dergestalt die im strukturellen Hoheitsbereich der Hauptversammlung angesiedelten Kompetenzen abzusichern.[972]

Dies offenbart sich nicht zuletzt deutlichst an der in § 71b AktG niedergelegten Regelung, die der gesetzgeberischen Intention nach qua des mindestens so folgenreichen wie kurz gefassten Satzes, dass der Gesellschaft aus eigenen Aktien keine Rechte zustehen, sicherstellen soll, dass die aus unternehmensverfassungsrechtlicher Sicht zu gewährleistende Zuständigkeits- und Verteilungsanordnung nicht dadurch aus den Fugen gerät, dass die im strukturellen Hoheitsbereich der Hauptversammlung angesiedelten Kompetenzen ausgehöhlt werden, indem der Vorstand aus eigenen Aktien Stimmrechte herleitet und kraft dieser den zu seiner Überwachung bestimmten Aufsichtsrat bestellt (vgl. § 119 Abs. 1 Nr. 1 AktG) sowie seine eigene Entlastung (§ 119 Abs. 1 Nr. 3 AktG) durch die Hauptversammlung herbeiführt bzw. Gewinnbeteiligungsrechte[973] geltend macht.[974]

Doch würde vorgehend statuierte Zwecksetzung der Neutralisierung der Rechte aus eigenen Aktien vermöge der Regelung in § 71b AktG nahezu vollständig unterminiert, stünde der Abverkauf von *Treasury Shares* außerhalb der Börse an ausschließlich Dritte infolge entsprechender Interpretation des Regelungsgefüges der S. 3–5 des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG im alleinigen Ermessen des Vorstands, könnte sich die Unternehmensleitung doch widrigenfalls qua gezielter An- und Verkäufe eigener Aktien ein ihr genehmes Aktionariat, dem die für eine effektive Überwachung notwendige kritische Distanz dem Vorstand gegenüber fehlt, schaffen.[975]

---

972 Dazu – im Zusammenhang mit der Kapital-RL (s. in diesem Kontext schon die obigen Nachw. in Fn. 754) zzgl. ihrer Änderungs-RL (vgl. ebenda) – eingehend *Oechsler*, ZHR 2006, 72, 85.

973 Die Geltendmachung von Gewinnbeteiligungsrechten würde nämlich die Gewinnverwendungskompetenz der Hauptversammlung (vgl. §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 58 Abs. 3 AktG) unterminieren. Die Gesellschaft könnte unter Verstoß gegen § 58 AktG den auf die eigens gehaltenen Aktien entfallenden Gewinnanteil einbehalten, vgl. dazu bspw. *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 134; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71b Rn. 3.

974 Vgl. hierzu z.B. *Ballerstedt*, Kapital, S. 132 ff.; *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 89; *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 134; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 15; *Günther/Muche/White*, RIW 1998, 337, 339; *Huber*, in: FS Duden, S. 137, 140 f.; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 183; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 19; § 71b Rn. 2 ff.; *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 5; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 23; § 71b Rn. 8; *Wastl/Wagner/Lau*, Eigene Aktien, S. 62 f., 65; *Zöllner*, Stimmrechtsmacht, S. 132 f.

975 Zu dieser Gefahr vgl. schon die Nachw. in Fn. 967.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Selbiges ergibt sich schließlich auch unmittelbar aus § 71 Abs. 1 AktG.[976] So nämlich § 53a AktG, den § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG explizit, wenn auch nur klarstellend,[977] für anwendbar erklärt, gezielt willkürliches, auf die Zusammensetzung der Aktionärsstruktur Einfluss nehmendes, Vorstandshandeln unterbinden soll,[978] würde auch diese gesetzgeberische Zielsetzung qua vorskizzierter Auslegung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3–5 AktG konterkariert.

Den vorstehenden Ausführungen nach spricht daher vieles dafür, die derivative Veräußerung über die Börse als maßgebliche Referenz für die Abgrenzung der „andere[n] Veräußerung" iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG zu erachten, tritt die Gesellschaft hierbei doch wie ein beliebiger Marktteilnehmer auf,[979] sodass gewillkürte Eingriffe der Verwaltung in die Beteiligungsstruktur sowie die hiermit einhergehenden Gefahren nicht zu befürchten sind.

(e) Conclusio

So es nach alledem auch durchaus begrüßenswert scheinen mag, das Aktionariat möglichst umfassend vor den thematisierten Gefahren zu behüten, darf das zu gewährleistende Schutzniveau indes nicht höher ausfallen, als es seine Zwecksetzung der legislatorischen Intention nach erfordert.[980] Diesbezüglich sind die Merkmale der zu gewährleistenden Protektion anhand der vorerörterten Gefahrenlagen aus dem Telos der Norm zu erschließen.

In diesem Bezugsrahmen wurde iRd. vorstehenden Ausführungen herausgeschält, dass die Wiederausgabe eigener Aktien weder mit der Gefahr einer Stimmrechtsquotenverwässerung noch mit derjenigen einer Verwäs-

976 Eingehend zu diesem Aspekt *Bednarz*, Ermächtigungsbeschluss, S. 85 ff. S. ferner auch *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 154; *Oechsler*, ZHR 2006, 72, 85; *ders.*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 23, 238 f.

977 Hierzu bereits die Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)aaa) mwN. in Fn. 850 und 851.

978 S. *Bednarz*, Ermächtigungsbeschluss S. 85 ff.; *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 154; *Oechsler.*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 23, 238 f., 267. Implizit wohl auch *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 80.

979 Vgl. zu diesem Aspekt schon die obigen Nachw. in Fn. 908.

980 Explizit idS. auch *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 130 ff., dort insbesondere bei Rn. 134 f. sowie *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 149 ff., insbesondere S. 155 f.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

serung des Vermögenswertes einhergeht.[981] Und auch die Risiken einer Verwässerung des Anteilswerts sowie einer willkürlichen vorstandsseitigen Einflussnahme auf die Beteiligungsstruktur sind lediglich in der Konstellation latent, in der die Anteile ausschließlich an Dritte (Nichtaktionäre) ausgegeben werden, ohne dass dem Aktionariat die Möglichkeit zum Bezug offensteht.[982]

In Ansehung dieser differenzierten Betrachtung der mit der Wiederveräußerung einhergehenden Gefahren zulasten der (Alt-)Aktionäre wird man die S. 3–5 des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG schließlich so interpretieren müssen, dass dem Telos der Norm nach mit „andere[n] Veräußerung[en]" nur solche gemeint sind, die entweder dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre widersprechen oder dem Aktionariat im Verhältnis zu Dritten kein vorrangiges Erwerbsrecht einräumen,[983] sodass es für Veräußerungen außerhalb der Börse eines (ermächtigenden) Beschlusses der Hauptversammlung dann nicht bedarf, wenn die Aktionäre untereinander gleich behandelt werden und ihnen im Verhältnis zu Dritten die gleiche Möglichkeit offeriert wird, Aktien zu erwerben.[984]

In Einklang mit dem Wortlaut der S. 3–5 des § 71 AktG lässt sich dies schließlich auf zweierlei Wegen bringen:

Einerseits dergestalt, dass § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 4 AktG als maßgeblicher Referenzpunkt der demarkierenden „andere[n] Veräußerung" herangezogen wird, sodass grundsätzlich jede Wiederveräußerung außerhalb der Börse gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG eines (ermächtigenden) Hauptversammlungsbeschlusses nach Maßgabe der Vorschriften über den Bezugsrechtsausschluss (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG iVm. § 186 Abs. 3, 4 AktG) bedarf,[985] und sodann für diejenige Konstellation, in der sich die Anwendung der vorbezeichneten Sicherungsmechanismen als sinnentleert präsentiert, sprich für den Fall, dass der Vorstand die zur Wiederveräße-

981 Hierzu schon die Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(a) und D.III.1.a)dd)bbb)(3)(b).

982 Dazu bereits die Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(c) und D.III.1.a)dd)bbb)(3)(d).

983 I.E. ebenso *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 10; *Block*, in: Heidel, AktG, § 71 Rn. 69; *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 154 f.; *ders.*, NZG 2012, 86, 88 f.; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 135; *Hirsch*, Eigene Aktien, S. 166 ff., deutlich z.B. auf S. 175; *Last*, Eigene Aktien, S. 134. Ferner wohl auch *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 286; *Weiß*, WM 1999, 353, 361.

984 I.E. zustimmend die in Fn. 983 Genannten.

985 Insoweit steht die hier vertretene Auffassung im Einklang mit dem Normverständnis der in Fn. 875 Zitierten.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

rung anstehenden eigenen Aktien den Anteilseignern zwar außerhalb der Börse, aber gleichmäßig zum Erwerb anzubieten gedenkt,[986] eine teleologische Reduktion der Regelung anerkannt wird, die die vorerwähnten Schutzmechanismen ob des entgegenstehenden Wortlauts der Norm nicht greifen lässt.

Zweitens dergestalt, dass § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG als dezisiver Referenzpunkt der abgrenzenden „andere[n] Veräußerung" herangezogen wird, sodass allein die gleichheitswidrige Wiederveräußerung eines (ermächtigenden) Hauptversammlungsbeschlusses nach Maßgabe der Vorschriften über den Bezugsrechtsausschluss (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG iVm. § 186 Abs. 3, 4 AktG) bedarf,[987] und sodann für diejenige Konstellation, in der sich eine Schutzlücke zeigt, namentlich für den Fall, dass der Vorstand die eigenen Aktien unter Wahrung des allgemeinen Gleichheitssatzes durch ausnahmslose Nichtberücksichtigung der bisherigen Aktionäre an ausschließlich Dritte (Nichtaktionäre) zu veräußern gedenkt, eine teleologische Extension der Regelung anerkannt wird, die die vorbezeichneten Schutzmechanismen ob des entgegenstehenden Wortlauts der Norm greifen lässt.

Damit bedarf es zur Wiederausgabe von *Treasury Shares* iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG jedenfalls keines gesonderten, neben dem Beschluss über die Sachausschüttung stehenden, Beschlusses der Hauptversammlung über die Wiederveräußerung der eigenen Aktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG bzw. über eine Ermächtigung des Vorstands hierzu analog § 203 Abs. 2 S. 1 AktG.[988]

Die Dividendenberechtigung des gesamten Aktionariats vorausgesetzt scheiden Verstöße gegen § 53a AktG nämlich per se aus: Sämtliche Anteilseigner werden mit Wirksamwerden[989] eines entsprechenden Gewinnverwendungsbeschlusses Inhaber von auf Zuteilung eigener Aktien gerichteten Sachausschüttungsansprüchen; eine Ungleichbehandlung innerhalb des Aktionariats ist mithin aufgrund der aus § 60 Abs. 1 AktG folgenden anteilsmäßigen Konkretisierung der Dividendenforderung ipso iure ausgeschlossen, sodass es sich nach vorstehend erstgenannter Lösungsvariante

986 Ausdrücklich idS. *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 133; *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 80.
987 So die hM., s. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 875.
988 I.E. ebenso *Grund*, Sachdiv., S. 78.
989 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 14.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

schon nicht um eine „andere Veräußerung“ iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG handelt.[990]

Wählt man zweiteren Ansatz, so läge hingegen in Anbetracht dessen, dass die eigenen Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG den Aktionären iRe. Sachausschüttung § 58 Abs. 5 AktG zukommen sollen, um eine Veräußerung außerhalb der Börse und damit um eine „andere Veräußerung“ iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG. Da die Klassifizierung als solche und die damit verbundene Auslösung der hieran anknüpfenden Konsequenzen aber aufgrund der gleichmäßigen Zuteilung an die Aktionäre mangels Schutzbedürftigkeit letzterer – wie ausgeführt – dem inneren Zweck der Regelung zuwiderläuft, ist diese Konstellation mittels teleologischer Reduktion vom Anwendungsbereich der Regelung auszuklammern.

Folglich kann der Vorstand die Ausschüttung von *Treasury Shares* iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG – abgesehen vom hierzu erforderlichen Sachausschüttungsbeschluss – von sich aus verfügen.

b) Signifikante Parallelen bzgl. der durch Sachdividenden iSd. § 58 Abs. 5 AktG & Scrip Dividends zu generierenden Effekte

Unter den zuvor thematisierten Voraussetzungen ist eine Sachdividende allerdings nicht nur zulässig, vielmehr wird eine dergestalt strukturierte Verteilung des Bilanzgewinns in vielerlei Hinsicht den Zielen gerecht, die mit der Umsetzung einer Scrip Dividend erreicht werden sollen.[991]

---

990 IdS. auch *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 84a: „Die Wiederausgabe der Aktien ist ebenfalls von der Ermächtigung gedeckt, wenn und weil die scrip dividend allen Aktionären offensteht und deshalb gleichmäßig ausgeteilt wird (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG). Außerdem muss diese Art der Dividende ohnehin von der Hauptversammlung beschlossen werden.“, wobei nicht darauf verzichtet werden kann, auf die Bedenklichkeit des letztzitierten Satzes hinzuweisen. So vermag dieser nämlich einerseits die unzutreffende Vorstellung zu suggerieren, dass die Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Gewinnverwendung, mithin über die Dividendenausschüttung, mit derjenigen über die Wiederausgabe eigener Aktien gleichzusetzen sei, sowie er andererseits die Fehlvorstellung suggeriert, es handle sich dabei, dass die Hauptversammlung über die Dividendenausschüttung zu beschließen hat, um ein Spezifikum der Scrip Dividend.

991 IdS. auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 686 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 6 a.E.: „Schüttet die Gesellschaft bei der Sachdividende eigene Aktien aus, sind sich beide Instrumente sehr ähnlich.“.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

So bilden Sachdividenden iSd. § 58 Abs. 5 AktG jedenfalls prima vista[992] ein aus Gesellschaftsperspektive in hohem Maße attraktives Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsinstrument[993]: Anstelle von Geld können Sachwerte, im vorliegenden Kontext eigene Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG, ausgekehrt werden, sodass ein Abfluss liquider Mittel verhindert und dadurch das Innenselbstfinanzierungsvolumen erhöht wird.[994] Und auch der mit einer Wahldividendenofferte zu erzielende[995] (positive[996]) Nebeneffekt der Intensivierung der Bindung des Aktionariats an die Gesellschaft tritt ein, da sich der Beteiligungsbesitz der Aktionäre durch die Ausschüttung erhöht.[997]

Gleichzeitig gilt mit Blick auf das Aktionariat, dass, so(weit) die jeweiligen Anteilseigner keinen Wert auf den Zufluss barer Mittel legen und es ohnehin präferieren, die Erträge aus ihrer Beteiligung zu reinvestieren, die Ausschüttung einer Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG in Gestalt eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG diesen insofern optimale (Thesaurierungs-)Bedingungen offeriert, als die Ausschüttung gesellschaftseigener Anteile deren Beteiligung ohne – für (Klein-)Aktionäre aufgrund regelmäßig anfal-

---

992 Der nachfolgend kolportierte Schein trügt, wie die eingehenden Ausf. in Kapitel D.III.1.g) erhellen.

993 Ausdrücklich idS. bspw. *Grund*, Sachdiv., S. 36, 59 f.; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 133; *Hirte*, TransPuG, Kapitel 1 Rn. 76; *Holzborn/Bunnemann*, AG 2003, 671, 672 f.; *Lutter/Leinekugel/Rödder,* ZGR 2002, 204, 205; *Orth*, WPg 2004, 777, 778; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 686 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 6; *Schnorbus*, ZIP 2003, 509, 510; *Strunk/Kolaschnik*, TransPuG, S. 54; *Tübke*, Sachausschüttungen, S. 1; *Vetter*, GK, AktG, § 170 Rn. 120.

994 Vor dem hier skizzierten Hintergrund schlug auch die Regierungskommission Corporate Governance die Ergänzung des § 58 AktG um eine Regelung für Sachdividenden vor, vgl. *Baums*, Ber. RKCG, Rn. 200. *Lutter*, welcher der Regierungskommission Corporate Governance selbst angehörte und an der Ausarbeitung des Vorschlags zur Normierung der Sachdividende maßgeblich beteiligt war, stellt diese in einem Überblick zum Bericht der Regierungskommission Corporate Governance (vgl. *Baums*, Ber. RKCG) unter der Überschrift „Neue Finanzierungsinstrumente" vor, s. *Lutter*, VGR 2002, S. 47, 56.

995 Nachfolgendes gilt freilich nur insofern, als das Wahlrecht seitens der Aktionäre zugunsten des Bezugs von Aktien ausgeübt wird.

996 Die langfristige Bindung des Aktionariats an die Gesellschaft ist v.a. dann ein als vorteilhaft zu wertender Effekt, wenn die Anteilseigner nicht nur als Geldgeber, sondern als Verbandsmitglieder (anders zuletzt *Mülbert*, AG, passim; hiergegen zu Recht *Hüffer*, in: FS Kropff, S. 127 ff.) angesehen werden.

997 Hierzu auch *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 164; *Leinekugel,* Sachdiv., S. 3.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

lender Gebühren kaum lohnenswerte[998] – Zukäufe am Markt peu à peu wachsen lässt und somit eine schnelle und kostengünstige Gelegenheit zur Aufstockung des Anteilsbesitzes darstellt.[999]

c) Wahlrecht als tragendes Grundkonzept der Scrip Dividend

Doch trotz der genannten Vorteile ist die tatsächliche Ausschüttung von Sachdividenden selten geblieben.[1000] Auch werden Scrip Dividends in der Praxis (jedenfalls bislang) nicht als Sachausschüttung iSd. § 58 Abs. 5 AktG strukturiert.[1001]

Wie die vorgehenden Ausführungen nahelegen und der Blick auf die seitens *E.ON* gewählte rechtsarchitektonische Struktur ganz deutlich zeigt, liegt der Grund hierfür aber nicht, wie *Koch* kolportiert, darin, dass die Aktien bei der Scrip Dividend nicht schon bestehen, sondern erst mittels Kapitalerhöhung geschaffen werden[1002].

---

998 Dem Gebot ökonomischer Vernunft folgend ist eine Aufstockung des Anteilsbesitzes aufgrund regelmäßig anfallender (pauschalierter) Gebühren häufig nur dann lohnenswert, wenn ein bestimmtes Transaktionsvolumen überschritten wird. Damit scheiden Thesaurierungen für Klein(st)aktionäre idR. aus, da die hierbei entstehenden Transaktionskosten das zu reinvestierende Vermögen (weitgehend) aufzehren würden. Derartige Kosten entstehen iRd. Ausschüttung eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG aber gerade nicht. Dazu auch *Grund*, Sachdiv., S. 60; *Leinekugel,* Sachdiv., S. 6.

999 Vgl. in diesem Kontext auch die Ausf. bei *Grund*, Sachdiv., S. 60; *Leinekugel,* Sachdiv., S. 6; *Lutter/Leinekugel/Rödder,* ZGR 2002, 204, 206.

1000 So haben einer Studie des *Instituts für Rechtstatsachenforschung zum Deutschen und Europäischen Unternehmensrecht der FSU Jena* zufolge zwar 60 % der Dax und 42 % der MDax-Gesellschaften derartige Satzungsgrundlagen geschaffen, indessen nur ganz wenige Gesellschaften tatsächlich von der Möglichkeit der Ausschüttung einer Sachdividende Gebrauch gemacht, s. *Bayer/Hoffmann*, AG 2011, R 215 ff. Ferner idS. e.g. auch *Butzke*, HV, Kapitel H Rn. 85.

1001 IdS. auch, allerdings ohne weiter darüber zu sinnieren, ob auch unter dem Dach des § 58 Abs. 5 AktG ein entsprechendes Wahlrecht konzipiert werden kann, *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 686 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 6 f.

1002 S. *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 32, wobei die dortige Formulierung in teilweisem Widerspruch zu *Kochs* weiteren Ausf. in Rn. 33a steht, nämlich insofern, als dass an letztgenannter Stelle (indes wiederum mit Verweis auf die Darlegungen zur Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, s. dazu schon in Kapitel D vor D.II. mwN. in Fn. 748) expressis verbis die Möglichkeit der Verwendung eigener Aktien (und der Begriff der „eigenen Aktien" ist vom Gesetz-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Vielmehr muss vorbezeichnete Usance unter Berücksichtigung der in Kapitel D.III.1.b) dargestellten Similaritäten bzgl. der mit den beiden Gestaltungsinstrumenten erzielbaren Effekte sowie unter Rekurs auf die Wesensmerkmale von Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG und Scrip Dividend kritisch hinterfragt werden.

Diesbezüglich ist zunächst nochmals ins Gedächtnis zu rufen, dass konstituierendes Merkmal der Scrip Dividend die Generierung einer echten Ausschüttungsoptionalität, sprich das dem Aktionariat offerierte Wahlrecht, das es dem einzelnen Anteilseigner freistellt, eine Bardividende (bzw. die dieser im wirtschaftlichen Ergebnis gleichkommende Zahlung eines Erwerbspreises iRd. *Reverse*-Struktur) oder Aktien zu erhalten, ist;[1003] spezifisch infolge dieser echten Optionalität genießt die Wahldividende eine derart hohe Akzeptanz und wird vom Markt als funktionales Äquivalent bzw. Substitut zur Ausschüttung einer Bardividende interpretiert.[1004]

aa) Ausschüttung eigener Aktien iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG

Würde aber, wie iRd. vorausgehend skizzierten Gedankengänge angedacht, von der Hauptversammlung anstelle der Auskehrung einer Bardividende die Ausschüttung eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG beschlossen, so entstünde mit Wirksamwerden[1005] des entsprechenden Gewinnverwendungsbeschlusses gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 2, 58 Abs. 3 AktG iVm. § 58 Abs. 5 AktG ein Anspruch des jeweiligen Anteilseigners auf Auskehrung der nach anteilsmäßiger Konkretisierung ipso iure, vgl. § 60 Abs. 1 AktG, auf ihn entfallenden Aktien (Sachwerte).[1006] Ein Wahlrecht konzipiert die vorskizzierte Beschlussfassung hingegen gerade nicht.[1007]

---

geber qua der Regelung in § 71 Abs. 1 AktG eindeutig belegt worden) zur Durchführung einer Scrip Dividend genannt wird.

1003 Vgl. anstatt vieler *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 2.

1004 Hierzu bereits die Darlegungen in Kapitel D.III sowie insbesondere die Ausf. und Verw. in Fn. 772.

1005 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 14.

1006 Das mit Beschlussfassung entstehende, auf Sachleistung gerichtete, Gläubigerrecht wird auch als Sachausschüttungsanspruch bezeichnet, s. e.g. Orth, WPg 2004, 777, 781; *Maul*, in: Beck'sches Hdb. AG, § 4 Rn. 73.

1007 IdS. auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 686 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 6 f., die dies als maßgeblichen Unterschied zur Scrip Dividend klassifizieren, sowie *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a, allerdings je-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Dies setzt einen entsprechenden Sachausschüttungsbeschluss zwar wider den Analysen von *Schlitt/Kreymborg*[1008] keinem erhöhten Anfechtungsrisiko aus, würden doch im präsenten Kontext fungible Aktien einer börsennotierten Gesellschaft ausgeschüttet, bzgl. derer für Jedermann ein Markt besteht, der die Realisierung von deren Börsenwert zulässt, sodass Verstöße gegen das Gleichbehandlungsgebot (§ 53a AktG) bzw. die mitgliedschaftliche Treuepflicht nicht zu befürchten stehen[1009].

Des Pudels Kern ist vielmehr ein anderer: Die bisherige Ausschüttung einer Dividende in bar durch die betreffende Gesellschaft unterstellt, läge in der Ausschüttung eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG eine für das Aktionariat erhebliche Abweichung von der bisherigen Ausschüttungspolitik, die ob dessen, dass Aktien einer börsennotierten Gesellschaft einen hohen Fungibilitätsgrad aufweisen, sich deren Marktwert also leicht in Geld realisieren lässt,[1010] mit Blick auf das Credo der Dividendenkontinuität[1011] leicht dergestalt interpretiert werden könnte, dass sich die Gesellschaft in Liquiditätsnöten befindet, was diese vom Markt schließlich mit einem Kursabschlag quittiert bekommen dürfte.

Dies ganz zu schweigen von der Enttäuschung derjenigen Anteilseigner, die auf den Zufluss von Barmitteln Wert legen oder sogar hierauf angewiesen sind[1012] und deren Ausschüttungspräferenzen bzw. -bedürfnisse in Ermangelung einer ihre Ausschüttungspräferenzen adressierenden Option unberücksichtigt bzw. unbefriedigt bleiben.

---

weils ohne in Erwägung zu ziehen bzw. zu erkennen, dass sich, wie nachfolgend aufgezeigt (s. hierzu die Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)), auch unter dem Dach des § 58 Abs. 5 AktG ein Wahlrecht zwischen einer Dividende in bar und einer solchen in Aktien konzipieren lässt.

1008 *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 686 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 7.

1009 S. zu diesem Aspekt auch die Ausf. und Verw. in Fn. 780.

1010 Zu diesem Aspekt s. schon die Ausf. und Verw. in Fn. 780.

1011 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).

1012 S. hierzu bereits die Ausf. zu divergierenden bzw. konträren Ausschüttungspräferenzen in Kapitel B.III.2.e).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bb) Ausschüttung eigener Aktien iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG iVm. gesellschaftsseitiger Rückkaufsofferte

Die Lösung hierfür könnte sich dergestalt präsentieren, dass die Hauptversammlung die Ausschüttung eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG iRe. Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG beschließt, während die Gesellschaft dem Aktionariat im Anschluss hieran, quasi spiegelbildlich zum Modus Procedendi iRd. in Kapitel A.II.2 in seinen Grundzügen[1013] vorgestellten Scrip Dividend ‚Modell *E.ON*' und überaus ähnlich zum Vorgehen iRd. in Kapitel A.II.1 in ihrem Grundkonzept[1014] vorgestellten *Reverse*-Struktur, ein öffentliches Aktienrückkaufsangebot (vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 6 bzw. Nr. 8 S. 1 AktG) für die den Aktionären auf Grundlage des Sachausschüttungsbeschlusses zugeteilten Aktien unterbreitet.[1015]

Auf diese Weise könnten die Aktionäre nämlich nach freiem Ermessen entscheiden, ob sie die iRd. Sachausschüttung zugeteilten Aktien der Gesellschaft behalten oder sie letzterer iRd. freiwilligen Erwerbsangebots gegen Zahlung eines entsprechenden Kaufpreises wieder andienen möchten.

Das Wahlrecht der Aktionäre geht demnach wirtschaftlich auf Barzahlung anstelle der iRd. Sachausschüttung zugeteilten Aktien; die Aktionäre können dergestalt die iRd. Sachdividende zugeteilten Aktien an die Gesellschaft veräußern und erhalten dafür einen Kaufpreis, der funktional einer Bardividende entspricht bzw. ein Surrogat zur Ausschüttung einer solchen bildet.

Praktikabel dürfte dies jedoch aus verschiedentlichen Gründen nicht sein. Insofern nämlich müsste die Gesellschaft mit Blick auf ihren Pool an eigenen Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG[1016] sowie eine etwaig erforderliche ‚Verwendungsbefugnis'[1017] dazu in der Lage sein, allen Anteilseignern Aktien zuzuteilen.

Ist sie dies nicht, exempli gratia weil der Bestand an *Treasury Shares* nicht zur Ausschüttung des Bilanzgewinns in solchen ausreicht, und müsste die Gesellschaft dementsprechend zunächst eigene Anteile am Markt zurückerwerben, die sie sodann ausschüttet und anschließend – so die Auswertung in Kapitel C.III.1 aufzeigt, dass sich kaum je das gesamte Aktionariat

---

1013 S. in diesem Kontext auch die eingehenden Ausf. zu dieser rechtstechnischen Strukturierungsvariante einer Wahldividende in Kapitel D.III.2.

1014 S. in diesem Bezugsrahmen auch die ausführlichen Ausf. zu dieser rechtsarchitektonischen Konzeptualisierung einer Wahldividende in Kapitel D.III.4.

1015 S. in diesem Kontext auch die Ausf., Nachw. und Verw. in Fn. 10.

1016 Vgl. hierzu bereits die Ausf. oben in Kapitel D.III.1.a)bb).

1017 Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.a)cc).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

für die Aktienkomponente entscheiden dürfte, infolge zu erwarten ist, dass ein Teil der Anteilseigner sein Andienungsrecht wahrnehmen bzw. das Rückkaufsangebot annehmen wird – iRd. öffentlichen Rückkaufsangebots zurückerwirbt, handelt es sich um eine völlig sinnlose Aktion. Zumal diese angesichts der hierdurch ausgelösten Transaktionsaktionskosten und anfallender Honorare sowie in Anbetracht des Umstandes, dass die Gesellschaft iRd. öffentlichen Rückkaufsofferte zum Zwecke der Sicherstellung der Angebotsbedingungen über den ganzen Angebotszeitraum hinweg idR. einen Sicherheitsaufschlag[1018] auf den Börsenkurs wird anbieten/gewähren müssen, noch nicht einmal nur ein Nullsummenspiel ist.[1019]

Hinzu kommt, dass diese Ausgestaltungsvariante letztlich die ‚Dividendenzahlung in eigenen Aktien' zur ‚*Default*-Option' mutieren lässt. Soll heißen: Bleiben die Aktionäre im Anschluss an die Sachausschüttung untätig, so behalten sie die ‚Dividenden-Aktien', wohingegen sie zwangsläufig tätig werden müssen, um das Bardividendensurrogat, die Zahlung des Kaufpreises iRd. öffentlichen Rückkaufsangebot zu beanspruchen.[1020]

Darin dürfte ob dessen, dass den Aktionären das entsprechende öffentliche Rückkaufsangebot unmittelbar im Anschluss an die sowie in unmittelbaren Zusammenhang mit der Sachausschüttung der eigenen Aktien unterbreitet wird, sowie unabhängig davon, dass Aktien einer börsennotierten Gesellschaft einen hohen Fungibilitätsgrad aufweisen,[1021] eine für das Aktionariat erhebliche Abweichung von der (unterstellten) bisherigen Ausschüttung einer Dividende in bar liegen, die mit Blick auf das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität'[1022] (wiederum) leicht dergestalt zu interpretiert werden mag, dass sich die Gesellschaft in Liquiditätsnöten befindet.

Dieser Eindruck ist aber freilich tunlichst zu vermeiden, weshalb sich eine derartige rechtstechnische Strukturierungsvariante mit Blick auf die wirtschaftswissenschaftlichen Erkenntnisse zur Ausschüttungspolitik nur sehr bedingt anbieten dürfte.

1018 Es handelt sich beim Sicherheitsaufschlag iRd. Rückerwerbs eigener Aktien gewissermaßen um das Pendant zum iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien iaR. gewährten Sicherheitsabschlag (s. hierzu bereits die Ausf. oben in Kapitel A.III.2 sowie diejenigen in der zugehörigen Fn. 40 mitsamt den dortigen Nachw.).

1019 S. in diesem Kontext auch die Ausf. unten in Kapitel D.III.1.g)aa) a.E.

1020 Vgl. hierzu auch die nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(c).

1021 Zu diesem Aspekt s. schon die Ausf. und Verw. in Fn. 780.

1022 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).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Infolge präsentiert sich, so die Implementierung einer Scrip Dividend unter Rückgriff auf einen Eigenbestand an Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG erfolgen soll, die Strukturierung iRe. der nachfolgend vorstellten Konzeptualisierungen[1023] schlicht als wesentlich sinniger gegenüber derjenigen als Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG in Kombination mit einem öffentlichen Rückkaufsangebot.

cc) ‚Mischdividende'

Prima vista denkbar scheint in diesem Bezugsrahmen eine nachfolgend als ‚Mischdividende' bezeichnete Konzeption, bei der aus rechtstechnischer Perspektive Sach- und Barausschüttung in solcher Weise kombiniert werden, dass die Gewinnverteilung nur partiell in Sachwerten, im Übrigen in Form einer Bardividende, erfolgt.

Insofern ist jedoch vorab die Frage aufzuwerfen, ob eine derartige Gestaltung de lege lata überhaupt statthaft ist. Während die grammatikalische Exegese des § 58 AktG diesbezüglich wenig ergiebig ist, könnte man zumindest angesichts des Wortlauts des § 174 Abs. 2 Nr. 2 AktG Zweifel an der Zulässigkeit einer solchen ‚Mischdividende' hegen, lässt sich die dortige Formulierung, die vom „[...] auszuschüttende[n] Betrag *oder* Sachwert"[1024] spricht, doch durchaus iSd. Anordnung eines materiellen Exklusivitätsverhältnisses zwischen den beiden Dividendenformen verstehen.[1025]

Darin aber läge ausweislich der Ausführungen in den Gesetzgebungsmaterialien, wo die Zulässigkeit einer ‚Mischdividende' doch explizit als selbstverständlich vorausgesetzt wird,[1026] eine Überinterpretation des Wortlauts des § 174 Abs. 2 Nr. 2 AktG.

Ferner sind aber auch schlicht keine sachlichen Argumente ersichtlich, die gegen die Zulässigkeit einer solchen Kombination aus Bar- und Sach-

---

1023 S. in diesem Kontext die Ausf. in Kapitel Kapitel D.III.1.c)dd) sowie diejenigen in Kapitel D.III.2.

1024 Keine Hervorhebung im Original.

1025 S. *Waclawik*, WM 2003, 2266, 2268; *ders.*, BB 2003, 1408, 1409.

1026 S. Begr. RegE TransPuG, BT-Drs. 14/8769, S. 13: „[...] zusätzlich zu einer [...] Bardividende eine Sachdividende ausgeschüttet wird.". Vgl. hierzu ferner auch *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229; *Deilmann/Lorenz*, AG, § 1 Rn. 14 a.E.; *Grage*, RNotZ 2002, 326, 329; *Heine/Lechner*, AG 2005, 269; *Knigge*, WM 2002, 1729, 1736; *Orth*, WPg 2004, 777, 779; *Waclawik*, WM 2003, 2266, 2268; *ders.*, BB 2003, 1408, 1409; *Störk/Büssow*, in: BeckBilKomm., § 272 Rn. 635.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ausschüttung sprechen könnten.[1027] Ganz im Gegenteil streitet der Umstand, dass eine reine Sachdividende idR. aufgrund der steuerlichen Rahmenbedingungen[1028] nur schwerlich denkbar ist, sich vielmehr eine steuerinduzierte Mischdividende, bzgl. derer die Barkomponente der Abdeckung der Kapitalertragsteuer dient, anbietet, für die Zulässigkeit dieser Strukturierungsvariante.

Selbiges gilt schließlich mit Blick auf die regelmäßig beschränkte Teilbarkeit der auszuschüttenden Gegenstände, die einen Spitzenausgleich in Geld erforderlich werden lässt.[1029] Insofern fällt der Barkomponente eine Glättungs- bzw. Aufstockungsfunktion zu; sie dient der Herstellung des gewünschten Ausschüttungsvolumens pro Aktie.[1030]

So eine die Ausschüttungsformen der Bar- und Sachdividende kombinierende ‚Mischdividende' hiernach zulässig sein mag, hält jedoch auch diese Ausschüttungsvariante das die Scrip Dividend prägende Wahlrecht zugunsten der Aktionäre, zwischen der Gewährung einer Dividende in bar bzw. einem Bardividendensurrogat (in Gestalt der Zahlung eines Erwerbspreises iRd. Aktienrückkaufs) und (einer solchen in) dem Bezug von Aktien der Gesellschaft entscheiden zu können, nicht bereit.[1031]

Lautet der Hauptversammlungsbeschluss nämlich auf Ausschüttung einer Mischdividende, so entstehen mit dessen Fassung auf (anteilsmäßige, vgl. § 60 Abs. 1 AktG) Teilhabe an der beschlossenen Bar- und Sachausschüttung gerichtete Ansprüche der Aktionäre.[1032] Eine Auswahlmöglichkeit kommt den Anteilseignern iRe. ‚Mischdividende' hingegen nicht zu.

1027 So auch *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 183; *Waclawik*, WM 2003, 2266, 2268.

1028 S. dazu auch *Butzke*, HV, Kapitel H Rn. 85; *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 169; *Häger/Forst*, EStB 2002, 335, 336; *Heine/Lechner*, AG 2005, 269; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 183; *Orth*, WPg 2004, 777, 779 f.; *ders.*, WPg 2004, 841, 847 f.; *Strunk/Kolaschnik*, TransPuG, S. 55; *Waclawik*, WM 2003, 2266, 2268, dort mit Fn. 26; *ders.*, BB 2003, 1408, 1409.

1029 S. hierzu auch *Heine/Lechner*, AG 2005, 269; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 183; *Waclawik*, BB 2003, 1408, 1410. Eingehend zum Spitzenausgleich bei Sachdividendenausschüttungen, etwa qua Gewährung von Teilbezugsrechten, *Holzborn/Bunnemann*, AG 2003, 671, 675 f.

1030 S. *Waclawik*, BB 2003, 1408, 1410.

1031 IdS. auch, allerdings ohne weiter darüber zu sinnieren, ob auch unter dem Dach des § 58 Abs. 5 AktG ein Wahlrecht konzipiert werden kann, *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 686 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 7.

1032 S. in diesem Zusammenhang auch die Ausf. bzgl. der regelmäßig nicht gegebenen Praktikabilität einer ‚reinen' Sachdividende weiter oben sowie die Nachw. in Fn. 1028.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Infolge mag der Unmut über die Ausschüttung einer wie vorgehend skizziert konzipierten ‚Mischdividende', die Bar- und Sachausschüttung kombiniert, im Direktvergleich mit dem Missfallen, dass die Ausschüttung einer ‚reinen' Sachdividende auslösen dürfte,[1033] zwar weniger intensiv ausfallen, da eine etwaig bestehende Barausschüttungserwartung ebenso wie das idR. zumindest bei Teilen des Aktionariats bestehende Barausschüttungsbedürfnis in Abhängigkeit von der festgelegten Bar- und Sachausschüttungsquote zumindest partiell befriedigt wird.

Gestillt werden können die gegenläufigen Ausschüttungspräferenzen[1034] der Anteilseigner dergestalt aber freilich nicht. Stattdessen laufen Gesellschaften, die sich für diese Form der Gewinnverteilung entscheiden, Gefahr, dass, so in der Ausschüttung einer ‚Mischdividende' eine Abkehr von der bisherigen Ausschüttungspolitik liegt bzw. hiermit eine Reduktion der in den Vorjahren ausgeschütteten Bardividende verbunden ist, die anteilige Ausschüttung von Sachwerten als Liquiditätsnot interpretiert und dergestalt (mit Blick auf das übergeordnete ‚Prinzip der Dividendenkontinuität'[1035]) vom Markt mit einem Kursabschlag quittiert wird.

dd) Einräumung eines Wahlrechts

Indessen scheint es denkbar, ein entsprechendes Wahlrecht in Anlehnung an das französische Gesellschaftsrecht[1036] auf satzungsmäßiger Grundlage qua Vorsehung im Gewinnverwendungsbeschluss zu konzipieren,[1037] also dergestalt, dass die Form der Ausschüttung (Bardividende oder Sachausschüttung) per Hauptversammlungsbeschluss zum Gegenstand einer Alternativobligation iSd. §§ 262 ff. BGB gemacht wird.

Dabei handelt es sich um eine auch unter niederländischen Gesellschaften verbreitete Vorgehensweise, die im Falle einer (auch dort selten gebliebenen) Sachausschüttung dergestalt Rücksicht auf Aktionäre mit Interesse

---

1033 S. in diesem Kontext bereits die in Kapitel D.III.1.c)bb) vorangegangenen Ausf.

1034 Zu divergierenden bzw. konträren Ausschüttungspräferenzen des Aktionariats s. bereits die obigen Ausf. in Kapitel B.III.2.e).

1035 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).

1036 S. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 90.

1037 IdS. soweit ersichtlich allein *Wiedemann*, ZGR 1997, Sonderheft 13, S. 5, 17.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

am Zufluss barer Mittel nimmt, dass sie diesen die Option offeriert, zwischen einer Dividende in bar oder eigenen Aktien zu wählen.[1038]

Allerdings ist fraglich, ob eine kongruierende Gestaltung hierzulande de lega lata zulässig ist. In der aktuellen Kommentarliteratur finden sich dazu soweit ersichtlich keine Stellungnahmen.

Ein Blick in die ältere, sich mit der Rechtslage vor Einfügung des § 58 Abs. 5 AktG befassende, aktienrechtliche Kommentierung legt in diesem Kontext jedoch offen, dass der Gedanke, den Aktionären ein Wahlrecht iSd. §§ 262 ff. BGB zwischen einer Bar- und einer Sachdividende einzuräumen, zumindest schon einmal virulent war.

So wurde die Einräumung eines solchen in Anbetracht der Faktizität, dass sich Zulässigkeit sowie Zulässigkeitsvoraussetzungen einer Sachdividende vor Einfügung des § 58 Abs. 5 AktG hoch umstrittenen fanden, vor dem Hintergrund angedacht, dass der damaligen hM. nach die Ausschüttung einer anders als in Bargeld gearteten Dividende der Zustimmung aller, nicht nur der u.U. betroffenen, Aktionäre,[1039] bedurfte, wobei für ein entsprechendes Zustimmungserfordernis maßgeblich die gegenüber einer Dividende in bar reduzierte Fungibilität der Ausschüttung von Sachwerten angeführt wurde.

Argumentiert wurde insofern, dass aus vorstatuierter Faktizität mit Blick auf unterschiedliche Verwendungs- und/oder Verwertungsmöglichkeiten, die den einzelnen Aktionären in Bezug auf die ausgeschütteten Sachwerte zur Verfügung stehen, Verstöße gegen das Gleichbehandlungsgebot (vgl. § 53a AktG) zu resultieren vermöchten und überdies auch solche gegen die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht, die es gebietet, Rücksicht auf die Ausschüttungspräferenzen der Minderheitsgesellschafter zu nehmen,[1040] nahe lägen, sodass dem einzelnen Aktionär eine Sachdividende nicht, auch nicht durch einstimmigen Hauptversammlungsbeschluss, bei dem nicht alle Aktionäre anwesend waren, ohne seine Zustimmung aufgedrängt werden darf.[1041]

1038 S. auch *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 164. Eingehend zur Rechtslage in den Niederlanden *Leinekugel*, Sachdiv., S. 96 ff.

1039 S. dazu schon in Kapitel D.II mwN. in Fn. 760.

1040 Vgl. hierzu auch *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 129; *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 177; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 58 Rn. 59; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 39; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 190; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 32; *Westermann* in: Bürgers/Körber, AktG, § 58 Rn. 30a. Eingehend zur Treuepflicht *Drygala*, in: KK, AktG, § 53a Rn. 81 ff.

1041 S. dazu schon in Kapitel D.II mwN. in Fn. 760.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aaa) Wahrung des Gleichbehandlungsgrundsatzes vermittels der Einräumung eines Wahlrechts

Gleichsam schien allerdings in diesem Bezugsrahmen unter den wenigen, die Thematik eines Wahlrechts unter Geltung des früheren Rechts, aufs Tapet bringenden, Kommentatoren Einigkeit darüber zu bestehen, dass die Offerte eines Wahlrechts (iSd. §§ 262 ff. BGB), das es dem einzelnen Aktionär ermöglicht, frei zwischen einer Bar- und Sachausschüttung zu entscheiden, derartige Bedenken gegen Ausschüttungen in Sachwerten zu beschwichtigen vermag,[1042] wenn auch die einschlägigen Ausführungen, wie exempli gratia diejenigen von *Henze/Notz* („Allenfalls sollte per Hauptversammlungsbeschluss ein Wahlrecht (vgl § 262 BGB) zwischen einer Bar- und einer Sachdividende eingeräumt werden können; [...].“[1043]), den Grund hierfür, der wohl darin zu erblicken sein dürfte, dass in der Ausübung des Wahlrechts zugunsten der Sachausschüttungskomponente schließlich eine entsprechende Zustimmung des jeweiligen Aktionärs liegen dürfte, nicht benennen.

Dementsprechend bestehen gegen die vorskizzierte Konzeptualisierung eines Dividendenwahlrechts unter der Prämisse, dass der Gewinnverwendungsbeschluss das Wahlrecht (vgl. §§ 262 ff. BGB) allen Aktionären gleichermaßen einräumt, de lege lata freilich keine Bedenken.[1044]

Insofern ist, so die Hauptversammlung sowohl eine reine Bar-, als auch eine reine Sachausschüttung beschließen könnte, schlechterdings nicht ersichtlich, was gegen die Einräumung des ‚Mehr‘ an Flexibilität, welches das Wahlrecht dem Aktionariat bietet, sprechen sollte.

Ganz im Gegenteil ist die Einräumung eines Dividendenwahlrechts vor dem Hintergrund, dass § 58 Abs. 5 AktG grundsätzlich auch die Ausschüt-

---

1042 So e.g. – allerdings jeweils, ohne dies weiter zu begründen – *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 126; *Gadow*, in: GK[1], AktG, § 52 Rn. 18; *Fischer*, in: GK[2,] AktG, § 52 Rn. 30; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 130, 180; *Hirte*, TransPuG, Kapitel 1 Rn. 81; *W. Müller*, in: Beck’sches Hdb. AG, § 8 Rn. 34; *ders.*, NZG 2002, 752, 757. Wohl ebenso dahingehend zu interpretieren: *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 105; *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 164; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 58 Rn. 59; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 39; *Hefermehl/Bungeroth*, in: G/H/E/K, § 58 Rn. 124 mwN.; *Jäger,* AG, § 25 Rn. 58; *Lutter/Leinekugel/Rödder,* ZGR 2002, 204, 206; *Westermann* in: Bürgers/Körber, AktG, § 58 Rn. 30a.

1043 *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 130.

1044 Ebenfalls idS., allerdings ohne weitergehende Begründung, *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 36.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tung weniger/nicht fungibler Gegenstände zulässt,[1045] hiergegen aber mit Blick auf den etwaigen Mangel an einem organisierten Markt für die ausgekehrten Sachwerte einhellig eben diejenigen Bedenken geäußert werden, die bereits vor Einfügung des § 58 Abs. 5 AktG gegen die Ausschüttung von Sachdividenden geäußert wurden, sogar in besonderem Maße befürwortenswert, als dies zur Verhinderung derartiger Verstöße geeignet ist.

Nach alledem spricht aus der Warte des § 53a AktG wie auch mit Blick auf das aus der mitgliedschaftlichen Treuepflicht ausfließende Gebot der Rücksichtnahme auf die Ausschüttungspräferenzen der Minderheitsgesellschafter nichts gegen eine Abfassung des Gewinnverwendungsbeschlusses dergestalt, dass dieser unter Rekurs auf die §§ 262 ff. BGB eine Alternativobligation vorsieht, derer nach die Verteilung des Bilanzgewinns nach Wahl des jeweiligen Aktionärs qua Bar- oder Sachausschüttung erfolgt.

bbb) Bestimmtheitsgrundsatz

Zweifelhaft ist indes, ob eine derartige Beschlussfassung den gemäß § 174 Abs. 2 Nr. 2 AktG an Gewinnverwendungsbeschlüsse zu stellenden Bestimmtheitsanforderungen gerecht wird, verlangt die Regelung doch, dass der betreffende Beschluss so konkret gefasst ist, dass die Ausschüttung allein anhand der dortigen Angaben praktiziert werden kann. Im Falle der Ausgestaltung der Gewinnverteilung als Alternativobligation zugunsten des Aktionariats resultiert der jeweilige Referenzwert der Bar- und Sachausschüttung jedoch erst aus der Ausübung des Wahlrechts seitens der jeweiligen Anteilseigner, ist also im Zeitpunkt der betreffenden Beschlussfassung nicht bekannt.

1045 Der Wortlaut des § 58 Abs. 5 AktG ist insofern eindeutig. Der systematischen und teleologischen Wertung nach muss derjenige Aktionär, dem am Zufluss liquider Mittel gelegen ist, die Nachteile, die mit der Umwandlung fungibler Sachwerte in Bargeld einhergehen, tragen. So z.B. auch *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 105; *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 175; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 58 Rn. 59; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 39; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 180; *Holzborn/Bunnemann*, AG 2003, 671, 673; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 32; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 35.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(1) Hinreichende Konkretisierung des Ausschüttungsbeschlusses vermöge der Festlegung des Gesamtausschüttungsbetrages, näherer Spezifikation der Sachausschüttungskomponente & Bestimmung einer ‚*Default*-Option'

Freilich wäre es aber verfehlt und durch nichts gerechtfertigt, das vorskizzierte Gebilde einer Wahldividende mit Hinweis auf einen Verstoß gegen den Bestimmtheitsgrundsatz zu desavouieren, verlangt § 174 Abs. 2 Nr. 2 AktG doch allein die Bezifferung des auszuschüttenden Gesamtbetrages,[1046] die selbstverständlich auch in dieser Konstellation von der Hauptversammlung vorzunehmen ist.

Dies betreffend bleibt nämlich allein das ‚Wie' dessen Ausschüttung vorübergehend, namentlich für den Zeitraum der Ausübungsfrist des Wahlrechts, offen.

(a) Erfordernis näherer Spezifikation der Sachausschüttungskomponente

Um in diesem Bezugsrahmen aber auch den erweiterten, an Sachausschüttungsbeschlüsse zu stellenden, Bestimmtheitsanforderungen gerecht zu werden, muss die Hauptversammlung nicht nur den auszuschüttenden (Teil des) Bilanzgewinn(s) festlegen und über dessen Verteilung als Bar- oder Sachdividende nach Wahl des Aktionariats, vgl. §§ 262 ff. BGB, beschließen, sondern darüber hinaus auch eine Konkretisierung der Sachausschüttungskomponente vornehmen.

Insofern obliegt es der Hauptversammlung nämlich, die zur Ausschüttung anstehenden Gegenstände der Art nach näher zu spezifizieren,[1047] im hiesigen Kontext also festzulegen, dass wahlweise eigene Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG ausgeschüttet werden sollen. Ebenfalls hat die Hauptversammlung eine Bewertung der zur Ausschüttung anstehenden *Treasury Shares* vorzunehmen,[1048] um diese dergestalt in wertmäßige Relation zu dem zur Verteilung stehenden, in Euro dotierenden, Bilanzgewinn zu setzen, vgl. § 174 Abs. 2 S. 2 AktG.

1046 Vgl. auch *Drygala*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 174 Rn. 7; *Euler/Klein*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 174 Rn. 13; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 174 Rn. 3; *Hennrichs/Pöschke*, in: MüKo, AktG, § 170 Rn. 63; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 174 Rn. 6 f.

1047 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 785.

1048 Vgl. die Ausf. oben in Kapitel D.III.1, dort unmittelbar vor D.III.1.a) m.w. Ausf. und Nachw. in Fn. 787.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(b) ‚Bewertungsproblematik'

Die im Kontext der zuletzt angeschnittenen ‚Bewertungsfrage' üblicherweise virulent werdende, vom Gesetzgeber auf Vorschlag der Regierungskommission Corporate Governance hin[1049] explizit der wissenschaftlichen Diskussion überlassene[1050] und in der einschlägigen Literatur hoch umstrittene, Frage danach, ob die Ausschüttung der Sachvermögenswerte nur zum Verkehrswert erfolgen kann oder ob eine solche zum Buchwert ebenfalls zulässig ist,[1051] braucht dabei aufgrund dessen, dass sich die Scrip Dividend vermöge des Merkmals ‚echter' Optionalität charakterisiert findet,[1052] freilich nicht beantwortet zu werden.

So nämlich die mit dem *Treasury*-Instrument bezweckte adäquate Adressierung der heterogenen Ausschüttungspräferenzen des Aktionariats nur dergestalt zu organisieren ist, dass sich Bar- und Aktienkomponente bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise annäherungsweise äquivalent lukrativ ausgestaltet finden, präsentiert sich im Ergebnis allein die Bewertung der zur Ausschüttung anstehenden *Treasury Shares* zum (volumengewichteten Durchschnitts-) Börsenkurs[1053] (in Euro im XETRA-Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse (Tages-VWAP XETRA) zum relevanten Stichtag (Referenzpreis)) als sinnig.

Anderweitig könnten nämlich mit der Konsequenz, dass eine ‚überwertige' Aktienkomponente konzipiert wird, stille Reserven mitausgeschüttet werden,[1054] wodurch sich schließlich das vorstatuierte Ziel einer annähernd äquivalent lukrativen Ausgestaltung der zur Wahl gestellten Ausschüttungsalternativen konterkariert fände.

1049 S. *Baums*, Ber. RKCG, Rn. 200.

1050 Begr. RegE TransPuG, BT-Drs. 14/8769, S. 13.

1051 Zum Streitstand s. schon die Nachw. in Fn. 787.

1052 Hierzu bereits in Kapitel B.III.2.e). Vgl. i.Ü. anstatt vieler *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 2.

1053 In diesem Sachzusammenhang sei darauf hingewiesen, dass Verkehrs- und Börsenwert nicht ein und dasselbe sind. So kann der mittels der Ertragswertmethode festgestellte Verkehrswert durchaus unter dem Börsenkurs liegen. Hierzu e.g. *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 110 a.E.; *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 184; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 40; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 204; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33.

1054 Vgl. zu diesem Aspekt e.g. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 75; *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 58 Rn. 109 f.; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 40; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 199; *Holzborn/Bunnemann*, AG 2003, 671, 673; *Hoffmann-Becking*, in: MHdb. GesR IV, § 47 Rn. 33; *Tübke*, Sachausschüttungen, S. 59 f.; *Waclawik*, in: Hölters, AktG, § 58 Rn. 38.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Überdies stellt sich aus vorerwähnten Gründen auch nicht die Problematik einer etwaig in der Ausschüttung einer ‚überwertigen' Sachdividende liegenden unzulässigen Einlagenrückgewähr[1055] sowie etwaige mit einer solchen verbundene Konflikte mit dem in § 57 AktG normierten Kapitalerhaltungsgebot[1056], insbesondere den Regelungen in § 57 Abs. 1 S. 1, Abs. 3 AktG, infolge ebenfalls nicht zu besorgen sind.[1057]

Daran ändert schließlich auch die idR. erfolgende Gewährung eines Discounts iHv. 2–3 %[1058] ob dessen, dass der Marktpreis, bei börsennotierten Gesellschaften also der Börsenkurs,[1059] iRd. derivativen Veräußerung eigener Aktien grundsätzlich[1060] nicht unterschritten werden darf,[1061] aus dreierlei Gründen nichts:

1055 Vgl. hierzu anstatt vieler die eingängigen Ausf. bei *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 40.

1056 Zum Kapitalerhaltungsgebot s. schon die Ausf. in Kapitel B.I, dort insbesondere unter 1.

1057 Wohl aA.: *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 687 mwN. in Fn. 11 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 7, die herbei jedoch die nachfolgend thematisierten Aspekte zu verkennen scheinen.

1058 Zur Üblichkeit der Gewährung eines entsprechenden Abschlags (s. diesbezüglich insbesondere auch die Ausf. und Nachw. in Fn. 40) und den Gründen hierfür (s. dazu insbesondere die Ausf., Nachw. und Verw. in den Fn. 38 und 39) s. schon die Ausf. in Kapitel A.III.2.

1059 So bspw. ganz explizit *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 57 Rn. 75. Allerdings bietet der Markt- oder Börsenpreis infolge der üblichen Störungen der Marktfunktionsbedingungen sowie aufgrund von Volatilitätsschwankungen keinen vollständig verlässlichen Indikator für die Beurteilung der Angemessenheit des Veräußerungspreises. Vgl. hierzu anstatt vieler die – im Kontext der iRd. Rückerwerbs eigener Aktien bestehenden Parallelproblematik stehenden – Ausf. bei *Bieder*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 9 Rn. 33 mwN. in den dortigen Fn. sowie diejenigen bei *Henze*, in: GK, AktG, § 57 Rn. 57 ff. S. in diesem Kontext ferner auch die Ausf. in Fn. 1060.

1060 Die ganz überwiegende Einschätzung zur iRd. Rückerwerbs eigener Aktien bestehenden Parallelproblematik hält moderate Aufschläge auf den Börsenkurs iRd. Akteinrückkaufs mit Blick auf die in Fn. 1059 erläuterten Bedenken, die gegen die vollständige Verlässlichkeit des Börsenpreises als Indikator zur Beurteilung der Angemessenheit des Veräußerungspreises bestehen, für zulässig, sieht hierin folglich keinen Verstoß gegen § 57 AktG. Als Faustformel werden diesbezüglich in der Praxis Überschreitungen von bis zu 10 % toleriert. Vgl. zum Ganzen *Bieder*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 9 Rn. 33 mwN. in den dortigen Fn.

1061 Explizit idS. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 57 Rn. 75. I.E. ebenso wohl sämtliche der in Fn. 177 Genannten.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Erstens weist dieser Discount in seiner Funktion als Sicherheitsabschlag[1062] keinen Bezug zur Aktionärsstellung auf (*dealing at arms' length*), sodass nach der allgemeinen Definition, derer nach es sich dann um ein marktübliches bzw. neutrales Drittgeschäft handelt, wenn das Austauschgeschäft von einem ordentlichen, gewissenhaften, nach kaufmännischen Grundsätzen handelnden, Geschäftsleiter unter sonst gleichen Umständen auch mit einem Nichtgesellschafter zu den gleichen Bedingungen abgeschlossen worden wäre,[1063] keine verdeckte Ausschüttung iSd. § 57 AktG vorliegt.

Zweitens wird die geringfügige negative Abweichung vom Marktpreis in der präsenten Konstellation dergestalt durch betriebliche Gründe sachlich gerechtfertigt,[1064] dass der Discount als zur Wahl der liquiditätserhaltenden bzw. -schonenden[1065] ‚Aktienkomponente' animierende Kaufanreizmarge[1066] fungiert.[1067]

Drittens präsentiert sich die in § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG verankerte Regelung, derer nach iRd. Ermächtigung zum Rückerwerb eigener Aktien, die den actus contrarius zu deren Wiederveräußerung bildet, für die Gegenleistung ein Korridor (niedrigster und höchster Gegenwert) anzugeben ist, woraus zwangsläufig folgt, dass der Börsenkurs iRd. Rückerwerbs eige-

---

1062 Zum Aspekt von Discounts als Sicherheitsabschlag s. die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(2).

1063 S. aus der Rspr. BGH, Urt. v. 13.11.1995 – II ZR 113/14, NJW 1996, 589 f.; OLG Köln, Urt. v. 28.05.2009 – 18 U 108/07, AG 2009, 584, 587; OLG Hamburg, Urt. v. 31.08.2005 – 11 U 55/04, ZIP 2005, 1968, 1969. Aus der Lit. e.g. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 57 Rn. 50.

1064 Zum Erfordernis der betrieblichen Rechtfertigung s. BGH, Urt. v. 01.12.1986 – II ZR 306/85, NJW 1987, 1194, 1195. Vgl. hierzu ferner auch *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 57 Rn. 10.

1065 Zur Validität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments s. schon die Ausf. und Verw. in Fn. 25.

1066 Zur Funktion des Discounts als Kaufanreizmarge s. schon die Nachw. in Fn. 39.

1067 Dieser Aspekt wird auch von *Fernández/de Miguel/Tortuero*, ICCLR 24 (2013), 179, 183 als schlagendes Argument für die Zulässigkeit von Discounts in Bezug auf das spanische Recht angeführt: „*[…] we believe that the discount is fully compliant with the law regarding the prohibition of financial assistance. The prohibition is intended, among others, to prevent actual or potential losses in the assets of the company for the benefit of others. The strengthening of the company's net worth, for the benefit of corporate interest, is precisely the purpose of the scrip dividend as opposed to a dividend distribution and of the discount as way to encourage shareholder to receive new shares.*".

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ner Aktien über- oder unterschritten werden darf, allein dergestalt als sinnig.[1068]

Diesen Erwägungen steht schließlich auch nicht die Rechtsprechung des BGH[1069] und BVerfG[1070] in der Causa *DAT/Altana* entgegen. Insofern können die dort aufgestellten Maßgaben, wonach Ausgleichs- und Abfindungszahlungen iRd. §§ 304, 305 AktG, also Zahlungen, in deren Bezugsrahmen es um ein zwangsweises Ausscheiden des Aktionärs aus der Gesellschaft geht, mit Rücksicht auf den Schutz des Anteilseigentums durch Art. 14 Abs. 1 GG den Börsenkurs nicht unterschreiten dürfen, auf die Frage der Bewertung von Aktien, die zur Ausschüttung als Sachdividende anstehen, nämlich schlicht aufgrund dessen, dass sie nicht passen, nicht übertragen werden. Während Aktionäre iRe. zwangsweisen Ausscheidens im Hinblick auf die Anteilsbewertung nämlich schutzbedürftig sind, ist die Interessenlage iRd. Sachausschüttung eigener Aktien diametral anders gelagert. Dies insofern, als dass die Anteilseigner iRd. Sachausschüttung eigener Aktien von einem unter dem Börsenkurs liegenden Wertansatz der zur Ausschüttung anstehenden Anteile profitieren, weil dadurch eine größere Anzahl von Aktien an sie als Sachdividende ausgekehrt wird, als wenn der Börsenkurs in Ansatz gebracht würde. Dementsprechend findet sich Art. 14 Abs. 1 GG in diesem Kontext – anders als bei Gewährung einer unangemessen geringfügigen Ausgleichs- bzw. Abfindungszahlung iRd. zwangsweisen Ausscheidens (vgl. §§ 304, 305 AktG) – nicht negativ betroffen.[1071]

So die Hauptversammlung im betreffenden Gewinnverwendungsbeschluss also festlegt, dass die (wahlweise, vgl. §§ 262 ff. BGB) Ausschüttung der eigenen Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG zum (volumengewichteten Durchschnitts-)Börsenkurs (in Euro im XETRA-Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse (Tages-VWAP XETRA) zum relevanten Stichtag (Referenz-

---

1068 Vgl. hierzu anstatt vieler *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 70. Folgerichtig vertritt das BMF die Auffassung, dass die Voraussetzungen einer verdeckten Gewinnausschüttung iSd. § 8 Abs. 3 S. 2 KStG regelmäßig dann nicht vorliegen, wenn die Aktien entweder über die Börse oder im Tenderverfahren erworben werden und dabei ein über dem Börsenpreis liegender Kaufpreis gezahlt wird, vgl. BMF, DStR 1998, 2011, 2012, dort mit Rn. 17.

1069 S. BGH, Urt. v. 12.03.2001 – II ZB 15/00, NJW 2001, 2080 ff.

1070 S. BVerfG, Beschl. v. 27.04.1999 – 1 BvR 1613–94, NJW 1999, 3769, 3771 f.

1071 Vgl. zum Ganzen auch *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 184; *Grigoleit/Zellner*, in: Grigoleit, AktG, § 58 Rn. 40, dort mit Fn. 130; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 58 Rn. 204; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

preis)) abzgl. eines idR. gewährten geringfügigen Discounts iHv. 2–3 %[1072] erfolgt, wird dadurch mit Blick auf den vorerörterten Streitstand[1073] – und das ist notwendig, aber auch hinreichend – ein vor dem Hintergrund des Abs. 1 S. 1 und Abs. 3 des § 57 AktG angemessener Betrag für die Aktien veranschlagt, sodass die Anfechtbarkeit des Gewinnverwendungsbeschlusses mit der Bewertungsrüge in weite Ferne rückt.

(c) ‚*Default*-Option' Barausschüttung

Ferner muss die Hauptversammlung neben den vorgenannten Konkretisierungen, die sie im Hinblick auf die Auskehrung einer Wahldividende, vgl. §§ 262 ff. BGB, iRd. Fassung des dieser Ausschüttung zugrundeliegenden Beschlusses vorzunehmen hat, auch eine ‚*Default*-Option' festlegen, die für diejenigen Aktionäre greift, die das ihnen pro gehaltener (Stück-) Aktie zuteilwerdende Wahlrecht innerhalb der anberaumten Ausübungsfrist nicht für sämtliche der von ihnen gehaltenen Anteile ausüben bzw. den zur Ausübung des Wahlrechts vorgesehenen Zeitraum gar gänzlich untätig verstreichen lassen.

Diesbezüglich ist die Festlegung der ‚*Default*-Option' Barausschüttung im Hinblick auf die erwünschte Marktinterpretation des *Treasury*-Instruments (jedenfalls aus praktischer Perspektive) mehr oder minder zwingend, sollen Scrip Dividends doch möglichst als funktionales Äquivalent zur Ausschüttung einer Bardividende interpretiert werden und beim Aktionariat keinesfalls den Eindruck erwecken, die Gesellschaft habe die Gestaltung deshalb gewählt, weil sie sich in Liquiditätsnöten befindet.[1074]

Konsequenz einer entsprechenden Festlegung im Ausschüttungsbeschluss ist sodann, dass diejenigen Aktionäre, die das Wahlrecht im hierfür vorgesehenen Ausübungszeitraum nicht für sämtliche der von ihnen gehaltenen (Stück-)Aktien ausüben oder während dieses Zeitraums gar gänzlich untätig bleiben, im Fälligkeitszeitpunkt[1075] eine reine Barzahlung auf

1072 Zur Üblichkeit der Gewährung eines entsprechenden Abschlags (s. diesbezüglich insbesondere auch die Ausf. und Nachw. in Fn. 40) und den Gründen hierfür (s. dazu insbesondere die Ausf., Nachw. und Verw. in den Fn. 38 und 39) s. schon die Ausf. in Kapitel A.III.2.

1073 S. zum betreffenden Streitstand bereits die Nachw. oben in Fn. 787.

1074 S. in diesem Kontext auch bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.c)bb).

1075 S. hierzu die sogleich nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(d).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

die grundsätzlich einen Tag nach der Hauptversammlung eingebuchten Wahldividendenansprüche erhalten.[1076]

(d) Aufschieben der Fälligkeit des Ausschüttungsanspruches

Des Weiteren ist die Fälligkeit des gemäß § 58 Abs. 4 S. 2 AktG grundsätzlich[1077] am dritten auf den Hauptversammlungsbeschluss folgenden Geschäftstag fällig werdenden Ausschüttungsanspruches aus zweierlei Gründen aufzuschieben.

Erstens findet sich der Ausschüttungsanspruch aufgrund dessen, dass dem Aktionariat iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG wohl analog § 186 Abs. 1 S. 2 AktG eine angemessene Ausübungsfrist zu gewähren sein dürfte, sodass der jeweilige Aktionär die anstehende Investitions- bzw. Thesaurierungsentscheidung in Kenntnis der wesentlichen Informationen, mithin abgewogen und fundiert, treffen kann, zum gesetzlich vorgesehenen Fälligkeitszeitpunkt seinem Inhalt nach noch nicht dahingehend konkretisiert, ob der jeweilige Aktionär seine Dividende in bar oder Aktien zu erhalten wünscht.[1078] Zweitens wird Zeit zur technischen Abwicklung der Scrip Dividend-Offerte benötigt.[1079]

Herbeizuführen ist ein korrespondierender Aufschub der Fälligkeit qua Vorsehung eines solchen im betreffenden Hauptversammlungsbeschluss, vgl. § 54 Abs. 4 S. 3 AktG. Aufzuschieben ist die Fälligkeit um die zur Ausübung des Wahlrechts gewährte Frist (idR. zwei Wochen[1080]) sowie die

---

1076 Vgl. hierzu auch die auf diese Konstellation übertragbaren Ausf. bei *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 231; *Damanik,* Aktiendiv., S. 2; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 26; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695, 2696.

1077 D.h. soweit sich nicht aus dem zugrundeliegenden Hauptversammlungsbeschluss oder der Satzung der Gesellschaft eine spätere Fälligkeit ergibt, vgl. § 58 Abs. 4 S. 3 AktG.

1078 S. in diesem Kontext die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa), dort insbesondere unter (1).

1079 S. hierzu auch die auf diese Konstellation übertragbaren Ausf. bei *Krause*, ZHR 2017, 641, 647; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 15.

1080 Vgl. aus der Praxis *E.ON*, Tauschang. 2014, 2015 & 2017. Aus der Lit. *Krause*, ZHR 2017, 641, 647; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 15.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sich hieran anschließende technische Abwicklungsphase (idR. ca. weitere zwei Wochen[1081]).[1082]

Selbstverständlich darf aber insofern nicht unbesehen bleiben, dass der Umstand, dass die Dividendenauszahlung hierdurch (im Vergleich zum Auszahlungszeitpunkt iRd. Ausschüttung einer reinen Bardividende) später erfolgt und hieraus zulasten derjenigen Aktionäre, die nicht an dem Wahlrecht interessiert sind bzw. die Ausschüttung einer Bardividende beanspruchen, ein Zinsnachteil resultiert. Mag dies nämlich zwar aus juristischer Perspektive heraus betrachtet völlig unbedenklich sein, so § 54 Abs. 4 S. 3 AktG die Möglichkeit eines Aufschubs des Fälligkeitstermins der Dividendenzahlung iRd. Fassung des dieser zugrundeliegenden Ausschüttungsbeschlusses durch die Hauptversammlung explizit vorsieht, ist die Frage, ob vorstatuierte Konsequenz nicht durchaus dazu geeignet ist, beim ein oder anderen Aktionär Unbehagen hervorzurufen, doch eine gänzlich andere.

(2) Keine unzulässige Kompetenzverschiebung

Aus rechtlicher Perspektive bedenklich könnte hingegen sein, dass iRd. Konzeptualisierung final der Vorstand mit der Festlegung von Bar- und Sachausschüttungsquote betraut wird. Diesbezüglich scheint es nämlich prima vista naheliegend, dass hierin ein mit dem vom Gesetzgeber vorgesehenen aktienrechtlichen Kompetenzgefüge in Konflikt stehender Transfer von Befugnissen weg von der Hauptversammlung hin zum Vorstand liegt.[1083]

Dem ist jedoch mitnichten so, überträgt die Hauptversammlung der Unternehmensleitung insofern doch nicht etwa in rechtswidriger Weise die ihr (vgl. §§ 58 Abs. 3, 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1 AktG) zustehende Gewinnverwendungskompetenz, sondern nimmt diese iRd. vorskizzierten Beschlussfassung vielmehr umfassend wahr.

1081 Vgl. bereits die Nachw. in Fn. 1080.

1082 Zu diesem ‚Kniff' im spezifischen Kontext der Scrip Dividend *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 232; *Nitsche*, Fin.-Mag., Scrip Dividend; *Parrandier/Schäfer*, Update B&F, Aktiendiv., 10; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 15; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695, 2696.

1083 Diese und die folgenden Ausf. sind ohne Weiteres auf ‚deutsche' *Societates Europaeas* übertragbar, vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 160.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(a) Keine inhaltlichen Einflussnahmemöglichkeiten des Vorstands auf das ‚Abstimmungsergebnis'

Dem Vorstand verbleibt in diesem Sachzusammenhang nämlich lediglich die Feststellung der Bar- sowie der Sachausschüttungsquote nach Ablauf der Wahlrechtsausübungsfrist, und zwar ohne dass ihm hierbei ein Handlungsspielraum bzw. die Möglichkeit der inhaltlichen Einflussnahme zukäme. In welcher Höhe Barmittel und in welchem Umfang eigene Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG ausgeschüttet werden, determinieren allein die Aktionäre qua Ausübung (oder Verfallenlassen) des eingeräumten Wahlrechts.

(b) Parallele Delegation der Aufgabe der Herbeiführung eines ‚Abstimmungsergebnisses' iRd. ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung

Die Zulässigkeit dieses Verfahrens zu bestätigen vermag schließlich auch der Umstand, dass dem Aktienrecht mit der unbestrittenermaßen zulässigen ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung eine durchaus vergleichbare Konstellation geläufig ist.

Dies insofern, als sich jene maßgeblich dadurch gekennzeichnet findet, dass die Hauptversammlung den Umfang einer anstehenden Kapitalerhöhung vermittels Festlegung eines Mindest- und Höchstbetrages (wahlweise auch nur letzterem[1084]) lediglich dynamisch präformiert, während sie das letztgültige Erhöhungsvolumen an das vom Vorstand nach Ablauf der Zeichnungsfrist festzustellende Zeichnungsergebnis knüpft,[1085] sodass eine

---

1084 Aus der Rspr. LG Hamburg, Urt. v. 02.12.1993 – 405 O 162/93, AG 1995, 92, 93. Aus der Lit. *Elser*, in: Heidel, AktG, § 182 Rn. 22; *Findeisen*, ZIP 2009, 1647, 1649; *Hermanns*, in: Hennsler/Strohn, § 182 Rn. 15; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 182 Rn. 18; *Seibt/Voigt*, AG 2009, 133, 135; *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 182 Rn. 41; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 27; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 182 Rn. 42; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 182 Rn. 16. Zweifelnd hingegen *Pfeifer*, in: MüKo[3], AktG, § 182 Rn. 36.

1085 Die Zweckmäßigkeit eines solchen Vorgehens entspricht der allgM. Vgl. aus der Rspr. e.g. RG, Urt. v. 30.05.1903 – I 21/03, RGZ 55, 65, 68; RG, Urt. v. 26.06.194 – II 109/14, RGZ 85, 205, 207; OLG Hamburg, Urt. v. 29.10.1999 – 11 U 71/99, AG 2000, 326, 327; KG Berlin, Beschl. v. 06.12.2010 – 23 AktG 1/10, AG 2011, 170, 172; KG Berlin, Urt. v. 18.05.2010 – 14 AktG 1/10, AG 2010, 497, 502. Aus der Lit e.g. *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 182 Rn. 28; *ders./Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 4 Rn. 105; *Elser*, in: Heidel, AktG, § 182 Rn. 22; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 182 Rn. 12; *Findeisen*, ZIP 2009, 1647, 1649; *Kossmann/Heinrich*, Der Konzern 2010, 27, 28; *Priester*, NZG 2010,

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Kapitalerhöhung final insoweit (innerhalb der vorgegebenen Bandbreite) stattfindet, als die Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes reicht.

IRd. Herbeiführung dieses Zeichnungsergebnisses kommt dem Vorstand aber freilich keinerlei Handlungsspielraum bzw. Möglichkeit der inhaltlichen Einflussnahme zu.[1086] Stattdessen findet sich der Umfang der Kapitalerhöhung allein seitens des objektiven Nachfragefaktors am Kapitalmarkt diktiert,[1087] worin sich schließlich die vorgehend propagierte Parallele zeigt: In beiden Fällen beauftragt die Hauptversammlung den Vorstand innerhalb der ihr zustehenden Kompetenzen[1088] mit der Herbeiführung eines ‚Abstimmungsergebnisses' (iRd. ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung: Zeichnungsergebnis).

Ist aber die Zulässigkeit von ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhungen allgemein anerkannt und vertritt insofern niemand die Ansicht, hierin läge eine strukturell unzulässige Machtverschiebung im Kompetenzgefüge der AG, kann in Bezug auf den Wahldividendenbeschluss in Anbetracht der ausgeprägteren Gefährdungslage iRv. Kapitalerhöhungen[1089] argumentum a maiore ad minus nichts anderes gelten. Folglich bestehen aus dieser Warte heraus keine rechtlichen Bedenken gegen die vorgehend skizzierte Art der Beschlussfassung.

Freilich ist indessen zu beachten, dass die Hauptversammlung zur Vermeidung vorstandsseitiger Einwirkung auf den Platzierungserfolg im betreffenden Hauptversammlungsbeschluss explizit einen Zeitkorridor für die Ausübung des Wahlrechts zu bestimmen hat, um dergestalt zu verhindern, dass der Vorstand dadurch Einfluss auf das ‚Abstimmungsergebnis' nimmt, dass er die Dauer des Platzierungsverfahrens in die Länge zieht.[1090]

81, 82; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 182 Rn. 18; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 27; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 182 Rn. 42; *Seibt*, Der Konzern 2009, 261, 263 ff.; *ders./Voigt*, AG 2009, 133, 135; *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 182 Rn. 41. Mit Formulierungsvorschlag: *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 182 Rn. 16; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 182 Rn. 55.

1086 AA.: *Holzmann/Eichstädt*, DStR 2010, 277, 279: „erweiterter Handlungsspielraum".

1087 So auch *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 182 Rn. 28.

1088 Gewissermaßen als ‚Pendant' zum die Verteilung des Bilanzgewinns betreffenden § 119 Abs. 1 Nr. 2 AktG ordnet § 119 Abs. 1 Nr. 6 AktG an, dass die Hauptversammlung über Maßnahmen der Kapitalbeschaffung (und -herabsetzung) zu beschließen hat.

1089 Hierzu schon die Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(a)–(d).

1090 So die hM. zur ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung, vgl. aus der Rspr.: OLG München, Beschl. v. 22.09.2009 – 31 Wx 110/09, NZG 2009, 1274, 1275; OLG Hamburg,

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ee) Conclusio

Nach alledem ist es also möglich, dem tragenden Grundkonzept der Scrip Dividend iRe. Sachausschüttung iSd. § 58 Abs. 5 AktG sowie unter Rückgriff auf die §§ 262 ff. BGB gerecht zu werden. Per – die Alternativobligation vorsehendem, hier als ‚Wahldividendenbeschluss' bezeichneten – Hauptversammlungsbeschluss kann dem Aktionariat ein Wahlrecht eingeräumt werden, das jedem einzelnen Anteilseigner die Option zwischen drei Ausschüttungsvarianten eröffnet.

Dergestalt kann der jeweilige Aktionär sowohl eine reine Bar- als auch eine reine Sachdividende (in Form der Ausschüttung von eigenen Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG) beanspruchen oder beide Dividendenformen kombinieren, indem er entsprechend partiell optiert.

d) Weitere praktische Anforderungen an Wahldividendenbeschluss & Bezugsangebot

Im vorausgehenden Kontext der Offerte des Wahlrechts iRe. eines Wahldividendenbeschlusses bietet sich an dieser Stelle ein Exkurs zu weiteren, aus praktischer Sicht an den entsprechenden Beschluss zu stellenden, Anforderungen an.

Urt. v. 29.10.1999 – 11 U 71/99, AG 2000, 326, 328. Aus der Lit.: *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 11; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 182 Rn. 28, 30; *ders./Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 4 Rn. 106; *Dürr*, in: Wachter, AktG, § 182 Rn. 14; *Hermanns*, in: Hennsler/Strohn, GesR, § 182 Rn. 15; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 182 Rn. 12, 14; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 182 Rn. 19; *Priester*, NZG 2010, 81, 84; *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 182 Rn. 41; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 27; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 182 Rn. 55. AA.: *Albrecht/Lang*, BB 2010, 142, 143; *Kossmann/Heinrich*, Der Konzern 2010, 27, 29, hierbei allerdings jeweils in der Annahme, es handle sich um eine Durchführungsfrist.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aa) Einbehalt eines Sockeldividendenanteils zum Zwecke der Abführung der KESt

So dürfte sich iaR.[1091] eine auf die steuerlichen Rahmenbedingungen zurückzuführende Festsetzung im Wahldividendenbeschluss dahingehend empfehlen, dass ein Teil der Dividende (Sockeldividendenanteil) stets zwingend in bar ausgezahlt wird, mithin nicht der Thesaurierungsentscheidung des Aktionariats unterliegt.[1092] Diesbezüglich kann im Ausschüttungsbeschluss auf die Darstellung von Einzelheiten verzichtet und stattdessen auf das zu erstellende prospektbefreiende Dokument[1093] sowie ggf. ein ergänzend hierzu, zumeist in Q&A-Form veröffentlichtes, freiwilliges[1094] ‚Informationspapier', das die praktisch relevanten Fragen zur Aktiendividende zusammenfassend in prägnanter Form beantwortet,[1095] verwiesen werden.

aaa) Grundsatz: Steuerpflichtigkeit der Dividendenausschüttung

Hintergrund der Empfehlung einer entsprechenden Festlegung im Wahldividendenbeschluss ist dabei der Folgende: Gewinnausschüttungen deutscher Aktiengesellschaften sind unabhängig davon, ob diese in Gestalt einer Bar- oder Sachdividende erfolgen, grundsätzlich steuerpflichtig, s. 43

1091 Zum Ausnahmefall der Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto nach § 27 KStG s. die nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.d)aa)bbb).

1092 Vgl. anstatt vieler *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 230.

1093 Eingehend zum prospektbefreienden Dokument die nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.f)bb)ccc).

1094 Vgl. hierzu auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 693 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 47: „Es handelt sich um eine Serviceleistung der Gesellschaft gegenüber ihren Aktionären; eine Verpflichtung zur Bereitstellung besteht nicht.".

1095 Vgl. hierzu auch die auf diese Konstellation übertragbaren Ausf. bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 693 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 47: „[...]. Dadurch können sich Aktionäre deutlich schneller als bei Lektüre des prospektbefreienden Dokuments über die Mechanik der Aktiendividende informieren und deren wesentliche Eckpunkte erfassen.".

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Abs. 1 S. 1 Nr. 1a EStG[1096] iVm. § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG;[1097] es handelt sich um inländische Kapitalerträge aus Aktien, da die AG, mithin die Schuldnerin der Dividendenansprüche, Geschäftsleitung und Sitz im Inland hat, § 43 Abs. 3 S. 1 EStG.[1098]

Den entsprechenden Steuerabzug hat gemäß § 44 Abs. 1 S. 3 EStG die die Kapitalerträge auszahlende Stelle für Rechnung des Gläubigers der Kapitalerträge unter Beachtung der im Bundessteuerblatt veröffentlichten Auslegungsvorschriften der Finanzverwaltung vorzunehmen und die KESt – und zwar unter Anordnung einer eigenen Haftung für den Einbehalt und die Abführung der Steuer in § 44 Abs. 5 S. 1 EStG – an das Finanzamt abzuführen[1099].[1100] Dergestalt erfüllt die auszahlende Stelle mit Einbehalt und Abführung der KESt – wie es der Arbeitgeber iRd. Lohnsteuer für den Arbeitnehmer tut – eine fremde Steuerschuld.[1101] Im praktischen Regelfall der Girosammelwahrung der Aktien nach § 5 DepotG ist auszahlende Stelle iSd. § 44 Abs. 1 S. 3 EStG gemäß § 44 Abs. 1 S. 4 Nr. 3 lit. a) EStG iVm. § 43 Abs. 1 S. 1 Nr. 1a EStG das inländische Kreditinstitut, welches die Aktien verwahrt und die Dividenden auszahlt oder gutschreibt, mithin die Depotbank.

(1) Konsequenz: Einbehalt eines Sockeldividendenanteils

Um der Depotbank die Erfüllung dieser vom steuerlichen Status des Aktionärs abhängigen Steuerschuld hinsichtlich des gesamten Dividendenanspruchs pro Aktie zu ermöglichen sowie zum Zwecke der Vermeidung der Situation, dass zugunsten der Aktienkomponente votierende Anteilseigner

---

1096 Nachfolgend wird davon ausgegangen, dass sich die inländischen Aktien (wie es dem Regelfall entspricht) in Girosammelverwahrung gemäß § 5 DepotG befinden. Vgl. dazu auch *Schmidtmann*, DB 2017, 2695, 2697; *Schiessl*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 3 Rn. 113.

1097 Die nachfolgenden Ausf. beziehen sich ausschließlich auf die Besteuerung im Inland unbeschränkt steuerpflichtiger Anleger, die ihre Anteile im Privatvermögen halten.

1098 Eingehend zur steuerlichen Behandlung von Wahldividenden: *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229 ff.; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695 ff.

1099 Zwar ist und bleibt gemäß § 44 Abs. 1 S. 1 EStG der Gläubiger des Dividendenanspruchs Schuldner der KESt, an Vorstatuiertem ändert sich hierdurch aber nichts.

1100 S. auch *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 233; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695 ff.; *Schiessl*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 3 Rn. 113.

1101 S. *Lindberg*, in: Blümich, EStG, § 44 Rn. 3 a.E.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nachträglich bare Zuzahlungen zur Erfüllung der Steuerverbindlichkeit an die Steuerbehörden leisten müssen, empfiehlt es sich folglich, das Wahlrecht des Aktionariats dahingehend zu restringieren, dass ein Teil der Dividende je Aktie stets in bar ausgeschüttet wird, sodass nur der übrige, als Wahldividendenanteil bzw. Nettobardividende zu bezeichnende, Teildividendenanspruch dem Wahlrecht unterliegt.[1102]

Bei der Festlegung dieses stets in bar auszuschüttenden Sockeldividendenanteils ist präventiv – zum Zwecke der Vermeidung etwaiger Steuernacherhebungen – die maximal mögliche Steuerbelastung deutscher Privataktionäre zu veranschlagen.

Insofern unterliegen Dividendenausschüttungen gemäß § 43a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 EStG grundsätzlich[1103] einer KESt von 25 % sowie einem hierauf erhobenen Solidaritätszuschlag iHv. 5,5 % sowie ggf. (bei Mitgliedschaft der zu besteuernden natürlichen Person in einer zur Erhebung der Steuer für Religions- und Weltanschauungsgemeinschaften berechtigten Körperschaft des öffentlichen Rechts) zzgl. der Kirchensteuer (KiSt), für die in Bayern und Baden-Württemberg ein Hebesatz von 8 % und in den übrigen Bundesländern ein solcher von 9 % gilt, wobei sich die KESt im Falle der KiSt-Pflicht um 25 % der auf die Kapitalerträge entfallenden KiSt ermäßigt. Je nach Zugehörigkeit zu einer entsprechenden Gemeinschaft ergibt sich dadurch eine Gesamtbelastung von 26,3750 %, 27,8186 % oder 27,9951 %, weshalb der einzubehaltende Sockeldividendenanteil aus Vorsichtsgründen, sprich um die Steuerschuld des jeweiligen Aktionärs auch im Falle der Belastung mit letzterem Steuersatz gewährleisten zu können, mit gerundeten 28 %[1104] des Ausschüttungsbetrages pro (Stück-)Aktie veranschlagt werden sollte.[1105]

Auch wenn die Steuerpflicht des jeweiligen Aktionärs z.B. infolgedessen, dass ein ausreichender Freistellungsauftrag (§ 44a Abs. 2 S. 1 Nr. 1 EStG iVm. § 20 Abs. 9 EStG) vorliegt, im Einzelfall nicht bestehen mag, bietet sich eine solch pauschale Regelung durchaus an. Schließlich kann

---

1102 IdS. wohl auch *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 230 ff.; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695 ff.

1103 Zum Ausnahmefall der Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto nach § 27 KStG s. die nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.d)aa)bbb).

1104 *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 694 sprechen sich gar dafür aus, 30 % für die Steuer zu reservieren, was allerdings nicht der gängigen Praxis (vgl. dazu die Nachw. in Fn. 1105) entspricht.

1105 Vgl. bspw. auch *E.ON*, Tauschang. 2014, 2015 & 2017; *GRENKE*, Dividendenbekanntm. 2014 & 2016; *PATRIZIA*, Tauschang. 2018; *Softing*, Dividendenbekanntm. 2014; *W&W*, Bezugsang. 2014.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

den Aktionären so trotz unterschiedlicher individueller Steuerbelastung ein einheitliches Umtausch- und Bezugsverhältnis gewährt werden. Besteht die Steuerpflicht, wird der korrespondierende Betrag an die Steuerbehörde abgeführt, besteht sie nicht oder nur teilweise, so wird der nicht abzuführende Teil des Sockeldividendenanteils schlichtweg dem Konto des Aktionärs gutgeschrieben.

(2) Unbedenklichkeit der Pauschalierung des Sockeldividendenanteils

Diese Restriktion des Wahlrechts ist ob des Faktums, dass die Einschränkung v.a. zum Nachteil von Kleinanlegern gerät, bei denen wegen des Freistellungsauftrags/Sparerpauschbetrags letztlich kein Einbehalt von KESt zu erfolgen hat und die de facto eigentlich ein günstigeres Umtauschverhältnis erhalten könnten, unbedenklich.

Insofern könnte man zwar durchaus auf die Idee kommen, eine solch undifferenzierte, zulasten der Klein(st)aktionäre mit Freistellungsauftrag/Sparerpauschbetrag gehende, Regelung verstoße gegen das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot aus § 53a AktG bzw. sei jedenfalls mit Blick auf die mitgliedschaftliche Treuepflicht unzulässig.

Diesbezüglich fehlt es jedoch bereits an einer relevanten Ungleichbehandlung, trifft die Restriktion des Wahlrechts doch das gesamte Aktionariat unterschiedslos.

Infolge lässt sich eine gleichheitswidrige Behandlung allenfalls dergestalt konstruieren, dass man unter Rekurs auf § 53a AktG für eine Vorzugsbehandlung zugunsten der Klein(st)aktionäre argumentiert, die ihre sachliche Rechtfertigung in der individuellen Steuerpflichtigkeit findet und es diesen unter der Prämisse, dass ein ausreichender Freistellungsauftrag gestellt ist, gestattet, den gesamten Dividendenanspruch pro Aktie umzutauschen, sodass die Nichtgewährung einer entsprechenden Vorzugsbehandlung in Form der Gewährung eines besseren Umtauschverhältnisses einen Verstoß gegen § 53a AktG darstellte.[1106]

Zu überzeugen vermag dies indessen keineswegs, bildet den Maßstab der Gleichbehandlung bzgl. der (zahlenmäßig abstufbaren) Hauptrechte, zu denen das hier affektierte Gewinnbezugsrecht (§§ 58 Abs. 4, 60 AktG)

1106 Mit ganz ähnlichen Argumenten kann man auch für eine Vorzugsbehandlung zugunsten ausländischer Aktionäre plädieren, s. dazu unten in Kapitel D.III.1.e)ee)bbb)(1) mwN. in Fn. 1441.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

zu zählen ist, doch das Maß der Beteiligung des Aktionärs am Grundkapital der Gesellschaft,[1107] nicht dessen individuelle Steuerpflichtigkeit.[1108]

Überdies brächte die Berücksichtigung persönlicher Umstände (wie der individuellen steuerlichen Verhältnisse oder ähnlicher subjektiver Faktoren) nicht nur zahlreiche Diffizilitäten, wie z.B. solche datenschutzrechtlicher Art, mit sich, sondern hätte auch kaum bewältigbaren Aufwand auf Gesellschaftsseiten zum Resultat,[1109] würde es hierfür doch erforderlich, dass die Gesellschaft die entsprechenden individuellen Umstände erforscht und schließlich für einen jeden Aktionär ein Persönlichkeitsprofil anlegt und pflegt.[1110]

Schließlich dürfte alles andere als die Einbehaltung eines pauschalierten, an der maximalen Steuerbelastung orientierten, Sockeldividendenanteils durch die ausschüttende Gesellschaft wenig zielführend sein, wäre der Sachverhalt doch anderweitig mit dem Resultat dem Finanzamt anzuzeigen, dass dieses nicht abgeführte Steuern beim Anteilseigner nacherhebt.

Damit nämlich wäre nicht nur zulasten des gesamten Aktionariats die wenig delektable Situation zu erwartender KESt-Nachbelastungen geschaffen, vielmehr drohte dann die Gefahr, dass entsprechende Nachbelastungen solche Kleinanleger, die den Sparerpauschbetrag unzutreffend für nicht überschritten hielten und in diesem Gedanken zugunsten der Aktienkomponente optierten, besonders heftig trifft, wenn nachträglich unerwartet Barmittel zur Begleichung der KESt-Schuld aufgewandt werden müssen.

1107 So die ghM. Vgl. aus der Rspr. BGH, Urt. v. 19.12.1977 – II ZR 136/76, NJW 1978, 540, 541. Aus der Lit. e.g. *Götze*, in: MüKo, AktG, § 53a Rn. 11 f.; *Drygala*, in: KK, AktG, § 53a Rn. 24; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 53a Rn. 25; *Henn*, AG 1985, 240, 242 f.; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 50 ff.; *G. Hueck*, Gleichbehandlung, S. 202 ff.; *Immenga*, BB 1975, 1042, 1043; *ders.*, AG 1976, 293; *Janssen*, in: Heidel, AktG, § 53a Rn. 4 f.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 53a Rn. 6; *Lange*, in: Hennsler/Strohn, GesR, § 53a Rn. 4; *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 53 Rn. 9; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 228 f.; *Westermann* in: Bürgers/Körber, AktG, § 53a Rn. 5; *Wiethölter*, Organisation, S. 120; *Zöllner*, Schranken, S. 122 ff.

1108 Dergestalt expressis verbis *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343. Ebenso gegen die Berücksichtigung der Herkunft der Aktionäre *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 97.

1109 In diesem Bezugsrahmen sieht die Lit. in der finanziellen Leistungsfähigkeit des Gesellschafters zu Recht kein bei Bezugspreisfestlegung zu berücksichtigendes Kriterium, s. *Drygala*, in: KK, AktG, § 58 Rn. 166; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 53a Rn. 30; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 67.

1110 IdS. auch *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Zusammenfassend ist folglich zu konstatieren, dass die Festlegung eines pauschalierten, stets in bar auszuschüttenden, Sockeldividendenanteils nicht nur zweckmäßig, sondern vielmehr auch absolut legitim ist, da hierin keineswegs eine (maßgebliche) Benachteiligung von Klein(st)aktionären liegt.

bbb) Exzeption: Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto (§ 27 KStG)

Vorerwähnten Querelen braucht man sich aber gar nicht erst zu widmen, wird die Dividende nicht wie üblich aus dem zu versteuernden Gewinn, sondern stattdessen ausnahmsweise (vollständig) aus dem steuerlichen Einlagekonto iSd. § 27 KStG (nicht in das Nennkapital geleistete Einlagen), das seinerseits selbstredend hoch genug dotiert sein muss, um die Ausschüttung hieraus gewähren zu können, gezahlt.[1111]

In entsprechenden Konstellationen greift nämlich die gesetzliche Fiktion des § 20 Abs. 1 Nr. 1 S. 3 EStG, die dementsprechend ‚finanzierte' Dividendenzahlungen als nicht kapitalertragsteuerpflichtige Rückgewähr von Einlagen wertet: Die Regelung hält eine Ausnahme zu dem in § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG normierten Grundsatz der Steuerpflichtigkeit von Dividendenzahlungen bereit, derer nach Bezüge, soweit sie aus Ausschüttungen einer Körperschaft stammen, für die Beträge aus dem steuerlichen Einlagekonto iSd. § 27 KStG als verwendet gelten, nicht zu den (steuerbaren) Einnahmen aus Kapitalvermögen gehören.[1112]

So nach alledem Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto nach § 27 KStG nicht der KESt unterliegen,[1113] bedarf es in entsprechenden Konstellationen freilich auch nicht des Einbehalts eines Sockeldividendenanteils.

Denkbar sind selbstverständlich auch Mischformen, sprich Konstellationen, in denen die Ausschüttung nur teilweise aus dem steuerlichen Einla-

---

1111 So etwa bei der *Telekom* in den Jahren 2013 ff., s. *Telekom*, Bezugsang. 2013, 2014, 2015, 2016 & 2017. *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 693, dort mit Fn. 68, nennen in diesem Kontext auch die Dividendenzahlung der *Capital Stage AG* (nunmehr *Encavis AG*) in 2016, gehen damit aber insofern bedingt fehl, als diese nur teilweise (nämlich zu 29,09 %, s. *Capital Stage*, Bezugsang. 2016) aus dem steuerlichen Einlagekonto geleistet wurde.

1112 S. auch *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 231; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 693 f.; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695, 2696.

1113 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1112.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gekonto nach § 27 KStG und im Übrigen aus dem zu versteuernden Gewinn geleistet wird.[1114] In entsprechenden Fällen ist die Dividendenzahlung in einen ‚privilegierten' und einen ‚nicht privilegierten' Teil aufzuspalten; sodann finden beide der vorbeschriebenen Verfahren entsprechend ihrem jeweiligen Anteil Anwendung.

Der Vollständigkeit halber ist in diesem Sachzusammenhang darauf hinzuweisen, dass aus dem steuerlichen Einlagekonto iSd. § 27 KStG geleistete Dividendenzahlungen dennoch nicht ohne jegliche steuerliche Auswirkung für den Anteilseigentümer bleiben, sondern die im Falle einer späteren Anteilsveräußerung relevant werdenden steuerlichen Anschaffungskosten mindern,[1115] woraus eine Steigerung der Differenz zwischen Anschaffungskosten und Veräußerungserlös, mithin eine Erhöhung eines etwa gemäß § 20 Abs. 2 Nr. 1 EStG steuerpflichtigen Veräußerungsgewinns bzw. eine Reduktion eines etwaigen Veräußerungsverlusts, resultiert.[1116] Dergestalt wird die Besteuerung letztlich nur zeitlich nach hinten verlagert, namentlich auf den Zeitpunkt der Veräußerung der betreffenden Aktie(n).[1117]

ccc) Conclusio

Zusammenfassend ist nach alledem festzuhalten, dass die Besonderheiten der Scrip Dividend, insbesondere der Umstand, dass die Fälligkeit der Zahlung zeitlich aufgeschoben wird,[1118] sowie diejenige Faktizität, dass den Aktionären ein Wahlrecht zwischen der Ausschüttung einer Bar- und einer Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG (in Form eigener Aktien der Gesellschaft iSd. §§ 71 ff. AktG) eingeräumt wird, nichts daran ändert, dass es

---

1114 So etwa bei der *Capital Stage AG*, die die Ausschüttung in 2016 zu 20,09 %, diejenige in 2017 zu 10,8245 %, aus dem steuerlichen Einlagekonto nach § 27 KStG finanzierte, sodass prozentuale Anteile der Dividende iHv. 70,91 % (2016) bzw. 89,1755 % (2017) steuerpflichtig blieben, s. *Capital Stage*, Bezugsang. 2016 bzw. 2017.

1115 Vgl. auch BFH, Urt. v. 19.07.1994 – VIII R 85/92, BStBl. II 1995, 362. Aus der Lit.: *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 231; *v. Beckrath*, in: Kirchhof, EStG, § 20 Rn. 53; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 694; *Weber-Grellet*, in: Schmidt, EStG, § 20 Rn. 66.

1116 S. auch *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 231; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 694; *Weber-Grellet*, in: Schmidt, EStG, § 20 Rn. 66.

1117 So auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 694.

1118 Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(d).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sich bei der Wahldividende um eine Dividende iSd. § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG handelt.

Insofern sollte, erfolgt die Ausschüttung nicht ausnahmsweise aus dem steuerlichen Einlagekonto iSd. § 27 KStG, nur die Nettobardividende auf den Bezugspreis der eigenen Aktien ‚angerechnet' werden, droht den Aktionären doch anderweitig eine Steuernacherhebung seitens des Fiskus.

Dergestalt empfiehlt sich iaR., sprich so nicht vorbezeichneter Ausnahmefall vorliegt, eine Festsetzung im Wahldividendenbeschluss dahingehend, dass ein Teil der Dividende, der sog. Sockeldividendenanteil, stets zwingend in bar ausgezahlt wird, mithin nicht der Thesaurierungsentscheidung des Aktionariats unterliegt.

bb) Angebotskontingentierung, Überzeichnung, proratarische Zuteilung, kein Angebot von Teilrechten & Auszahlung der Bardividende im Falle der Repartierung

aaa) Angebotskontingentierung

Neben der nach den vorgehenden Ausführungen idR.[1119] obligatorischen Festlegung eines Sockeldividendenanteils kann es überdies, je nach Höhe des Gesamtausschüttungsvolumens und dem Bestand an *Treasury Shares*, der seitens der Gesellschaft iRd. Scrip Dividend zur Verfügung gestellt werden kann/soll, letztlich also in Abhängigkeit davon, ob auch eine Annahmequote von 100 % bedient werden könnte und – soweit dies der Gesellschaft grundsätzlich möglich wäre – auch bedient werden soll, erforderlich sein, den Angebotsgegenstand im Hauptversammlungsbeschluss über die Ausschüttung einer Wahldividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG sowie im betreffenden Bezugsangebot auf eine der Gesellschaft opportune Anzahl auszuschüttender Aktien zu beschränken.[1120]

1119 Zum Ausnahmefall der Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto nach § 27 KStG s. die vorstehenden Ausf. in Kapitel D.III.1.d)aa)bbb).

1120 Bislang waren sämtliche Scrip Dividend-Offerten deutscher Gesellschaften, die unter Verwendung eigener Aktien konzipiert worden waren, entsprechend kontingentiert worden. Vgl. e.g. *alstria*, Tauschangebot 2009; *E.ON*, Tauschang. 2014, 2015 & 2017; *PATRIZIA*, Tauschang. 2018.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bbb) Überzeichnung

So sich die Gesellschaft aus den vorskizzierten Gründen dazu entscheidet, das Angebot bzw. Wahlrecht zu restringieren, es mithin nicht bezüglich sämtlicher Dividendenansprüche gestattet, anstatt der üblichen Bardividende eigene Aktien der Gesellschaft zu beziehen, ist grundsätzlich in maßgeblicher Abhängigkeit von der Angebotsattraktivität, mithin vom gewährten Discount[1121], eine Überzeichnung, sprich dass die Zahl der aufgrund der Ausübung des Wahlrechts zu liefernden Aktien die Anzahl der für die wahlweise Sachausschüttung gesellschaftsseitig zur Verfügung gestellten *Treasury Shares* übersteigt, denkbar.

ccc) Proratarische Zuteilung (Repartierung)

In derartigen ‚Überzeichnungskonstellationen' darf die Gesellschaft die entsprechenden ‚Anträge' auf Bezug eigener Aktien aufgrund des verbandsrechtlichen Gleichbehandlungsgebots aus § 53a AktG jedoch nicht schlichtweg nach Belieben annehmen bzw. ausschlagen oder etwa im Windhundverfahren[1122] (auch: Prioritätsprinzip) bedienen, sondern ist dazu verpflichtet, zu repartieren, sprich jedem der bezugswilligen Aktionäre pro rata *Treasury Shares* anzudienen, vice versa die ‚Anträge' proportional zu kürzen.[1123]

1121 Zur Üblichkeit eines entsprechenden Abschlags auf den Börsenkurs s. schon die Ausf. in Kapitel A.III.2 sowie diejenigen in der zugehörigen Fn. 40 mitsamt den dortigen Nachw. Zur Funktion dieses Discounts als Sicherheitsabschlag s. die eingehenden Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(2), zu derjenigen als Kaufanreizmarge s. schon die Nachw. in Fn. 39.

1122 Gemeint ist damit die Berücksichtigung der Annahmeerklärungen nach dem Zeitpunkt des Eingangs.

1123 Vgl. schon Begr. RegE KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 14: „[...] teilt bei Überangebot bzw. -nachfrage nach Quoten zu.". Ferner auch *Baum*. ZHR 2003, 580, 599, 605; *Berrar/Schnorbus*, ZGR 2003, 59, 67; *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 139 f.; *ders.*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 65; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 123, 158; *Diekmann/Merkner*, ZIP 2004, 836, 840; *Escher-Weingart/Kübler*, in: ZHR 1998, 537, 546; *Huber*, in: FS Kropff, S. 101, 115; *Johannsen-Roth*, Eigene Aktien, S. 17; *Kiem*, ZIP 2000, 209, 213; *Kindl*, DStR 1999, 1276, 1279 f.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71 Rn. 19k; *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 71 f.; *Möller*, Eigene Aktien, Rn. 228 mwN. in Fn. 426; *v. Rosen/Helm*, AG 1996, 434, 439; *Wieneke*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 71 Rn. 36; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 482 ff.; *Zimmer*, NJW 1998, 3521, 3529.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(1) Maßgeblichkeit der Beteiligungsquote

Allerdings ist diesbezüglich unklar, welcher Gleichbehandlungsmaßstab hierbei anzulegen ist. Grundsätzlich denkbar ist sowohl eine mit der Kapitalbeteiligung des jeweiligen Aktionärs korrespondierende Zuteilung bzw. eine dementsprechende Kürzung der Zuteilungsquote[1124] als auch eine solche proportional zum Umfang der Anzahl oder des Anteils der Wertpapiere, für die Bezugserklärungen abgegeben wurden[1125], also analog § 19 WpÜG, wie sie im amerikanischen Kapitalmarktrecht vorgeschrieben ist[1126].

Doch können die Resultate, die das in diesem Kontext angewandte Repartierungsverfahren hervorbringt, eklatant unterschiedlich ausfallen, wie das nachfolgende Beispiel illustrieren soll.

Angenommen an einer Gesellschaft sind nur die beiden Aktionäre A und B, ersterer zu 70 %, zweiterer zu 30 % beteiligt, und diese Gesellschaft legt eine Scrip Dividend in Gestalt einer Wahldividende, vgl. §§ 262 ff. BGB auf, wobei sie festlegt, dass – mit Blick auf den Bestand an *Treasury Shares* oder auch aus beliebigen anderen Gründen – maximal 10.000 eigene Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG zur Ausschüttung anstehen, wobei der ‚Umtausch sämtlicher Dividendenansprüche' zur Folge hätte, dass 20.000 eigene Aktien ausgegeben werden müssten. Weiter präsupponierend, es käme in dieser Konstellation so, dass sich die Offerte dergestalt überzeichnet findet, dass A für 50 % seiner Anteile das Wahlrecht zugunsten der Aktienoption ausübt, mithin 7.000 Aktien zeichnet, während B für den Gesamtbestand seiner Anteile entsprechend optiert, also 6.000 Aktien zeichnet, erhielte A im Falle der Zuteilung nach Beteiligungsquoten 7.000 Aktien zugeteilt und B 3.000, wohingegen eine am Maßstab der Bezugserklärungen orientierte Zuteilung, also eine solche proportional zu der Menge an Wertpapieren, die infolge der Annahme sämtlicher Annahmeerklärungen aus-

---

1124 Sich für diese Variante aussprechend die hM. Vgl. aus der Rspr. OLG Hamburg, Urt. v. 30.12.2004 – 11 U 94/04, AG 2005, 355, 358. Aus der Lit. e.g. *Baum*. ZHR 2003, 580, 599, 605; *Berrar/Schnorbus*, ZGR 2003, 59, 67; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 123, 158; *Diekmann/Merkner*, ZIP 2004, 836, 840; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71 Rn. 19k; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 266; *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 71 f.; *Möller*, Eigene Aktien, Rn. 228 ff.; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 482 ff., dort mwN. in Fn. 39.

1125 So *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 244; *Hirsch*, Eigene Aktien, S. 106 f.

1126 SEC-Rule 13e-4 (Tender Offer by Issuers) Abs. (f)(3) = Code of Federal Regulations (CFR) § 240.13e-4 Abs. (f)(3).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

zugeben wären, dazu führen würde, dass A 5.384 Aktien beziehen könnte, während B 4.615 Anteile zugeteilt erhielte.

Aus Gesellschaftsperspektive deutlich attraktiver ist jedenfalls letzteres Repartierungsverfahren, sprich die Repartierung am Maßstab der Anzahl oder des Anteils der Wertpapiere, für die Bezugserklärungen abgegeben wurden.[1127] Dies aufgrund dessen, dass der hierfür erforderliche administrative Aufwand doch insofern ungemein geringer ist, als dass nur die Annahmeerklärungen ausgezählt und ins Verhältnis zur Anzahl der auszugebenden *Treasury Shares* gesetzt werden müssen. Die Heranziehung der Beteiligungsquoten als Repartierungsmaßstab präsentiert sich hingegen infolgedessen, dass sich die Gesellschaft insofern zunächst um die u.U. nicht, jedenfalls aber wohl nur unter erheblichem Verwaltungsaufwand mögliche, Ermittlung der Beteiligungsquoten bemühen müsste, um dergestalt die rechnerische Grundlage für die vorzunehmende Quotelung zu ermitteln, als wahres ‚Verwaltungsmonster'.[1128]

Man mag infolge dazu geneigt sein, im präsenten Kontext eine Festlegung im betreffenden Hauptversammlungsbeschluss dergestalt zu empfehlen, dass, so die infolge der innerhalb der Annahmefrist eingegangen Annahmeerklärungen auszugebende Zahl an Aktien die Zahl derjenigen Aktien, die Gegenstand des Angebots sind, übersteigt, eine proratarische Zuteilung unter allen Aktionären, die das Angebot angenommen haben, im Verhältnis der Gesamtzahl der angebotenen eigenen Aktien zur Anzahl

1127 Im spezifischen Kontext der Scrip Dividend schält eine Analyse der Angebotsbedingungen der bisherigen Offerten eine ganz eindeutige Präferenz idS. heraus, entschieden sich doch sämtliche Gesellschaften, die eine Wahldividende unter Verwendung eigener Aktien anboten, für eine proportional am Umfang der Bezugserklärungen orientierte proratarische Anteilszuteilung, s. *alstria*, Tauschangebot 2009; *E.ON*, Tauschang. 2014, 2015 & 2017; *PATRIZIA*, Tauschang. 2018.

1128 IdS. auch *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 140; *Diekmann/Merkner*, ZIP 2004, 836, 841: „[...] erhebliche[n] Vereinfachung des Zuteilungsverfahrens [...].“; *Glade*, in: Heidel, WpÜG, § 19 Rn. 11; *Kiem*, ZIP 2000, 209, 213; *Möller*, Eigene Aktien, Rn. 228; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 482 f., der allerdings im Zusammenhang mit dem skizzierten erhöhten Verwaltungsaufwand darauf hinweist, dass sich dieser dadurch verringern ließe, dass die Aktionäre aufgefordert werden, zusammen mit der Annahmeerklärung einen Nachweis über den vorhandenen Anteilsbesitz zu erbringen, hierbei jedoch nicht vor Augen zu haben scheint, dass die betreffenden Angaben mit wohl nicht unerheblichem Aufwand seitens der Gesellschaft verifiziert werden müssten.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

der insgesamt subskribierten, also aufgrund entsprechender Ausübung des Wahlrechts zu liefernden Aktien, erfolgt.[1129]

Allerdings darf dies anbelangend nicht unberücksichtigt bleiben, dass es sich hierbei um ein für den einzelnen Aktionär völlig unberechenbares Verfahren handelt, hängt die Berücksichtigung seiner Bezugserklärung(en) doch ganz wesentlich vom Entscheidungsverhalten der übrigen Aktionäre ab.[1130]

Ebenso wenig darf außer Acht gelassen werden, dass eine Repartierung nach diesem Maßstab kleinere Aktionäre gegenüber größeren begünstigt, ohne dass – abgesehen von den mit der Anwendung dieses Repartierungsverfahrens verbundenen administrativen Erleichterungen für die Gesellschaft – ein sachlicher Grund hierfür ersichtlich wäre.[1131]

Bezzenberger vertritt in Abwägung dieser Realitäten die Auffassung, dass schlicht nicht eindeutig beurteilt werden kann, welcher der beiden Gleichbehandlungsmaßstäbe besser bzw. gerechter ist, spricht sich infolge dafür aus, beide Repartierungsmaßstäbe dem Gebot gleichmäßiger Behandlung genügen zu lassen und lehnt eine Festlegung dahingehend, dass nur eines der Repartierungsverfahren als rechtmäßig zu qualifizieren sein soll, explizit ab.[1132]

Vielfach wird hingegen vertreten, die Gleichbehandlung iRe. Repartierung sei, wie sich „unmissverständlich"[1133] aus der Regierungsbegründung zum KonTraG ergebe[1134], anhand der Beteiligungsquoten zu bestimmen.

Einen so „unmissverständlich[en]"[1135] Schluss dergestalt lässt die Regierungsbegründung entgegen entsprechender Postulate allerdings mitnichten zu, findet sich dort doch lediglich niedergelegt, dass die Gesellschaft

---

1129 Vgl. *alstria*, Tauschangebot 2009; *E.ON*, Tauschang. 2014, 2015 & 2017; *PATRIZIA*, Tauschang. 2018.

1130 Vgl. *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 140, dort allerdings im Kontext von Aktienrückkaufsprogrammen.

1131 Vgl. *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 140, dort allerdings im Kontext von Aktienrückkaufsprogrammen.

1132 Vgl. *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 140 a.E., dort allerdings im Kontext von Aktienrückkaufsprogrammen.

1133 *Baum*, ZHR 2003, 580, 605, dort mit Fn. 125.

1134 S. e.g. *Baum*, ZHR 2003, 580, 605, dort mit Fn. 125; *Bezzenberger.*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 65, dort mit Fn. 249 a.E.; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 123, dort mit Fn. 407; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71 Rn. 19k; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 161, dort mit Fn. 246. AA.: *Verse*, Gleichbehandlung, S. 482.

1135 *Baum*, ZHR 2003, 580, 605, dort mit Fn. 125.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

im Falle einer Übernachfrage „nach Quoten" zuzuteilen hat,[1136] während zu der Fragestellung, woran diese Quote zu orientieren ist, schlechterdings mit keinem Wort Stellung genommen wird.[1137]

Doch ob dessen, dass es den Argumenten der Befürworter letztgenannter Auffassung hiernach an Überzeugungskraft fehlt, vermag diese im Ergebnis in Anbetracht des Aspekts, dass den Maßstab der aktienrechtlichen Gleichbehandlung in Bezug auf die (zahlenmäßig abstufbaren) Hauptrechte grundsätzlich das Maß der Beteiligungsquote am Grundkapital bildet,[1138] es infolge eine absolute Anomalie darstellte, im Hinblick auf die Repartierung von diesem sonst üblichen Maßstab abzuweichen, schließlich doch vollstens zu überzeugen.[1139]

(2) (Un-)Zulässigkeit abweichender Regelungen

Und dennoch beinhalten zahlreiche Hauptversammlungsbeschlüsse über die Wiederausgabe eigener Aktien bzw. von der Hauptversammlung beschlossene Vorstandsermächtigungen zur Wiederausgabe eigener Aktien eine vom Maßstab der Beteiligungsquote abweichende, stattdessen die Zuteilungsregelung des § 19 WpÜG abbildende, also eine die zum jeweiligen Umfang der subskribierten Anteile proportionale Zuteilung vorsehende bzw. dem Vorstand eine solche gestattende oder gar vorschreibende, Festlegung.

Indes sagt das herausgeschälte Fazit, dass sich der relevante Gleichbehandlungsmaßstab grundsätzlich nach den Beteiligungsquoten zu richten hat, nichts darüber aus, ob Regelungen der vorskizzierten Art zulässig sind. Die Antwort auf diese Fragestellung ist vielmehr unter Rekurs auf die allgemeinen aktienrechtlichen Grundsätze zu entwickeln.

1136 S. Begr. RegE KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 14: „[...] teilt bei Überangebot bzw. -nachfrage nach Quoten zu.".

1137 Hierzu soweit ersichtlich allein *Verse*, Gleichbehandlung, S. 482.

1138 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 1107.

1139 So auch ganz explizit *Kiem*, ZIP 2000, 209, 213; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 482.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(a) Dogmatische Bedenken gegenüber der Zulässigkeit einer Repartierung am Maßstab der Bezugserklärungen

Dies anbelangend sind Festlegungen vorskizzierter Art und Weise ob ihrer weiten Verbreitung[1140] unter Berücksichtigung der Umstände, dass damit in dogmatischer Hinsicht erstens ein teilweiser Ausschluss des nach hM.[1141] iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien bestehenden bezugsrechtsähnlichen[1142] Vorerwerbsanrechts verbunden ist, sowie es sich zweitens, gemessen am Maßstab der Kapitalbeteiligung, der den vorgehenden Ausführungen nach im Hinblick auf die aktienrechtliche Gleichbehandlungspflicht aus § 53a AktG die relevante Bezugsgröße zu bilden hat, um eine Ungleichbehandlung handelt, jedoch durchaus problematisch.

Konsequenz vorgehend erstgenannter Faktizität ist nämlich, dass iRd. Beschlussfassung der Hauptversammlung über einen Direktausschluss des Bezugsrechts gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG die erschwerenden formellen und materiellen Prämissen der Abs. 3 und 4 des § 186 AktG eingreifen, wobei analog § 203 Abs. 1 S. 1 AktG selbiges für den Fall des Direktausschlusses des Bezugsrechts durch die Hauptversammlung im Ermächtigungsbeschluss gilt, während diejenige über eine Ausschlussermächtigung an den Vorstand denjenigen der §§ 202 ff. AktG analog unterliegt, wobei § 202 Abs. 2 S. 2 AktG eine kommensurable Regelung zu § 186 Abs. 3 S. 2 AktG enthält und § 203 Abs. 2 S. 2 AktG die sinngemäße Anwendung des § 186 Abs. 4 AktG anordnet.

Dergestalt sind die erhöhten Mehrheits- (75 % des bei Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals, vgl. § 186 Abs. 3 S. 2 AktG (iVm. § 203 Abs. 1 S. 1 AktG analog) bzw. § 202 Abs. 2 S. 2 AktG analog), Bekanntmachungs- (die Absicht zur Beschlussfassung über den (partiellen) Bezugsrechtsausschluss muss ebenso wie diejenige zur Beschlussfassung über einen (partiellen) Direktausschluss des Bezugsrechts im Ermächtigungsbeschluss als auch diejenige zur Ermächtigung an den Vorstand hierzu mit der Einladung zur Hauptversammlung ausdrücklich und ordnungsgemäß bekannt gemacht werden, vgl. § 186 Abs. 4 S. 1 AktG bzw. § 203 Abs. 1 S. 1 AktG analog iVm. § 186 Abs. 4 S. 1 AktG bzw. § 203 Abs. 2 S. 2 AktG analog iVm. § 186 Abs. 4 S. 1 AktG, jeweils iVm. § 121 Abs. 3 S. 2 AktG) und Begründungsanforderungen (der Vorstand hat den Aktionären einen schriftlichen Bericht über die Gründe für den (partiellen) Bezugsrechtsausschluss

1140 Dazu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1127.
1141 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1142 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bzw. die Ermächtigung zum (partiellen) Bezugsrechtsausschluss zugänglich zu machen, vgl. § 186 Abs. 4 S. 2 AktG bzw. § 203 Abs. 1 S. 1 AktG analog iVm. § 186 Abs. 4 S. 2 AktG bzw. § 203 Abs. 2 S. 2 AktG analog iVm. 186 Abs. 4 S. 2 AktG) einzuhalten.

In letztgenannter Konstellation, in dem die Hauptversammlung dem Vorstand zum Ausschluss des Bezugsrechts ermächtigt, würde zudem zusätzlich ein Vorstandsbeschluss über das Gebrauchmachen von der Ermächtigung erforderlich, sowie der Vorstand gehalten wäre, „nach Inanspruchnahme der Ermächtigung über die Einzelheiten seines Vorgehens auf der nächsten ordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft zu berichten und Rede und Antwort zu stehen [...].“[1143].

(b) Erfordernis der sachlichen Rechtfertigung eines jeden Bezugsrechtsausschlusses

Ferner bedarf ein im Beschluss der Hauptversammlung über die „andere Veräußerung“ (bzw. im auf einer entsprechenden Ermächtigung fußenden Vorstandsbeschluss hierüber) liegender Bezugsrechtsausschluss der sachlichen Rechtfertigung nach den von der Rechtsprechung[1144] für den Bezugsrechtsausschluss iRd. ordentlichen Kapitalerhöhung bzw. derjenigen aus genehmigtem Kapital entwickelten Grundsätzen,[1145] mithin einer positiven sachlichen Rechtfertigung im Gesellschaftsinteresse am Maßstab des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes[1146].[1147] Selbiges Erfordernis ergibt sich schließlich auch aus der vorgehend zweitgenannten Faktizität, bedarf doch auch eine vor dem Hintergrund des § 53a AktG relevant werdende Ungleichbehandlung einer hinreichenden sachlichen Rechtfertigung.

In diesem Kontext ist insbesondere die von *Diekmann/Merkner* kolportierte Implikation, dass der die genannte Zuteilung vorsehende Hauptversammlungsbeschluss als vorerwähntes Erfordernis der sachlichen Rechtfertigung entfallen lassender Gleichbehandlungsverzicht angesehen werden kann,[1148] als falsch von der Hand zu weisen.

1143 BGH, Urt. v. 10.10.2005 – II ZR 148/03, NJW 2006, 371 ff.
1144 Vgl. dazu bereits die Ausf. und Nachw. in den Fn. 567 und 569.
1145 Hierzu bereits die Nachw. in Fn. 867.
1146 Vgl. dazu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 868.
1147 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 869.
1148 S. *Diekmann/Merkner*, ZIP 2004, 836, 841.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Insofern nämlich ist zwar nach wohl ghM.[1149] ein aktionärsseitiger Verzicht auf die Einhaltung des Gleichbehandlungsgrundsatzes und damit den Schutz, den § 53a AktG gewährt, im Einzelfall grundsätzlich insoweit möglich, als der verzichtende Aktionär über die betreffende Rechtsposition verfügen kann. Erforderlich ist hierzu jedoch die Billigung der benachteiligenden Entscheidung durch den jeweils betroffenen Aktionär bzw. die jeweils betroffenen Aktionäre, sodass ein einfacher Mehrheitsentscheid ebenso wenig genügt, wie ein einstimmiger Hauptversammlungsbeschluss, bei dem die zu benachteiligenden Anteilseigner nicht anwesend waren.

Infolge stellt sich die Frage, ob sich der der Repartierung am Maßstab der Bezugserklärungen, also proportional zum Umfang der Anzahl oder des Anteils der Wertpapiere, für die Annahmeerklärungen abgegeben wurden, immanente teilweise Bezugsrechtsausschluss bzw. die dieser immanente und vor dem verbandsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz aus § 53a AktG relevante Ungleichbehandlung positiv sachlich am Maßstab des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes rechtfertigen lässt.

Zu beachten ist hierbei allerdings, dass der aktienrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz infolge des in der *Kali & Salz*-Entscheidung vom BGH[1150] aufgestellten, vielfach als „Lehre vom sachlichen Grund"[1151] bezeichneten, Gebots einer sachlichen Rechtfertigung im Gesellschaftsinter-

---

1149 Hierzu e.g. *Götze*, in: MüKo, AktG, § 53a Rn. 19 f.; *Cahn/v. Spannenberg*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 53a Rn. 28; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 53a Rn. 34; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 53a Rn. 37; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 93 ff.; *Janssen*, in: Heidel, AktG, § 53a Rn. 4 f.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 53a Rn. 5; *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 53a Rn. 8; *Rieckers*, in: MHdb. GesR IV, § 17 Rn. 12; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 320 ff.; *Westermann* in: Bürgers/Körber, AktG, § 53a Rn. 7.

1150 BGH, Urt. v. 13.03.1978 – II ZR 142/76, NJW 1978, 1316 ff. Diese Rspr. hat der BGH qua der sog. *Holzmann*-Entscheidung, vgl. BGH, Urt. v. 19.04.1982 – II ZR 55/81, NJW 1982, 2444 ff. auf das genehmigte Kapital erstreckt, später jedoch mittels der *Siemens/Nold*-Entscheidung (BGH, Urt. v. 23.06.1997 – II ZR 132/93, NJW 1997, 2815 ff. dahingehend etwas gelockert, dass weder der Direktausschluss des Bezugsrechts noch die Ermächtigung des Vorstands zum Ausschluss des Bezugsrechts bereits im Zeitpunkt der Beschlussfassung sachlich iSd. *Kali & Salz*-Formel gerechtfertigt sein müssen. Vgl. dazu bereits die Ausf. in Fn. 569.

1151 (Verkürzte) Bezeichnung nach *Wiedemann*, ZGR 1999, 857, 859. Für die in der *Kali & Salz*-Entscheidung (vgl. schon den Nachw. in Fn. 1321) aufgestellten Grundsätze der Anforderungen an einen Bezugsrechtsausschluss (im Interesse der Gesellschaft geeignet, erforderlich und unter Abwägung mit den Interessen der ausgeschlossenen Aktionäre verhältnismäßig) existiert im Schrifttum eine Vielfalt von Bezeichnungen, wie e.g. „Inhaltskontrolle", „materielle Be-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

esse am Maßstab des Verhältnismäßigkeitsgrundsatz aufgrund dessen, dass die iR. jener Lehre vorzunehmende Verhältnismäßigkeitsprüfung de facto keine andere ist, als diejenige, die am Maßstab des Gleichbehandlungsgrundsatzes durchzuführen ist, im Kontext von Bezugsrechtsausschlüssen nach hM.[1152] weitestgehend redundant geworden ist.

(aa) Funktionsdienlichkeit im (legitimen) Gesellschaftsinteresse & Erforderlichkeit

Dem Vorerörterten nach dürfte die Funktionsdienlichkeit im (legitimen) Gesellschaftsinteresse im Hinblick auf die Frage nach der sachlichen Rechtfertigung außer Frage stehen, ist eine Repartierung proportional zum Umfang der Anzahl oder des Anteils der Wertpapiere, für die Bezugs-

schlusskontrolle", „Sachgrunderfordernis", „Sachkontrolle" oder „Erfordernis sachlicher Rechtfertigung". Präzise ist letztlich keine dieser Umschreibungen, denn nicht nur die *Kali & Salz*-Grundsätze führen zu einer materiellen Beschlusskontrolle bzw. bringen das Erfordernis sachlicher Rechtfertigung mit sich, sondern auch der in § 53a AktG normierte Gleichbehandlungsgrundsatz, demnach eine Ungleichbehandlung nur vor dem Hintergrund eines rechtfertigenden Sachgrundes stattfinden darf.

1152 Vgl. e.g. *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 86 f.; *Bezzenberger*, ZIP 2002, 1917, 1929; *Götze*, in: MüKo, AktG, § 53a Rn. 15; *Drygala*, in: KK, AktG, § 53a Rn. 17; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 67; *Fraune*, Börsennot., S. 29 f. = *ders.*, RIW 1994, 126, 138: „Das Bezugsrecht stellt jedoch eine spezielle Ausprägung dieses Grundsatzes dar. Ein Bezugsrechtsausschluß [sic.] verstößt daher auch nicht gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz, wenn er sachlich gerechtfertigt ist."; *Füchsel,* Bezugsrechtsausschluss, S. 73 f.; *Hamann*, Squeeze-Out, S. 129: „Bei näherer Betrachtung wird daher deutlich, dass der Gelichbehandlungsgrundsatz nach § 53a AktG bei Beschlüssen, die einer sachlichen Rechtfertigung unterliegen, keine eigenständige Bedeutung besitzt."; *Kley*, Bezugsrechtsausschluss, S. 102; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 53a Rn. 10: „Entscheidende Abwägung ist also identisch [...]."; *Maier N.*, Bezugsrechtsausschluss, passim; *Martens*, in: FS Fischer, S. 437, 439; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 91; *Tettinger*, Bezugsrechtsausschluss, S. 103; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 37 ff. (§ 2 III 2 a aa) mwN. in Fn. 125; S. 457. AA.: *Schockenhoff*, Bezugsrechtsausschluss, S. 62 f.; *ders.*, AG 1994, 45, 52, der an die sachliche Rechtfertigung von Ungleichbehandlung erheblich strengere Anforderungen als an diejenige iSv. *Kali & Salz*; *Schumann*, Bezugsrecht, S. 32 ff.; *ders.*, AG 1994, 45, 52; *Zöllner*, AG 2002, 585, 588, demnach das Gleichbehandlungsgebot nach einer Verschärfung der Kontrollmaßstäbe verlangen soll, ohne dass diese näher präzisiert würden.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

erklärungen abgegeben wurden, doch jedenfalls mit wesentlich geringerem Aufwand für die Gesellschaft verbunden[1153].

Überdies sind auch keine milderen Mittel ersichtlich, die dem Ziel der Vereinfachung der Repartierung gleich gut oder gar besser zu dienen geeignet sind, sodass auch bzgl. der Erforderlichkeit des partiellen Bezugsrechtsausschlusses und der damit verbundenen Ungleichbehandlung von Aktionären keine Zweifel bestehen.

(bb) Grundsatz der Verhältnismäßigkeit

Trefflich streiten lassen dürfte sich jedoch darüber, ob eine entsprechende Festlegung die Verhältnismäßigkeit von Zweck und Mittel wahrt, ob also die Nachteile, die die vom Bezugsrechtsausschluss/der Ungleichbehandlung betroffenen Mitglieder in ihrer Rechts- und Vermögensposition erleiden, unter Berücksichtigung des im Gesellschaftsinteresse angestrebten Nutzens bzw. der für die Gesellschaft zu erwartenden Vorteile nicht unangemessen sind, ob also die Vorteile für die Gesamtheit die Nachteile für einzelne überwiegen.[1154]

Höchst bedenklich ist in diesem Bezugsrahmen jedenfalls, dass eine Beurteilung, ob die Repartierungsregelung überhaupt zum Tragen kommt und falls ja, welche und wie viele Aktien sie betrifft, ex ante gar nicht möglich ist, sich also nicht bestimmen lässt, ob und wie viele Anteile überhaupt von dem Ausschluss des Rechts zum Nachbezug bzw. der Ungleichbehandlung betroffen wären sowie ob die dergestalt benachteiligten Aktionäre aufgrund von Sperrminoritätssituationen Minderheitsrechte geltend machen könnten und der Bezugsrechtsausschluss bzw. die Ungleichbehandlung mit einem Verlust dieser Rechtsposition einherginge, sodass die Interessen der übergangenen bzw. benachteiligten Anteilseigner iRd. vorzunehmenden Abwägung umso stärker zu gewichten wären.

Dergestalt müsste die zur Analyse der Verhältnismäßigkeit des Bezugsrechtsausschlusses erforderliche Gewichtungsprüfung nämlich in Unkenntnis der beeinträchtigten Aktionärsinteressen ‚aufs Geratewohl' vorge-

---

1153 S. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1128.

1154 AllgM. Vgl. aus der Rspr. BGH, Urt. v. 13.03.1978 – II ZR 142/76, NJW 1978, 1316 ff.; BGH, Urt. v. 19.04.1982 – II ZR 55/81, NJW 1982, 2444 ff.; BGH, Urt. v. 07.03.1994 – II ZR 52/93, NJW 1994, 1410 ff.. Aus der Lit. anstatt aller *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 103 mwN. sowie *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 146 mwN. in Fn. 245.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nommen werden. Ein solcher Ausschluss des Bezugsrechts ‚ins Blaue hinein' widerspräche indessen selbstredend allen Regeln und wäre infolge als grundsätzlich unzulässig zu klassifizieren.[1155]

Doch selbst wenn man diese praktischen Querelen beiseite schiebt, fällt es vor dem Hintergrund, dass das deutsche Aktiengesetz seit ‚Urzeiten'[1156] und dies zum Vorbild nehmend auch der Europäische Gesetzgeber mit seiner „Zweiten Richtlinie" aus 1976, vgl. Art. 29 der Kapital-RL[1157], nunmehr Art. 72 der EU-Gesellschaftsrechts-RL[1158], die typischerweise im Kontext von Bezugsrechtsausschlüssen bestehenden Interessenkonflikte mit der Regel des Bezugsrechts und damit zulasten von Platzierungsvorteilen für die Gesellschaft iR. bezugsrechtsloser Emissionen sowie zugunsten der Interessen der Aktionäre entschieden hat, überaus schwierig, den verfolgten Gesellschaftsinteressen den Vorrang einzuräumen.

Vorerwähnte gesetzgeberische Grundsatzentscheidung berücksichtigend sind Bezugsrechtsausschlüsse nämlich selbst unter Einpreisung dessen, dass es sich iRd. präsent thematisierten Konstellation iaR. um eine börsenkursnahe Emission handelt,[1159] eine Verwässerung der Vermögensrechte der (Alt-)Aktionäre mithin nicht droht, sowie dessen, dass im Falle der Nichtausübung des Wahlrechts die ‚*Default*-Option' Barausschüttung[1160] greift und damit jedenfalls in vermögensrechtlicher Hinsicht eine ‚Kompensation' bzw. mit Blick auf die Eigenschaft als Wahlrecht die Lieferung

1155 IdS. auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 648 f., wenn auch freilich in gänzlich anderem Kontext.

1156 Eingehend zur Historie des Bezugsrechts im deutschen Aktienrecht die Ausf. bei *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 1–12.

1157 RL 77/91/EWG: Zweite Richtlinie des Rates vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Absatz 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der AG sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, ABl. EG Nr. L 26/1 v. 31.01.1977.

1158 RL 2017/1132/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts, ABl. EU Nr. 169/46 v. 30. Juni 2017.

1159 Eingehend hierzu die nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(a). Vgl. in diesem Kontext ferner auch schon die Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(b).

1160 Hierzu schon die Darlegungen in Kapitel D.III.1.c)bb) sowie diejenigen in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(c).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

des Substituts erfolgt,[1161] allenfalls in Ausnahmefällen, zulässig. Das Vorliegen eines entsprechenden Ausnahmefalls setzt wiederum voraus, dass die Repartierung nach Beteiligungsquoten mit außergewöhnlichen, deutlich über die normalen Belastungen der Gleichbehandlung bzw. Bezugsrechtsgewährung hinausgehenden, Nachteilen verbunden ist, wie dies z.B. in Sanierungsfällen der Fall sein kann, wenn jegliche Verzögerung der Kapitalaufnahme erhebliche Schäden für die Gesellschaft zur Konsequenz hätte.[1162]

Ob der Wahl des Repartierungsmaßstabes allerdings der typische Interessengegensatz zugrunde liegt, den der deutsche wie auch der europäische Gesetzgeber mit dem gesetzlichen Bezugsrecht beantwortet haben, oder vielmehr eine ‚Sondersituation', lässt sich nicht mit abschließender Klarheit beantworten. So die Erforderlichkeit der Repartierung iRd. Wiederausgabe eigener Aktien aber grundsätzlich nicht ‚außergewöhnlich' wirkt und Zweck der proratarischen Zuteilung am Maßstab der Bezugserklärung lediglich die Erzielung eines Vereinfachungseffektes[1163] in Gestalt der Reduktion des gesellschaftsseitigen administrativen Aufwands ist, letztlich also die Herbeiführung eines schlichten Platzierungsvorteils intendiert wird, spricht vieles dafür, dass es sich insofern gerade nicht um einen Ausnahmefall, sondern vielmehr um den in diesem Kontext typischen Interessenkonflikt[1164] handelt.

Typische Konstellationen vermögen indes gerade kein vorrangiges Interesse der Gesellschaft, das dasjenige der übergangenen bzw. benachteiligten

---

1161 Im Zusammenhang mit Bezugsrechtskapitalerhöhungen wird diesbezüglich darauf verwiesen, dass nicht ausgeübte Bezugsrechte, die aus Aktien herrühren, die bei deutschen Depotbanken verwahrt werden, gemäß Nr. 15 Abs. 1 S. 2 der Wertpapier-Bedingungen am drittletzten Tag der Bezugsfrist zugunsten des Depotinhabers verwertet werden, sodass jedenfalls ein vermögensrechtlicher Ausgleich erfolgt. S. e.g. *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 49; *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 106; *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 159; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97. Zu den rechtstechnischen Aspekten dieser Veräußerung s. *Klanten*, in: S/B/L, Hdb. Bankrecht, § 72 Rn. 184. Vgl. insofern auch die Ausf. bei *Bungert/Paschos*, DZWir 1995, 221, 233, denen nach die Bedenken gegen einen Bezugsrechtsausschluss zulasten ‚ausländischer' Aktionäre geringer wiegen, wenn den betroffenen Aktionären ein vermögensmäßiger Ausgleich gewährt wird.

1162 S. *Lutter*, in: KK, AktG, § 221 Rn. 69, dort allerdings im Kontext von Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen.

1163 S. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1128.

1164 In jedem Fall ist dies anbelangend eine Abwägung der konkreten Interessen erforderlich.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Aktionäre überwiegt, zu begründen.[1165] Deshalb liegt es überaus nahe, dass die sachliche Rechtfertigung eines Bezugsrechtsausschlusses bzw. einer Ungleichbehandlung durch Zugrundelegung des vorerörterten Repartierungsmaßstabes zum Zwecke der Verringerung des Platzierungsaufwands bzw. der Platzierungskosten de lege lata ausscheiden muss.

Gleichsam könnte man allerdings meinen, dass sich als Argument für die Zulässigkeit der Zugrundelegung des entsprechenden Repartierungsmaßstabes anführen lässt, dass § 19 WpÜG, der einen grundsätzlich vergleichbaren Interessenkonflikt im Übernahmerecht auflöst, eine entsprechende legislatorische Wertungsentscheidung zugrunde liegt.

Die als spezifische Ausprägung des übernahmerechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes aus § 3 Abs. 1 WpÜG zu begreifende[1166] Norm regelt das Zuteilungsverfahren iR. einfacher Erwerbsangebote[1167] iSd. WpÜG, die sich bieterseits von vorneherein nur auf eine bestimmte Höchstmenge an Wertpapieren der Zielgesellschaft erstrecken, nämlich dergestalt, dass sie für den Fall der Überzeichnung eines solchen Teilangebots, den § 19 WpÜG mit den Worten umschreibt, dass „der Anteil oder die Anzahl der Wertpapiere, die der Bieter erwerben kann, höher als der Anteil oder die Anzahl der Wertpapiere [ist], die der Bieter zu erwerben sich verpflichtet hat", vorsieht, dass sich der der Bestimmung der Abnahmequote zugrunde zu legende Verhältnismäßigkeitsmaßstab ausschließlich an der Menge der angedienten Wertpapiere orientiert.[1168]

Die Regelung des § 19 WpÜG bzw. die dieser Norm zugrunde liegende legislatorische Wertungsentscheidung lässt sich aber freilich schon aufgrund des Umstandes, dass der Maßstab für den aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz (§ 53a AktG) im präsenten Kontext in der Kapitalbeteiligung des Anteilseigners zu sehen ist[1169] und es insofern auch unmit-

---

1165 S. *Lutter*, in: KK, AktG, § 221 Rn. 69, dort allerdings im Kontext von Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen.

1166 Vgl. Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 48.

1167 § 19 WpÜG findet nur auf einfache Erwerbsangebote Anwendung, Teilübernahme- und Teilpflichtangebote sind hingegen generell unzulässig, vgl. Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 48. Vgl. ferner auch § 32 WpÜG. Aus der Lit. e.g. *Favoccia*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 19 Rn. 2; *Glade*, in: Heidel, WpÜG, § 19 Rn. 2; *Noack/Holzborn*, in: Schwark/Zimmer, KMK § 19 WpÜG Rn. 1.

1168 Vgl. e.g. *Favoccia*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 19 Rn. 10; *Geibel/Süßmann*, in: Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG, § 19 Rn. 10; *Noack/Holzborn*, in: Schwark/Zimmer, KMK, § 19 WpÜG Rn. 5; *Wackerbarth*, in: MüKo, AktG, § 19 WpÜG Rn. 34.

1169 Dazu bereits die Nachw. oben in Fn. 1152.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

telbar einleuchtet, dass die Gleichbehandlungspflicht iRd. WpÜG, namentlich die eines dritten, außerhalb der Gesellschaft stehenden, Bieters, der sich grundsätzlich nicht um die Beteiligungsverhältnisse der Aktionäre zu kümmern braucht, eine andere ist als diejenige, die die Organe der Gesellschaft, sprich Vorstand und Aufsichtsrat, trifft,[1170] nicht unbesehen auf die präsent thematisierte Konstellation übertragen werden.

Andererseits ist aus § 19 WpÜG unzweifelhaft abzuleiten,[1171] dass der Gesetzgeber dem Vereinfachungseffekt bei börsennotierten Gesellschaften durchaus erhebliches Gewicht beimessen will.[1172]

Diesen legislatorischen Grundgedanken forcierend vermag es schließlich nach hier vertretener Ansicht zu überzeugen, den mit der Abweichung von der Zuteilung nach Beteiligungsquoten in Gestalt der proratarischen Zuteilung am Maßstab der Bezugserklärungen, also proportional zum Umfang der Anzahl oder des Anteils der Wertpapiere, für die Annahmeerklärungen abgegeben wurden, verbundenen Vereinfachungseffekt jedenfalls bzgl. börsennotierter Gesellschaften mit weit gestreutem Anteilseignerkreis iRd. vorzunehmenden Interessenabwägung derart stark zu gewichten, dass dieser die Nachteile[1173], die die von dem hiermit verbundenen Bezugsrechtsausschluss bzw. der hieraus folgenden Ungleichbehandlung betroffenen Mietglieder in ihrer Rechts- und Vermögensposition erleiden, überwiegt.[1174]

(3) Conclusio

Die Repartierung am Maßstab der Bezugserklärungen hat nach alledem nicht nur den Vorteil der Einfachheit für sich, vielmehr vermag der aus der Zugrundelegung dieses Zuteilungsmaßstabes resultierende Vereinfachungseffekt die Abweichung von der gesetzlich vorgesehenen Zuteilung nach Beteiligungsquoten unter besonderer Fokussierung der stark reduzierten Eingriffsintensität der Maßnahme auch sachlich zu rechtfertigen.

1170 IdS. auch *Diekmann/Merkner*, ZIP 2004, 836, 840.

1171 Hierzu soweit ersichtlich allein *Diekmann/Merkner*, ZIP 2004, 836, 840 f.

1172 Explizit idS. *Verse*, Gleichbehandlung, S. 486 f.

1173 Wie bereits erörtert, schließt der Umstand einer börsenkursnahen Emission einen (wesentlichen) Vermögensverwässerungseffekt zulasten der übergangenen Aktionäre aus, zumal infolge der ‚*Default*-Option' Barausschüttung zwangsläufig eine vermögensrechtliche Kompensation erfolgt.

1174 IdS. *Verse*, Gleichbehandlung, S. 486 f.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ddd) Kein Angebot von Teilrechten[1175]

Neben der vorthematisierten Festlegung des Repartierungsmaßstabes mag es sich überdies aus praktischen Gründen anbieten, im betreffenden Hauptversammlungsbeschluss und Bezugsangebot jeweils zu bestimmen, dass eine Lieferung von Bruchteilen an Aktien der Gesellschaft nicht stattfindet.[1176]

eee) Auszahlung der Bardividende im Falle der proratarischen Zuteilung

Zwingend ist darüber hinaus für den Fall, dass die Repartierung greift, vorzusehen, dass auf diejenigen Wahldividendenanteile, für die das Wahlrecht zugunsten der Aktienkomponente ausgeübt worden war, die aber infolge der proratarischen Zuteilung nicht bedient werden, die Dividende in entsprechender Höhe in bar ausgezahlt wird[1177].[1178]

fff) Nachteile von Angebotskontingentierung & Repartierung

Nicht unbesehen darf in diesem Kontext bleiben, dass eine jede infolge einer Angebotskontingentierung und Überzeichnung der betreffenden Offerte durchgreifende Repartierung zur Konsequenz hat, dass diejenigen Aktionäre, die zugunsten der Aktienkomponente votierten und schließlich nur eine proratarisch gekürzte Menge an Aktien zugeteilt erhalten, in ihrer Erwartung, eine bestimmte Anzahl an Anteilen durch Gewährung des bereits thematisierten Discounts[1179] zu einem vergünstigten Kurs sowie infolge der iaR. erfolgenden teilweisen Übernahme der seitens der Depotban-

1175 Zur hiermit verbundenen Problematik der etwaigen Erforderlichkeit eines Bezugsrechtsausschlusses für Spitzenbeträge (dazu zunächst bereits in Kapitel D.III.1.e)bb)) infolge der Inalienabilität der Wahldividendenanteile s. die eingehenden Ausf. in Kapitel D.III.1.e)cc).

1176 Vgl. e.g. *alstria*, Tauschangebot 2009.

1177 Vgl. *alstria*, Tauschangebot 2009; *E.ON*, Tauschang. 2014, 2015 & 2017; *PATRIZIA*, Tauschang. 2018.

1178 Ebenso *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 690 f. = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 28.

1179 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 1121.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ken anfallenden Transaktionskosten[1180] zu besonders kosteneffizienten Bedingungen beziehen zu können, enttäuscht werden.[1181]

Zudem greift die vielfach propagierte liquiditätsschonende Wirkung[1182] insoweit, als dass in Konsequenz der eingreifenden Repartierung zwingend ein Verweis auf die Bardividende erfolgt,[1183] nicht durch.[1184]

ggg) Conclusio

Zusammenfassend ist es nach alledem für Gesellschaften, denen nur ein bestimmtes Kontingent an eigenen Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG für die Ausschüttung iRd. Scrip Dividend zur Verfügung steht, unerlässlich, im betreffenden Hauptversammlungsbeschluss sowie im nach Fassung dessen zu veröffentlichenden Bezugsangebot eine entsprechende Restriktion des Wahlrechts zu verankern.

Ebenso ist es in diesem Sachzusammenhang in Bezug auf infolge einer entsprechenden Kontingentierung denkbare Fälle der Überzeichnung unumgänglich, im Hauptversammlungsbeschluss über die wahlweise Ausschüttung einer Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG sowie im nach Fassung dessen zu veröffentlichenden Bezugsangebot eine korrespondierende proratarische Zuteilung vorzusehen.[1185]

Diesbezüglich bietet sich jedenfalls aus Perspektive der Gesellschaft die Zugrundelegung eines von der Zuteilung nach Beteiligungsquoten abweichenden Repartierungsmaßstabes dahingehend an, dass eine Zuteilung analog § 19 WpÜG, also im Verhältnis der Gesamtzahl der angebotenen ei-

---

1180 Dazu bereits die Ausf. in Fn. 41.

1181 Ebenso, jedoch unter ausschließlicher Inbezugnahme des Aspekts der Gewährung eines Discounts, *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 19.

1182 Zur Kritik am Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsargument iRd. präsent thematisierten rechtstechnischen Strukturierungsvariante s. die eingehenden Ausf. in Kapitel D.III.1.g).

1183 Hierzu bereits die vorgehenden Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb)eee). Explizit idS. auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 19.

1184 Eingehend hierzu die Ausf. in Kapitel D.III.1.g)aa).

1185 Hierzu im Kontext von Scrip Dividends soweit ersichtlich nur *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 690 f. = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 28.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

genen Aktien zur Anzahl der insgesamt subskribierten, also aufgrund entsprechender Ausübung des Wahlrechts zu liefernden, Aktien erfolgt.[1186]

Festzulegen ist überdies, dass soweit Aktien infolgedessen, dass die Repartierungsklausel im Falle der Überzeichnung des Angebots zur Anwendung gelangt und Aktien infolge nicht zugeteilt werden, die Dividende in entsprechender Höhe zwingend in bar ausgezahlt wird.

Abschließend ist infolge der mit einer Repartierung verbundenen Nachteile die Empfehlung auszusprechen, dass Konzeptualisierungsvarianten unter Rückgriff auf einen Pool der Gesellschaft an *Treasury Shares* immer nur dann in Betracht gezogen werden sollten, wenn der entsprechende Bestand voraussichtlich ausreichen wird, um sämtlichen Aktionäre, die iRd. Offerte hierfür optieren, auch tatsächlich Aktien zuteilen zu können.[1187]

e) ‚Stolperstein' Bezugsrecht

Aus praktischen Gründen wird sich das den Anteilseignern per Wahldividendenbeschluss einräumbare Dividendenwahlrecht aber häufig noch weitergehend restringiert finden. So folgt z.B. aus der Natur des festzulegenden Umtauschverhältnisses, dass Aktionäre bzgl. ‚überschießender' Bezugsrechte auf den Bezug der Bardividendenkomponente zu verweisen sind,[1188] sollen – wie üblich[1189] – keine Teilrechte zugeteilt werden.

In diesem Kontext drängt sich die Frage auf, ob solche Einschränkungen des Rechts auf Zuteilung eigener Aktien – spezifisch unter Berücksichtigung der frappanten Wesensähnlichkeiten, die die Wiederveräußerung vom Markt zurückgezogener Anteile und die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals aufweisen[1190] – als faktischer Bezugsrechtsausschluss[1191] zu qualifizieren sind, mithin das Erfordernis eines nach Maßgabe der § 186

1186 Vgl. *alstria*, Tauschangebot 2009; *E.ON*, Tauschang. 2014, 2015 & 2017; *PATRIZIA*, Tauschang. 2018.

1187 Explizit idS., wenn auch im Kontext der nachfolgend in Kapitel D.III.2 thematisierten Strukturierungsvariante, *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 18. Implizit wohl auch *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a; *Rieckers*, AR 2015, 179; *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8.

1188 Hierzu die sogleich folgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.e)bb).

1189 Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb)ddd).

1190 Vgl. schon die Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb) mwN. in Fn. 857 und 860.

1191 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Abs. 3 und 4 AktG zu fassenden Direktausschlussbeschlusses bzw. eines analog §§ 202 Abs. 2 S. 1, 203 Abs. 2, 186 Abs. 4 AktG zu fassenden Ermächtigungsbeschlusses iVm. einem hierauf fußenden Vorstandsbeschluss über den Bezugsrechtsausschluss nach sich ziehen.

Die Antwort hierauf richtet sich in erster Instanz danach, ob man dem Aktionariat aufgrund der propagierten Vergleichbarkeit der Interessenlagen bei Wiederveräußerung eigener Aktien und Ausnutzung eines genehmigen Kapitals ein bezugsrechtsähnliches[1192] Voraberwerbsanrecht zuspricht, während sich nur bei Bejahung dieser Frage die Folgefrage danach stellt, ob in entsprechenden Maßnahmen zur Beschränkung dieses Rechts ein faktischer Bezugsrechtsausschluss[1193] zu erblicken ist.

aa) Existenz eines allgemeinen bezugsrechtsähnlichen Voraberwerbsanrechts iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien

Im Folgenden wird dieser logischen Reihenfolge nach zunächst die Frage nach der Existenz eines, dem gesetzlichen Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 S. 1 AktG ähnlichen,[1194] vorrangigen Erwerbsanrechts zugunsten der Aktionäre bei Wiederveräußerung von *Treasury Shares* iRe. Sachausschüttung iSd. § 58 Abs. 5 AktG betrachtet werden.

aaa) Eigene Ansicht: Kein generelles bezugsrechtsähnliches Voraberwerbsanrecht zugunsten der (Alt-)Aktionäre iRd. Wiederveräußerung von *Treasury Shares*

Zwar finden sich in der einschlägigen aktienrechtlichen Literatur zahlreiche Befürworter einer solchen Rechtsposition,[1195] Ausführungen zur Rechtsgrundlage sowie zur Rechtsnatur eines entsprechenden Voraberwerbsanrechts bleiben jedoch zumeist aus.

1192 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.
1193 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).
1194 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.
1195 Hierzu schon die Nachw. in Fn. 891.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(1) Keine planwidrige Regelungslücke

So in diesem Kontext in der einschlägigen Literatur ausgeführt wird, die Einräumung einer derartigen Rechtsposition zugunsten der (Alt-)Aktionäre solle auf einer Gesamtanalogie zu § 186 AktG gründen,[1196] fehlt es hierfür schon an der zur Begründung einer jeden Analogie erforderlichen Planwidrigkeit der Regelungslücke.

In diesem Bezugsrahmen nämlich hat der Gesetzgeber iRd. Gesetzgebungsverfahrens dezidierte Erwägungen zur Gefährdungslage der (Alt-)Aktionäre iRd. Wiederausgabe eigener Aktien angestellt[1197] und der bereits zuvor in der Literatur diskutierten Idee,[1198] das Aktionariat in diesem Sachzusammenhang ‚pauschal' qua Einräumung eines dem gesetzlichen Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 S. 1 AktG ähnlichen,[1199] gegenüber diesem schwächeren,[1200] Vorerwerbsanrechts, zu schützen, hierbei eine ausdrückliche Absage erteilt.

Dergestalt stehen nicht nur die Ausführungen in der Begründung zum Regierungsentwurf des KonTraG einer derartigen Rechtsposition eindeutig ablehnend gegenüber,[1201] vielmehr widerspricht auch der Wortlaut der Gesetz gewordenen Fassung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG einer Gesamtanalogie zu § 186 AktG, hat sich der Gesetzgeber doch ganz offensichtlich dazu entschieden, die Protektion der (Alt-)Aktionäre vor Verwässerungsgefahren[1202] per Installation der ausgefeilten, wenn auch vom Wortlaut her nur bedingt gelungenen, Verweisungssystematik der S. 3–5 des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG zu besorgen.

Dies anbelangend greift der denklogischerweise die Existenz eines bezugsrechtsähnlichen[1203] Voraberwerbsrechts[1204] zugunsten des Aktionariats präsupponierende Verweis des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG auf die Vorschriften über den Ausschluss des Bezugsrechts (§ 186 Abs. 3, 4 AktG)

1196 IdS. wohl auch *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 145 ff.; *ders.*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 80; *Habersack*, ZIP 2004, 1121, 1122; *Huber*, in: FS Kropff, S. 101, 118; *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 80; *Wieneke*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 71 Rn. 41.

1197 S. Begr. RegE KonTraG, BT-Drs. 13/9712, S. 14.

1198 Hierzu schon die Nachw. in Fn. 898.

1199 S. diesbezüglich schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 889.

1200 S. dazu schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 890.

1201 S. diesbezüglich schon die Nachw. in Fn. 899.

1202 S. die eingehenden Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(a)–(d).

1203 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.

1204 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aber nur im Falle einer „andere[n] Veräußerung", sodass die generalisierende Annahme eines Vorerwerbsanrechts argumentum e contrario weder mit dem Wortlaut der Norm noch mit deren genetischer, systematischer und teleologischer Auslegung zu vereinbaren ist.

(2) Keine Vergleichbarkeit der Interessenlagen

Überdies fehlt es auch an der zweiten, zur Begründung einer jeden Analogie erforderlichen, Voraussetzung, namentlich einer Vergleichbarkeit der Interessenlagen. So dient das gesetzliche Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 AktG iRv. Kapitalerhöhungen dem Zweck, den vorrangigen Zugriff der (Alt-)Aktionäre auf die neuen Anteile zu sichern sowie demjenigen, die Gleichbehandlung der Anteilseigner iRd. Emission zu gewährleisten.[1205] Primäre Funktion[1206] des Bezugsrechts ist also die Sicherung des Besitzstands.[1207] Ohne die pro rata Beteiligung der (Alt-)Aktionäre an der Kapitalerhöhung droht diesen nämlich nicht nur eine Verwässerung von deren Beteiligungsquote mit den Konsequenzen (1) der Reduktion der Stimmkraft, vgl. § 134 Abs. 1 S. 1 AktG, sowie (2) dem etwaigen Verlust des steuerlichen Schachtelprivilegs des § 9 Nr. 2a, 7 und 8 GewStG als auch (3) der möglichen Einbuße einer Sperrminorität, vgl. § 179 Abs. 2 S. 1 AktG, bzw. von Minderheitsrechten, vgl. exempli gratia §§ 93 Abs. 4 S. 3, 122 Abs. 1

1205 Zu Bedeutung und Funktion des Bezugsrechts vgl. e.g. die Ausf. bei *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 1, 2; *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 203 Rn. 48 ff.; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 2 f.; *Hermanns*, in: Hennsler/Strohn, GesR, § 186 Rn. 1; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 2; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 186 Rn. 1; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 1–4; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 186 Rn. 4; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 13, 56 ff.

1206 Während sich in der älteren Kommentarlit. vorwiegend die Besitzstandsgarantenfunktion des Bezugsrechts thematisiert findet, wird in jüngerer Zeit vermehrt zusätzlich die Funktion des Bezugsrechts als Steuerungselement mit die Unternehmensleitung disziplinierender Wirkung dergestalt, dass dieses verhindert, dass der Vorstand im Falle eines Kapitalbedarfs daran gehindert ist, schlichtweg neue Investoren mit attraktiven Bedingungen anzulocken, sondern die Aufnahme des neuen Kapitals und die Art seiner Befriedigung gegenüber den Eigentümern der Gesellschaft, sprich den bisherigen Aktionären, ‚rechtfertigen' muss, iRd. Corporate Governance gewürdigt. Eingehend hierzu bspw. die Ausf. bei *Kowalewski*, Vorerwerbsrecht, S. 55 ff.; *Hellgardt*, ZHR 2010, 619, 621. S. ferner auch die Ausf. bei *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 4.

1207 S. schon die Nachw. bei Fn. 1205.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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 und ggf. sogar (4) der Gefahr, per *Squeeze-Out* nach §§ 327a–f AktG aus der Gesellschaft gedrängt zu werden,[1208] vielmehr wären diese auch weder vor einer Verwässerung ihrer Vermögensrechte in Form der aus §§ 60 Abs. 1, 271 Abs. 2 AktG resultierenden Nachteile bei der Gewinn- und Liquidationsverteilung noch vor der Gefahr einer Verwässerung ihrer Anteilswerte durch Ausgabe der jungen Aktien an Nichtaktionäre unter Wert[1209] und der damit einhergehenden ‚Quersubventionierung' der Zeichner der neuen Aktien[1210] geschützt. Darüber hinaus hat das Bezugsrecht schließlich die Funktion, eine unmittelbare Einflussnahme des Vorstandes auf die Beteiligungsstruktur der Gesellschaft zu verhindern und dergestalt die aktienrechtliche Kompetenzordnung abzusichern.[1211]

Dies im Blick haltend zeigen die Ausführungen in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(a)–(d) allerdings auf, dass nicht ohne Weiteres davon auszugehen ist, dass vergleichbare Risiken auch iRd. Wiederausgabe von *Treasury Shares* bestehen. Insofern ist die pauschalierende Unterstellung einer kapitalerhöhungsähnlichen Gefährdungslage iRd. Wiederausgabe eigener Aktien, auf derer fußend die hM.[1212] ein bezugsrechtsähnliches[1213] Vorerwerbsanrecht konzipieren will, nicht nur wenig überzeugend, sondern unterminiert gleichsam die in der lex specialis des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG zum Ausdruck kommende gesetzgeberische Wertung.

1208 Plastisch und treffend charakterisiert *Hirte* den Bezugsrechtsausschluss daher als „Gesellschafterausschluss auf Raten", s. *Hirte*, Bezugsrechtsausschluss, S. 31. Zustimmend: *Habersack*, Mitgliedschaft, S. 88, 261; *ders.*, in: FS Säcker, S. 355, 364; *Lutter*, in: KK², AktG, § 186 Rn. 7; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 2; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 13 sowie eingehend bei Rn. 56 ff. Kritisch: *Timm*, ZHR 1989, 60, 68 ff.; *Bezzenberger*, ZIP 2002, 1917, 1925; *Schwark*, in: FS Claussen, S. 357, 364 f.

1209 Zu dieser Stoßrichtung vgl. bspw. BGH, Urt. v. 13.03.1978 – II ZR 142/76, NJW 1978, 1316 ff.; *Kübler*, ZBB 1993, 1; *Lutter*, in: KK², AktG, § 186 Rn. 7; *Meilicke*, BB 1961, 1281; *Rebmann*, in: Heidel, AktG, § 186 Rn. 2; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 94; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 2; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 13 sowie eingehend bei Rn. 56 ff. Kritisch: *Paefgen*, Unternehmerische Entscheidungen, S. 90 ff.

1210 S. zu diesem Aspekt auch *Habersack*, Mitgliedschaft, S. 260; *ders./Verse*, Europ. GesR, § 6 Rn. 79; *Bayer*, in: FS Westermann 2008, S. 787, 791; *Mülbert*, AG, S. 262 ff.

1211 S. dazu schon in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(d).

1212 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.

1213 Vgl. die Ausf. und Nachw. in Fn. 889 sowie Fn. 890.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Abschließend ist zu statuieren, dass die Präsumtion der Existenz einer solchen Rechtsposition iRd. Sachausschüttung eigener Anteile (vgl. § 58 Abs. 5 AktG) unter Rekurs auf den Telos des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG zum reinsten Paradoxon wird: Eine kapitalerhöhungsähnliche Gefährdungslage besteht in dieser Konstellation nämlich schon deshalb nicht, weil – die Dividendenberechtigung aller Aktionäre vorausgesetzt – mit dem Wirksamwerden[1214] des Wahldividendenbeschlusses jeder Anteilseigner (und eben gleichsam auch nur solche) ipso iure pro rata (vgl. § 60 Abs. 1 AktG) Inhaber des Wahlrechts iSd. §§ 262 ff. BGB wird und demzufolge Aktien zu beziehen vermag.

Eine Übergehung der (Alt-)Aktionäre, wie sie das gesetzliche Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 S. 1 AktG zu unterbinden sucht, droht folglich nicht. Ein vorrangiger Zugriff Dritter auf die wiederauszugebenden Aktien ist schlichtweg ausgeschlossen.

Gleichsam wird hierdurch auch eine Ungleichbehandlung der Aktionäre untereinander, die das kodifizierte Bezugsrecht in einer weiteren Schutzdimension zu unterbinden sucht, verunmöglicht. Infolge ist weder eine Verwässerung der Beteiligungsquote noch eine des Vermögensrechts oder des Anteilswerts zu besorgen, und auch ein vorstandsseitiger Eingriff in die Zusammensetzung der Aktionärsstruktur ist in dieser Konstellation ausgeschlossen.[1215]

Besteht eine kapitalerhöhungsähnliche Gefährdungslage hiernach also nicht, so mangelt es an der zur Begründung der Analogie erforderlichen Vergleichbarkeit der Interessenlagen.

(3) Conclusio

Im Ergebnis vermag die hM.[1216], die annimmt, iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien bestünde aufgrund einer Gesamtanalogie zu § 186 AktG ein dem gesetzlichen Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 S. 1 AktG nachempfundenes,[1217] gegenüber diesem schwächeres,[1218] vorrangiges Erwerbsanrecht zugunsten der (Alt-)Aktionäre, daher nicht zu überzeugen. Es fehlt sowohl

1214 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 14.
1215 Hierzu schon die Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(a)–(d).
1216 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1217 Vgl. dazu schon die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 889.
1218 Hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 890.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

an der zur Begründung einer Analogie erforderlichen Planwidrigkeit der Regelungslücke als auch an der Vergleichbarkeit der Interessenlagen.

bbb) HM.: Existenz eines bezugsrechtsähnlichen Voraberwerbsanrechts iRd. Wiederausgabe eigener Aktien

Die herrschende Gegenmeinung[1219] geht hingegen, eine eingehende Analyse der Gefährdungslage zulasten der (Alt-)Aktionäre indes vermissen lassend, davon aus, dass die Interessenlage iRd. Wiederausgabe eigener Aktien mit derjenigen, der § 186 AktG gerecht zu werden sucht, identisch sei und spricht sich infolge für die generelle Existenz eines entsprechenden Vorerwerbsanrechts zugunsten des bisherigen Aktionariats aus.

bb) (Keine) Erforderlichkeit eines Bezugsrechtsausschlusses für ‚Spitzenbeträge'

Folgt man insofern – wider den vorgehenden Ausführungen – der hM.[1220] und geht mit dieser von der Existenz eines entsprechenden Vorerwerbsrechts zugunsten der (Alt-)Aktionäre aus, so ist konsequenter Weise die Frage aufzuwerfen, ob in Anbetracht des Umstandes, dass für einzelne Dividendenansprüche iaR.[1221] keine ganze neue Aktie gewährt werden kann und als Konsequenz dessen im Bezugsangebot für überschießende bezugsrechtsähnliche[1222] Voraberwerbsrechte[1223] bzw. Wahldividendenansprüche ein zwingender Verweis auf die Bardividende vorzusehen ist, gemäß § 186 Abs. 4 S. 1 AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG) über einen Teilausschluss dieses vorrangigen Erwerbsanrechts für ‚Spitzenbeträge' Beschluss zu fassen ist.

Diesbezüglich soll das nachfolgende, der Praxis entliehene, Beispiel[1224] die Problematik zunächst einmal näher darlegen: Angenommen, die Hauptversammlung beschließt die Ausschüttung einer Wahldividende,

---

1219 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1220 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1221 Hintergrund dessen ist, dass das aus dem Verhältnis von Dividendenanspruch pro Anteil zu Börsenwert der Aktie zu errechnende Umtauschverhältnis in der Praxis stets bei x:1 (wobei x>1 gilt) liegen dürfte.
1222 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.
1223 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1224 S. *Telekom*, Festlegung BV 2015.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

legt hierbei eine Nettobardividende[1225] iHv. 0,50 € pro Aktie fest, die entsprechend den vorstehenden Ausführungen entweder in bar oder alternativ in Form von *Treasury Shares* bezogen werden kann, und dekretiert infolge der Festlegung eines Bezugspreises[1226] von 15,50 € ein Umtausch- bzw. Bezugsverhältnis von 31:1, so folgt hieraus, dass ein Aktionär, der genau 31 Aktien hält, eine neue Aktie beziehen kann, wenn er sein Wahlrecht einheitlich zugunsten der Sachdividende ausübt und dergestalt auf die Alternative einer Barausschüttung iHv. 15,50 € (31 Dividendenansprüche à 50 Cent) ‚verzichtet'.

Hält ein Anteilseigner allerdings 32 Aktien, so wird er für die 32. Aktie auf die Bardividende iHv. 0,50 € verwiesen.[1227] Ein Angebot von Teilrechten bzw. die Lieferung etwaiger sich ergebender Bruchteile von Aktien der Gesellschaft ist prinzipiell nicht vorgesehen[1228]. Soweit der einzelne Aktionär also keine ausreichende, dem Bezugsverhältnis entsprechende, Anzahl an (Nettobar-[1229])Dividendenforderungen vorhält, ist er hinsichtlich des Teils seiner Dividendenansprüche, die den Bezugspreis für eine ganze Aktie nicht erreichen (bzw. diesen übersteigen) – hier als ‚überschießende' bezugsrechtsähnliche[1230] Voraberwerbsrechte[1231] bzw. Wahldividendenanteile bezeichnet – auf den Bezug der Bardividende verwiesen und kann insoweit nicht den Bezug von Aktien beanspruchen; de facto findet sich das

---

1225 Hierzu schon die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

1226 Sofern sich die Scrip Dividend in der bisherigen Praxis als Bezugsrechtsemission ausgestaltet fand, wurde der Bezugspreis zumeist in Einklang mit § 186 Abs. 2 S. 2 AktG (erst) drei Tage vor Ende der Angebotsfrist festgelegt. Die gemäß § 186 Abs. 1 S. 2 AktG unter Einhaltung einer zweiwöchigen Bezugsfrist veröffentlichten Bezugsangebote enthielten in diesen Fällen nur Angaben zu den Grundlagen der Festlegung des Bezugspreises, die sich iaR. wie folgt ausgestaltet fanden: Der Bezugspreis entspricht dem Ergebnis in Euro, das sich aus der Division des Referenzpreises in Euro durch den Nettobardividendenanspruchs in Euro, abzgl. des zu gewährenden Discounts bezogen auf dieses Ergebnis, sodann abgerundet auf eine Dezimalstelle nach dem Komma und multipliziert mit dem Nettobardividendenanspruch ergibt. Dabei ist der Referenzpreis gleich dem volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der betreffenden Gesellschaft in Euro im XETRA-Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse (Tages-VWAP XETRA) zum relevanten Stichtag bzw. während der relevanten Festlegungsfrist.

1227 Ebenso *Krause*, ZHR 2017, 641, 647 f.

1228 Vgl. hierzu bereits die Ausf. oben in Kapitel D.III.1.d)bb)ddd).

1229 Hierzu schon die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

1230 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.

1231 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Wahlrecht bzw. das bezugsrechtsähnliche[1232] Voraberwerbsrecht[1233] insofern ausgeschlossen.

Ein Teilausschluss des bezugsrechtsähnlichen[1234] Voraberwerbsrechts[1235] für ‚Spitzenbeträge' ist hierfür aber freilich nicht erforderlich. Eines solchen bedarf es nämlich nur dann, wenn das Aktionariat zum Zwecke der Herstellung eines praktikablen, mithin vernünftigen und handhabbaren, Bezugsrechtsverhältnisses tatsächlich – namentlich in Bezug auf sog. ‚freibleibende Spitzen'[1236] – teilweise vom Bezug ausgeschlossen werden soll.[1237]

So verhält es sich vorliegend aber mitnichten. Das bezugsrechtsähnliche[1238] Voraberwerbsrecht[1239] der Aktionäre wird durch die Festsetzung des Bezugsverhältnisses nicht, auch nicht teilweise, ausgeschlossen. Es werden – und hierin liegt der maßgebliche Unterschied zum Teilausschluss des bezugsrechtsähnlichen[1240] Voraberwerbsrechts[1241] für ‚Spitzenbeträge' – keine Aktien ausgegeben, die nicht in den Depots der bezugsberechtigten (Alt-) Aktionäre landen. Überdies ist freilich – ob des Umstandes, dass nur eine dem Bezugsverhältnis entsprechende Anzahl an (Teil-[1242])Dividendenansprüchen das Anrecht zum Bezug einer ganzen Aktie begründet – auch die 32. Aktie – wie jede einzelne andere Aktie auch – (beziehentlich des Bezugs einer ganzen Aktie: anteilig) bezugsberechtigt.[1243] Einem Aktionär mit 32 Aktien steht es insofern selbstverständlich frei, wei-

---

1232 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.
1233 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1234 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.
1235 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1236 *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 83 bildet insofern das Beispiel einer AG mit einem Grundkapital von 140 Mio. €, die eine Kapitalerhöhung um € 15 Mio. durchführen möchte. Hieraus ergäbe sich (gekürzt) ein Bezugsverhältnis von 9,33:1. Soll idF. aber aus sachlichen Gründen ein ‚glattes' Bezugsverhältnis von 10:1 festgelegt werden, so ist das Bezugsrecht im Hinblick auf die freibleibende Spitze von 1 Mio. € auszuschließen.
1237 Zum teilweisen Bezugsrechtsausschluss zum Zwecke der Vermeidung ‚freier Spitzen' vgl. z.B. BGH, Urt. v. 19.04.1982 – II ZR 55/81, NJW 1982, 2444, 2445 ff.; OLG Frankfurt, Urt. v. 15.04.1986 – 3 U 191/84, AG 1986, 233, 234. Aus der Lit. anstatt vieler *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 95 mwN. in Fn. 441.
1238 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.
1239 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1240 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.
1241 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1242 Hierzu schon die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.
1243 Ebenso *Krause*, ZHR 2017, 641, 647 f.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tere 30 Dividendenansprüche zuzukaufen, um schließlich zwei Aktien zu beziehen.[1244]

cc) Problemkreis der Inalienabilität der Wahldividendenanteile bzw. der bezugsrechtsähnlichen[1245] Voraberwerbsrechte[1246]

Allerdings wird der Verweis auf Zukaufsmöglichkeiten zum Paradoxon, bedenkt man, dass es an entsprechenden Gelegenheiten zum Erwerb weiterer Bezugsrechte realiter – mangels Existenz eines börslichen Bezugsrechts- bzw. Wahldividendenanteilshandels[1247] sowie mangels Organisation eines solchen durch Gesellschaft oder transaktionsbegleitende Bank – iaR. fehlen[1248] dürfte.[1249]

1244 IdS. auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 647 f. Ferner bspw. auch *Bayer*, Einl. HV 2014, Ber. d. Vorst. zu TOP 8.

1245 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.

1246 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.

1247 So *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 30 formuliert, die Bezugsrechte kapitalmarktorientierter Papiere würden während der Dauer Bezugsfrist stets selbstständig an der Börse gehandelt, ist dies nicht richtig. Hierzu soweit ersichtlich allein *Sickinger/Kuthe*, in: MAH AktR, § 33 Rn. 86, dort mit Fn. 188. S. in diesem Kontext aber auch die Darlegungen und Verw. in nachfolgender Fn. 1249.

1248 Selbstverständlich ist nicht ausgeschlossen, dass sich ob des Fehlens eines börsenrechtlichen Handels ein außerbörslicher Markt etabliert. Vgl. hierzu bspw. (wenn auch freilich nicht im Kontext des hier thematisierten Gestaltungsinstruments) *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 21; *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 107; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 31; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 96.

1249 In diesem Kontext ist darauf hinzuweisen, dass sich ein börslicher Bezugsrechtshandel ob dessen, dass die Bezugsrechte als Annex zum Stammrecht (die Zulassung der Aktien zum Börsenhandel vorausgesetzt) per se zum Börsenhandel zugelassen sind, die Notwendigkeit einer separaten Zulassung gemäß § 32 BörsG also nach hM. entfällt, vgl. hierzu e.g. *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 70; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 21; *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 106; *Lenenbach*, KapMR, § 10 Rn. 117; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 96, nicht ohne Weiteres entwickelt, vgl. dazu e.g. auch *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 21. Dies deshalb, weil die börsenrechtliche Aufnahme in die Notierung, also die Einführung der Bezugsrechte in den organisierten Handel, ob des vorgenannten Umstandes gemäß § 38 Abs. 1 S. 1 BörsG eines Antrags der Emittentin (aA.: *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 70 mit Verw. auf *Groß*, KapMR, 7. Aufl., § 38 BörsG Rn. 4, demnach zwar die Antragspflicht entfallen, aber eine Emittentenmitwirkung in Gestalt der Mitteilung der Wertpapiermerkmale und des

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Eine diesbezügliche Analyse der bisherigen Praxis der Scrip Dividend-Offerten schält insofern nämlich heraus, dass in diesem Sachzusammenhang bislang weder die deutschen[1250] Gesellschaften, die ihrem Aktionariat eine Scrip Dividend anboten, noch die betreffenden transaktionsbegleitenden Banken einen Handel der Bezugsrechte bzw. Wahldividendenanteile organisierten. Stattdessen wurde die Organisation eines solchen sowie die Übernahme jeglicher Vermittlungstätigkeit im Zusammenhang mit dem An- und Verkauf von Bezugsrechten bzw. Wahldividendenanteilen qua Formulierungen wie der nachfolgenden stets ausgeschlossen:

> „Ein Handel der Bezugsrechte[1251] ist von der Gesellschaft oder der Citigroup Global Markets Limited nicht vorgesehen und wird auch nicht durch die Gesellschaft oder die Citigroup Global Markets Limited organisiert werden. Eine Preisfeststellung an einer Börse ist für die Bezugsrechte ebenfalls nicht beantragt. Ein An- oder Verkauf von Bezugsrechten über die Börse im regulierten Markt ist daher nicht möglich. Ein solcher An- oder Verkauf wird auch nicht [...] vermittelt werden. Die einem Aktionär zustehenden Bezugsrechte sind jedoch gemeinsam mit den Dividendenansprüchen, mit denen sie untrennbar verbunden sind, frei übertragbar."[1252].

Zulassungszeitpunktes an die Börsenaufsicht erforderlich sein soll) bedarf, vgl. z.B. *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 21; *ders./Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 4 Rn. 167; *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 106; *Lenenbach*, KapMR, § 10 Rn. 117; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 96.

1250 Anders verhält sich dies idR. am spanischen Markt, wo iaR. ein Bezugsrechtshandel stattfindet, sodass sich den Aktionären dort in Gestalt der Möglichkeit ihre Bezugsrechte zum Marktpreis zu veräußern, eine zusätzliche Möglichkeit bietet, Bargeld zu erhalten.

1251 Unklar ist in diesem Kontext, ob die Organisation eines börsenmäßigen Bezugsrechtshandels die Prospektpflicht (zur Frage nach der Prospektpflichtigkeit sowie zum Erfordernis der Veröffentlichung eines prospektbefreienden Dokuments s. die Ausf. in Kapitel D.III.1.f)bb)) auslösen würde, vgl. § 14 Abs. 1 S. 3 WpPG.

1252 S. e.g. *Telekom*, Bezugsang. 2013, 2014, 2015, 2016 & 2017. Nahezu identisch in der Formulierung z.B. *Capital Stage*, Bezugsang. 2014, 2015, 2016 & 2017; *Encavis*, Bezugsang. 2018; *GRENKE*, Bezugsang. 2014 & 2016; *Lufthansa*, Bezugsang. 2016, 2017 & 2018.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aaa) Faktischer[1253] Ausschluss der bezugsrechtsähnlichen[1254] Voraberwerbsrechte infolge fehlender Zukaufsmöglichkeit

Infolge ist die Frage zu konfrontieren, ob nicht aus der Verkettung der Umstände, dass (1) iaR. für einzelne Dividendenansprüche aufgrund des sich aus dem Verhältnis von Dividendenanspruch pro Anteil zu Börsenwert der Aktie errechnenden Umtauschverhältnisses keine ganze neue Aktie gewährt werden kann und infolge bzgl. ‚überschießender' bezugsrechtsähnlicher[1255] Voraberwerbsrechte bzw. Wahldividendenanteile auf die Bardividende zu verweisen ist, insoweit also seitens des jeweiligen Aktionärs nicht die Ausschüttung von *Treasury Shares* beansprucht werden kann, sowie (2) dem Umstand, dass sich der Zukauf von Spitzenbezugsrechten bzw. Wahldividendenanteilen in der Praxis infolge der Nichtexistenz eines organisierten Bezugsrechtshandels äußerst schwierig bis unmöglich gestalten dürfte, ein faktischer[1256] Ausschluss des bezugsrechtsähnlichen[1257] Voraberwerbsrechts resultiert.

(1) Wesensmerkmale & Konsequenzen faktischer Bezugsrechtsausschlüsse

Um indes weitere Gedanken zur Beurteilung dessen, ob es sich bei dieser Umstandsverkettung um einen faktischen Bezugsrechtsausschluss handelt, auszubreiten, ist es erforderlich, vorab Grundverständnis für das Wesen des faktischen Bezugsrechtsausschlusses wie auch die Implikationen eines solchen zu schaffen.

Insofern ist der faktische Bezugsrechtsausschluss dogmatisch streng vom ‚echten' Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Abs. 3 und 4 AktG zu unterscheiden.

Während das Bezugsrecht bei letzterem nämlich unter Einhaltung der formellen Voraussetzungen der § 186 Abs. 3 und 4 AktG tatsächlich ausgeschlossen wird, definiert sich das Phänomen des faktischen Bezugsrechtsausschlusses in Abkehr hiervon dadurch, dass ein formeller Ausschluss des Bezugsrechts gerade nicht stattfindet, mithin also aus formal-juristischer

1253 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. die sogleich folgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).
1254 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.
1255 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.
1256 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. die sogleich folgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).
1257 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Sicht eine entsprechende Rechtsposition eingeräumt wird, die jedoch faktisch dadurch ausgeschlossen wird, dass im betreffenden Bezugsangebot Festlegungen[1258] getroffen werden, denen in ihrer Wirkung bezugsrechtsausschlussgleiche Intensität zukommt. Es werden also im Bezugsangebot Regelungen getroffen, die die Ausübung des Bezugsrechts (ohne sachliche Notwendigkeit[1259]) (wesentlich) erschweren, wobei die Erschwerungen nach hM.[1260] nicht den Grad der praktischen Unmöglichkeit oder Unzumutbarkeit zu erreichen brauchen, um von einem faktischen Bezugsrechtsausschluss ausgehen zu können, sondern ausreichend ist, dass die Entschließungsfreiheit des Aktionärs bei der Ausübung des Bezugsrechts durch Erschwerungen von einigem Gewicht beeinträchtigt wird[1261]

Ließe man faktische Bezugsrechtsausschlüsse, die in der Praxis regelmäßig dadurch konzipiert werden, dass sich das Bezugsangebot unattraktiv ausgestaltet findet oder die Ausübung des Bezugsrechts an Nebenbedingungen bzw. die Übernahme von Nebenverpflichtungen nichtkorporati-

1258 Vgl. hierzu auch die im nachfolgenden Absatz angeführten Beispiele für derartige Ausgestaltungen.

1259 In diesem Hinblick unterscheiden sich verschiedene Stoßrichtungen erheblich. So wird teilweise angenommen, es handle sich nicht um einen faktischen Bezugsrechtsausschluss, wenn eine sachliche Notwendigkeit für die Erschwerung der Bezugsrechtsausübung besteht, vgl. e.g. *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 39; *Lutter*, in: KK², AktG, § 186 Rn. 87; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 95, wohingegen andere, bspw. *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 43; *Kocher/Feigen*, CFL 2013, 116, 121 f.; *Rebmann*, in: Heidel, AktG, § 186 Rn. 74; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 142, herausarbeiten, dass sich das Vorliegen eines faktischen Bezugsrechtsausschlusses allein nach dem Gewicht der Erschwerungen bei der Bezugsrechtsausübung beurteilt, während Sachgründe für die entsprechende Ausgestaltung des Bezugsangebots erst iRd. Prüfung der sachlichen Rechtfertigung der betreffenden Erschwerungen Berücksichtigung finden können.

1260 S. e.g. LG Düsseldorf, Urt. v. 13.08.1998 – 31 O 104/97, AG 1999, 134 f.. Aus der Lit.: *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 43; *Lutter*, in: KK², AktG, § 186 Rn. 87; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 186 Rn. 4; *Rebmann*, in: Heidel, AktG, § 186 Rn. 74; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 140; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 142 mwN. in Fn. 441; *Sickinger/Kuthe*, in: MAH AktR, § 33 Rn. 114; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 183 Rn. 14. Wohl aA.: *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 121.

1261 Zum Begriff des faktischen Bezugsrechtsausschlusses s. auch OLG Oldenburg, Urt. v. 17.03.1994 – 1 U 151/93, AG 1994, 415 ff.; LG Düsseldorf, Urt. v. 13.08.1998 – 31 O 104/97, AG 1999, 134 f. Aus der Lit. anstatt vieler *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 19 mwN. in Fn. 7, S. 26 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ver Art geknüpft wird,[1262] aber ohne Weiteres zu, so liefen die Reglungen in Abs. 3 und 4 des § 186 AktG, die formelle wie auch materielle Erfordernisse an den Ausschluss des Bezugsrechts stellen, letztlich leer; Umgehungskonstellation wäre Tür und Tor geöffnet.

Deshalb ist die vor letzteren schützende Rechtsfigur des faktischen Bezugsrechtsausschlusses allgemein anerkannt. Es entspricht der ghM., dass (eine) Maßnahme(n), die den Aktionären die Ausübung ihres Bezugsrechts (ohne sachliche Notwendigkeit)[1263] (wesentlich) erschwert/en[1264], also (eine) Regelung(en), die die Entscheidungsfreiheit des Bezugsberechtigten durch die Ausgestaltung des Bezugsrechts wesentlich einschränkt/en, dem förmlichen Bezugsrechtsausschluss gleichsteht/en und daher selbigem Regelungsregime, also den Regelungen der Abs. 3 und 4 des § 186 AktG zu unterwerfen ist bzw. sind.[1265]

(2) Bezugsbeschränkung durch Bezugsverhältnis: Das Bezugsverhältnis als organisch kongenitale Restriktion des Bezugsrechts

Insofern jedoch vermag es im Kontext der aufgeworfenen Problematik in Anbetracht des Umstandes, dass es sich bei der skizzierten Restriktion um eine unumgängliche, dem Naturell des Bezugsrechts entspringende, handelt, schon grundsätzlich nicht zu überzeugen, dieser bezugsrechtsaus-

---

1262 Zu den einzelnen Fallgruppen s. e.g. die Ausf. bei *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 121; *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 52; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 143 f.; *Kocher/Feigen*, CFL 2013, 116, 117 ff.; *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2342 ff.; *Schröer/Heusel*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 20 Rn. 74; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 176 f.

1263 Hierzu schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 1259.

1264 Dazu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1260.

1265 Im Ausgangspunkt allgM. S. z.B. OLG Oldenburg, Urt. v. 17.03.1994 – 1 U 151/93, AG 1994, 415 ff.; OLG Oldenburg, Urt. v. 17.03.1994 – 1 U 46/91, AG 1994, 417 f.; *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 39; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 121; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 43; *Lutter*, in: KK², AktG, § 186 Rn. 87; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 186 Rn. 4; *Rebmann*, in: Heidel, AktG, § 186 Rn. 74; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 142; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 142; *Servatius*, § 186 Rn. 75–79; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 183 Rn. 14; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 176; monographisch: *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, passim; spezifisch zum faktischen Ausschluss des Bezugsrechts als Umgehungstatbestand auf den S. 83 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

schlussgleichen Charakter zuzuschreiben,[1266] erst recht nicht in Anbetracht der Tatsache, dass diese Einschränkung mit den üblicherweise in der einschlägigen Kommentarliteratur herausgebildeten Fallgruppen des de facto-Bezugsrechtsausschlusses absolut nichts gemein hat.

Überdies darf in diesem Sachzusammenhang nicht vernachlässigt werden, dass die sich aus dem Bezugsverhältnis ergebende Beschränkung des Rechts zum Bezug von Aktien nicht mit der üblichen Konsequenz eines Bezugsrechtsausschlusses, namentlich einer Übergehung der (Alt-)Aktionäre einhergeht, werden doch schließlich keine Aktien ausgegeben, die nicht in den Depots der letzterwähnten Einbuchung finden.

(3) Keine gesetzliche Verpflichtung der Gesellschaft zur Organisation eines Bezugsrechtshandels

Zudem darf, so ein de facto-Bezugsrechtsausschluss überhaupt erst infolgedessen anzudenken ist, dass ein organisierter Handel der Bezugsrechte iaR. nicht stattfindet, keinesfalls außer Acht bleiben, dass das Bezugsrecht nicht das Recht absichert, mit diesem Handel betreiben zu können.[1267]

De lege lata existiert nämlich schon generell weder zulasten der die Aktien wiederausgebenden Gesellschaft noch zulasten der transaktionsbegleitenden Bank eine gesetzliche Obligation zur Organisation eines börsenmäßigen Handels bzw. zur Übernahme einer Vermittlungstätigkeit in Bezug auf den An- und Verkauf von Bezugsrechten,[1268] a fortiori dann nicht,

---

1266 So vermag der hM. nach ein ungünstiges, dem begrenzten Kapitalerhöhungsvolumen geschuldetes, Bezugsverhältnis (allein) keinen faktischen Bezugsrechtsausschluss darzustellen, s. e.g. *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 95; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 122; *Groß*, AG 1993, 449, 455; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 31; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 96. AA.: *Lutter*, in: KK[2], AktG, § 186 Rn. 87, für die Konstellation eines besonders ungewöhnlichen und hinderlichen Bezugsverhältnisses; *Pfeifer*, in: MüKo[3], AktG, § 186 Rn. 100.

1267 S. auch *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 107.

1268 So die hM., vgl. hierzu aus der Rspr. e.g. LG Hamburg, Urt. v. 01.04.1999 – 415 O 34/99, AG 1999, 382 (jedoch zu dem Sonderfall, dass auch die neuen Aktien nicht an der Börse gehandelt werden sollten; die Berufungsinstanz, OLG Hamburg, Urt. v. 08.04.1999 – 11 U 62/99, AG 1999, 519, 520 hat die Frage des Rechts auf Eröffnung eines Bezugsrechtshandels mangels Entscheidungserheblichkeit durch Ablauf der Bezugsfrist offen gelassen). Aus der Lit. vgl. anstatt vieler *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 21, dort mwN. in Fn. 62, Rn. 122, dort mwN. in Fn. 575. Kritisch demgegenüber: *Bitz/Terstege/Stark*, in:

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

wenn sich das Bezugsverhältnis – wie im vorgehend skizzierten Beispiel – so ausgestaltet findet, dass das Bezugsrecht je (Alt-)Aktie keinen (substanziellen) eigenen, also (signifikant) über dem des alternativen Bardividendenanspruchs hinausgehenden, wirtschaftlichen Wert hat.[1269]

Insofern in diesem Kontext in der einschlägigen Kommentarliteratur für den Fall, dass sich die Bezugsrechte ohne Einrichtung eines organisierten Bezugsrechtshandels als unverkäuflich erweisen, eine Ausnahme von vorstatuiertem Grundsatz anerkannt wird,[1270] sodass die Nichteinrichtung eines Bezugsrechtshandels ausnahmsweise doch einen faktischen Bezugsrechtsausschluss[1271] zu begründen vermag, ist darauf hinzuweisen, dass die von den Vertretern dieser Ansicht ins Auge gefassten Konstellationen diametral anders liegen als die präsent thematisierte.

Während die Bezugsrechte in entsprechenden Fällen nämlich mangels Verwertungsmöglichkeit wertlos zu verfallen drohen, werden diese iRv. Wahldividendenofferten mittels der Festlegung ‚*Default*-Option' Barausschüttung[1272] ‚automatisch' ‚ins Geld' gebracht. Je gehaltener Stückaktie, für die der betreffende Anteilseigner das im Wahldividendenanteil ‚inkarnierte'[1273] Bezugsrecht nicht ausübt, erhält der Aktionär die Bardividende ausgezahlt. Deshalb bedarf es auch nicht eines Marktes zur Verwertung der

---

FS Eisenhardt, S. 399, 419. Nach *Seibt*, Der Konzern 2009, 261, 266 ist die Einrichtung eines außerbörslichen Bezugsrechtshandels immerhin zu empfehlen. AA.: *Bader*, AG 2014, 472, 485, dort mit Fn. 171; *Rebmann*, in: Heidel, AktG, § 186 Rn. 75; *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 186 Rn. 17 (zu Details sogleich in Fn. 1270); *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 176, der hierin für den Fall, dass dadurch ein notwendiger Zukauf verhindert wird, einen faktischen Bezugsrechtsausschluss erblickt.

1269 Ebenso *Krause*, ZHR 2017, 641, 647 f.. IdS. wohl auch *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 69.

1270 IdS. e.g. *Bader*, AG 2014, 472, 485, dort mit Fn. 171; *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 69; *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 107; *Hirte*, Bezugsrechtsausschluss, S. 88. Ebenso mit Blick auf die Treuepflicht: *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 186 Rn. 17, der wie folgt formuliert: „Aus der Treupflicht der AG gegenüber ihren Aktionären und der sich auch auf die Bezugsrechte erstreckenden Verkehrsfähigkeit der Aktien kann sich ein Anspruch der Aktionäre gegen die AG auf Einrichtung eines Börsenhandels für Bezugsrechte ergeben (str.).".

1271 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. iRv. Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

1272 Hierzu schon die Darlegungen in Kapitel D.III.1.c)bb) sowie diejenigen in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(c).

1273 Eingehend zum Aspekt der ‚Inkarnation' des Bezugsrechts im Wahldividendenanteil die nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(3).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bezugsrechtsähnlichen[1274] Voraberwerbsrechte bzw. Wahldividendenanteile, können diese hiernach doch schlichtweg nicht wertlos verfallen.

bbb) Conclusio

Mag es nach alledem auch Unbehagen hervorrufen, dass aus dem Fehlen eines organisierten Bezugsrechtshandels wesentliche Erschwerungen bzgl. des Hinzuerwerbs von Spitzenbezugsrechten oder gar die Verunmöglichung dessen resultieren, leuchtet es dennoch keineswegs ein, dem dadurch Abhilfe zu schaffen, dass eine übergesetzliche Handlungspflicht zulasten der Gesellschaft aus dem Hut gezaubert wird, und erst recht nicht, (unter anderem) aus der Nichterfüllung der so hervorgezauberten Obliegenheit auf einen faktischen Bezugsrechtsausschluss[1275] zu schließen.

Vielmehr vermag es angesichts der grundsätzlichen, vom Fehlen eines Bezugsrechts- bzw. Wahldividendenanteilshandels nicht affektierten, Übertragbarkeit der betreffenden Rechtsposition und der infolge (jedenfalls hypothetisch, denn auch bei fehlender Einrichtung eines börslichen Handels bildet sich, sofern die Bezugsrechte einen eigenen wirtschaftlichen Wert haben, iaR. ein außerbörslicher Markt für die Bezugsrechte,[1276] dessen Nutzung den Aktionären zumutbar ist[1277]) bestehenden Möglichkeit des Zukaufs von Spitzenbezugsrechten, aber auch mit Blick auf die sachliche Rechtfertigung des Bezugsverhältnisses vermöge des Börsenkurses der Aktie, wertungstechnisch nicht zu überzeugen, in der qua vorskizzierter Umstandsverkettung herbeigeführten Restriktion des Bezugsrechts einen de facto-Bezugsrechtsausschluss zu erblicken.

Ergänzend ist in diesem Kontext darauf hinzuweisen, dass es insoweit, als teilweise überhaupt nur dann ein de facto-Bezugsrechtsausschluss angenommen wird, wenn die wesentlichen Erschwerungen bei der Ausübung

---

1274 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.

1275 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. iRv. Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

1276 Hierzu schon die Nachw. in Fn. 1250. Freilich lässt sich der kapitalmarktrechtliche Nutzen eines börslichen Bezugsrechtshandels mit Blick auf das mobilisierte, iaR. eklatant höhere, Allokationspotenzial eines solchen hierdurch nicht in Abrede stellen. IdS. wohl auch *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 107.

1277 S. auch *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 21; *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 107; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 131; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

des Bezugsrechts ohne sachliche Notwendigkeit bestehen,[1278] jedenfalls hieran fehlt: Sind die Bezugsrechte bzw. Wahldividendenanteile wie vorliegend verkehrsfähig und ist das Bezugsverhältnis wie im Beispiel sachlich durch den (Börsen-)Wert der Aktie gerechtfertigt, so liegt der ‚tatbestandsausschließende Sachgrund' auf der Hand; der Verweis auf die Bardividende ist dann freilich angemessen.[1279]

Zusammenfassend ist zu konstatieren, dass es sich bei den sich für ‚überschießende' bezugsrechtsähnliche[1280] Voraberwerbsrechte/Wahldividendenanteile aus dem Bezugsverhältnis ergebenden Beschränkungen des Bezugsrechts um keinen faktischen Bezugsrechtsausschluss[1281] handelt, der aus Gründen des effektiven Umgehungsschutzes die Anwendung der Abs. 3 und 4 des § 186 AktG, mithin die Beschlussfassung über einen formal-rechtlichen Bezugsrechtsausschluss, erforderlich machen würde.

dd) Ratsamkeit & Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses zum Zwecke der Inanspruchnahme flexiblerer (Preisfestsetzungs-)Bedingungen

Offen bleibt hiernach aber weiterhin die Frage, ob ein Bezugsrechtsausschluss jedenfalls deshalb anzuraten sein mag, weil die Wahldividende hierdurch zu flexibleren (Preisfestsetzungs-)Bedingungen offeriert werden kann.

aaa) Ratsamkeit eines Bezugsrechtsausschlusses zum Zwecke der Inanspruchnahme flexiblerer (Preisfestsetzungs-)Bedingungen

Dies anbelangend ist der Ausspruch einer derartigen Empfehlung vor dem nachfolgend skizzierten Hintergrund anzudenken: Folgt man der hM.[1282] in der Annahme, dass iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien ein dem in § 186 Abs. 1 S. 1 AktG normierten Bezugsrecht ähnliches[1283] (vorrangiges) Anrecht auf Erwerb zugunsten des Aktionariats existiert, so kann man bei

---

1278 Hierzu schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 1259.
1279 IdS. wohl auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 647 f.
1280 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.
1281 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).
1282 S. dazu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1283 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

stringenter Weiterverfolgung dieses Gedankenstrangs wohl zu keinem anderen Ergebnis gelangen, als dass infolge auch die formellen Regelungen der Abs. 1 und 2 des § 186 AktG, die die effektive Möglichkeit dessen Ausübung zu gewährleisten suchen, zur Anwendung gelangen müssen.[1284]

Folglich wäre dem Aktionariat analog § 186 Abs. 1 S. 2 AktG eine Frist von zwei Wochen zur Ausübung des Wahlrechts einzuräumen sowie der Vorstand analog § 186 Abs. 2 S. 1 AktG zu Beginn dieser Bezugsfrist den Ausgabebetrag oder zumindest die Grundlagen für dessen Festlegung bekannt zu machen hätte. Würde nur letzteres angegeben, so wäre der Ausgabebetrag entsprechend § 186 Abs. 2 S. 2 AktG spätestens drei Tage vor Ablauf der Bezugsfrist bekannt zu machen.

(1) (Analoge) Anwendung des Abs. 1 S. 2 & Abs. 2 des § 186 AktG iRd. Wiederausgabe eigener Aktien

Die Analyse der einschlägigen Kommentarliteratur konfrontiert den Leser indessen mit dem Kuriosum, dass die Anhänger der hM.[1285] diese letzte Konsequenz wohl missen lassen.

So formuliert zwar bspw. *Merkt* in aller Deutlichkeit, dass „im Rahmen der Veräußerung ein Bezugsrecht analog § 186 Abs 1 [AktG]"[1286] bestehe und geriert sich damit dogmatisch im Vergleich zu den übrigen Vertretern der hM.[1287], die die Analogie zu § 186 Abs. 1 AktG oftmals nur erahnen lassen,[1288] außerordentlich deutlich, nimmt aber zur weiteren Ausgestaltung dieses Bezugsrechts ebenfalls keine Stellung.

Soweit ersichtlich finden sich diesbezüglich allein bei *Bezzenberger* und *Gehling* Handlungsempfehlungen dergestalt, dass das betreffende Angebot „am besten in Anlehnung an das Bezugsverfahren bei Kapitalerhöhungen (§ 186 Abs. 1–2 und 5 AktG)"[1289] erfolgen solle bzw. dass eine „enge Orientierung an § 186 Abs. 2 AktG zu empfehlen"[1290] sei.

1284 Hierzu soweit ersichtlich allein *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 84.
1285 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1286 *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 80 f. IdS. wohl auch die in Fn. 1196 Genannten.
1287 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1288 Hierzu bereits die Ausf. oben in Kapitel D.III.1.e)aa)aaa).
1289 *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 84.
1290 *Gehling*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 32 Rn. 10.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Zur Verwunderung trägt dies v.a. mit Blick darauf bei, dass jedenfalls im Kontext der „Kehrseite“[1291] dieses Rechts, also des den Aktionären im Falle eines gesellschaftsseitigen Rückerwerbs eigener Aktien nach hM. (gleichmäßig) zustehenden Andienungsrechts,[1292] Einigkeit darüber zu bestehen scheint, dass die Anteilseigner (wohl analog § 186 Abs. 2 AktG) durch Veröffentlichung des Rückkaufsangebots in den Gesellschaftsblättern[1293] angemessen über selbiges zu informieren sind.[1294]

Ferner scheint man sich im Kontext des Rückerwerbs eigener Aktien auch darüber einig zu sein, dass jedem Anteilseigner die Möglichkeit einzuräumen ist, die Konditionen des Angebots innerhalb einer angemessenen Zeitspanne zu prüfen, die nach überwiegender Meinung in analoger Anwendung des § 186 Abs. 1 S. 2 AktG mit mindestens zwei Wochen zu veranschlagen ist[1295].

Nicht weniger zentral dürfte die Einhaltung der Regelungen in § 186 Abs. 1 S. 2 und Abs. 2 S. 2 AktG, sprich der Bekanntmachungspflicht wie auch der Einhaltung einer angemessenen Ausübungsfrist, aber iRd. Wiederveräußerung von *Treasury Shares* iSd. § 71 ff. AktG sein, flankieren vorgenannte formal-rechtlichen Vorgaben doch das materielle Bezugsrecht und verhelfen diesem überhaupt erst dadurch, dass der Aktionär die anste-

---

1291 *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 80. Ähnlich: *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 68; *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 71 Rn. 25; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 166; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 223; *Paefgen*, AG 1999, 67, 68. IdS. auch OLG Hamburg, Urt. v. 30.12.2004 – 11 U 98/04, NZG 2005, 218, 222; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit[1], AktG, § 71 Rn. 7 (aA. jedoch *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 71 Rn. 101); *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71 Rn. 19k; *Stallknecht/Schulze-Uebbing*, AG 2010, 657, 658 und 663.

1292 Die hM. erkennt ein solches Andienungsrecht an, vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 1291. AA.: *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 121.

1293 Sind alle Aktionäre namentlich bekannt, so kann das Rückkaufsangebot auch analog § 121 Abs. 4 S. 2 AktG per eingeschriebenem Brief bekannt gemacht werden.

1294 So e.g. *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 65; *Wieneke*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 71 Rn. 39.

1295 So bspw. *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 65; *Block*, in: Heidel, AktG, § 71 Rn. 66; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 266; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 164; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 240; *Wieneke*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 71 Rn. 39. Implizit im vorstehenden Sinne auch *Kiem*, ZIP 2000, 209, 212. Vorsichtig: *Stallknecht/Schulze-Uebbing*, AG 2010, 657, 666. AA., nämlich für eine vierwöchige Bezugsfrist in Anlehnung an § 16 Abs. 1 WpÜG: *Leuering*, AG 2007, 435, 442; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit[1], AktG, § 71 Rn. 118.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

hende Investitionsentscheidung in Kenntnis der wesentlichen Informationen, mithin abgewogen und fundiert, treffen kann, zu seiner effektiven Geltung.[1296]

Überzeugen kann infolge nichts anderes als der hM.[1297] eben diese letzte Stringenz abzuverlangen, den Aktionären iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien also eine Bezugs- bzw. ‚Überlegungsfrist' von zwei Wochen analog § 186 Abs. 1 S. 2 AktG zu gewähren. Als Entscheidungsgrundlage sind zudem analog § 186 Abs. 2 S. 1 AktG schon zu Beginn der Ausübungsfrist der Ausgabebetrag oder jedenfalls die Grundlagen für dessen Festlegung bekannt zu machen. Wird nur letzteres angegeben, so ist der Ausgabebetrag analog § 186 Abs. 2 S. 2 AktG spätestens drei Tage vor Ablauf der Bezugsfrist bekannt zu machen.

(2) Resultat: Markt- bzw. Kursrisiko & Sicherheitsabschlag

Hiervon ausgehend ist iRv. Bezugsrechtsemissionen ein Sicherheitsabschlag erforderlich,[1298] der der Sicherstellung der Attraktivität der Konditionen über den ganzen Angebotszeitraum hinweg (und damit letztlich der Erfolgschancen der Platzierung) zu dienen bestimmt ist und je nach ‚aktueller' Marktvolatilität sowie in Abhängigkeit von der Grundvolatilität der betreffenden Aktie ganz erheblich ausfallen kann.

Daran ändert auch die mit Neufassung des § 186 Abs. 2 AktG durch das TransPuG geschaffene, das vormals fast dreiwöchige Marktrisiko auf wenige Tage reduzierende, Möglichkeit einer börsenpreisnahen Bezugsrechtsemission wenig.

Zwar reicht es seither aus, zunächst zu Beginn der Bezugsfrist nur die Grundlagen der Festsetzung anzugeben (§ 186 Abs. 2 S. 1 AktG),[1299] während der konkrete Emissionspreis erst spätestens drei Tage vor Ablauf der Bezugsfrist bekannt zu machen ist (§ 186 Abs. 2 S. 2 AktG), wodurch die Gesellschaft weitgehende Entlastung vom Volatilitätsrisiko erfährt und der

---

1296 Zu Sinn und Zweck der zweiwöchigen Ausübungsfrist anstatt vieler *Ekkenga/Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 4 Rn. 165; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 5.

1297 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.

1298 So bspw. auch *Seiler*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 221 Rn. 99, dort allerdings mit Bezug zur Gewährung bzw. zum Erfordernis der Gewährung eines Sicherheitsabschlags iRd. Emission von Wandel- und Optionsanleihen.

1299 So hat es z.B. die *Telekom* bzgl. der angebotenen Scrip Dividends gehalten, s. *Telekom*, Bezugsang. 2013, 2014, 2016 & 2017.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

iRd. Festlegung des Bezugspreises einzukalkulierende Sicherheitsabschlag vergleichsweise gering veranschlagt werden kann.[1300]

Jedoch besteht hierbei – entgegen *Bayer*[1301] – dennoch über mehrere Tage hinweg ein nicht zu vernachlässigendes, spezifisch in Zeiten stark volatiler Börsen durchaus eklatantes, Markt- bzw. Kursänderungsrisiko, das mit der Gefahr einer Platzierung zu marktfern(er)en Konditionen einhergeht und sich infolge im Sicherheitsabschlag niederschlägt.[1302]

(3) Risiko- & Abschlagsminimierung qua formalen Ausschluss des Bezugsrechts

Vor diesem Hintergrund vermag es durchaus präferabel sein, die Aktienausgabe zu flexibleren (Preisfestsetzungs-)Bedingungen durchzuführen und das Auseinanderfallen von Stichtag und Pricing mittels eines Bezugsrechtsausschlusses, der von der Pflicht zur Veröffentlichung von Bezugspreis und -verhältnis spätestens drei Tage vor Ablauf der Bezugsfrist entbindet, (vollständig) zu vermeiden.[1303]

1300 S. auch Begr. RegE TransPuG, BT-Drs. 14/8769, S. 23 f.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 19a; *Schlitt/Seiler*, WM 2003, 2175, 2176.

1301 Vgl. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 203 Rn. 72, der ausführt, dass das Argument des Risikoabschlags auf den Ausgabekurs der neuen Aktien mit Neufassung der Abs. 2 und 5 des § 186 AktG durch das TransPuG seine Relevanz verloren habe und zur Bekräftigung dessen mit dortiger Fn. 182 unzutreffend auf *Ihrig/Wagner*, BB 2002, 787, 795, verweist, die sich jedoch an zitierter Stelle diametral positionieren und formulieren „Weil deshalb [gemeint ist das Erfordernis der Bekanntgabe des Ausgabebetrages spätestens drei Tage vor Ablauf der Bezugsfrist] auch nach neuem Recht ein Kursänderungsrisiko verbleiben wird, ist fraglich, ob der Änderung wesentliche praktische Bedeutung beikommen wird. In der überwiegenden Zahl der Fälle werden sich die Gesellschaften nach Möglichkeit für eine bezugsrechtsfreie Emission nach § 186 Abs. 3 S. 4 AktG entscheiden.". Vgl. hierzu auch die Nachw. in Fn. 1302.

1302 So auch (dort allerdings im Kontext von Wandel- und Optionsanleihen und vor dem Hintergrund des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG) *Seiler*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 221 Rn. 99. Ebenfalls idS. *Singhof*, ZHR 2006, 673, 683.

1303 Dermaßen praktizierte es *E.ON* bei den 2014, 2015 und 2017 offerierten Tauschangeboten, s. *E.ON*, Tauschang. 2014, 2015 & 2017. So sah die Tauschofferte 2017 (s. vorstehend) eine Angebotsfrist vom 11. Mai 2017 bis 26. Mai 2017, 24 Uhr MESZ vor, während darin im Hinblick auf Bezugsverhältnis und Bezugspreis nur das Folgende bestimmt wurde: „Das Bezugsverhältnis entspricht dem Referenzpreis (abzüglich eines nominellen Abschlags von 3,0 % dividiert durch 0,15 € (Wert des Wahldividendenanteils je Stückaktie); dieses Ergebnis wird sodann auf eine Dezimalstelle nach dem Komma aufgerundet

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Dergestalt nämlich werden Wertschwankungen innerhalb der von § 186 Abs. 2 S. 2 AktG vorgesehenen Dreitagesfrist zur Makulatur, sodass das – wenn auch möglicherweise geringe – Restrisiko eines Kursverfalls während dieser ‚Endphase' der Ausübungsfrist ebenso ausgemerzt wird, wie unerwünschte Spekulationen innerhalb dieser Zeitspanne unterbunden werden.[1304] Infolge wiederum bedarf es mit der Konsequenz, dass ein höherer Emissionserlös erzielt werden kann, nicht der Gewährung eines Sicherheitsabschlags zum Zwecke der Sicherstellung der Konditionenattraktivität in besagtem Dreitageszeitraum.

Schließlich könnte ein entsprechender Bezugsrechtsausschluss so manchen ‚Großinvestor' gar erst zur Partizipation an der Scrip Dividend verleiten, potenzieren sich die betreffenden Risiken, die sich wie dargestellt per Bezugsrechtsausschluss eliminieren lassen, doch mit steigendem Investitionsvolumen spezifisch zulasten dieser Anteilseignergruppe.

Es mag sich daher anbieten, zwar allen dividendenberechtigten Aktionären unter Wahrung des allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 53a AktG) das Wahlrecht anzutragen, das Bezugsrecht der Anteilseigner indessen formal insgesamt auszuschließen, um so nicht an die in § 186 Abs. 2 S. 2 AktG normierte Pflicht zur Bekanntgabe des Ausgabepreises spätestens drei Tage vor Ende der Bezugsfrist gebunden zu sein.[1305]

(4) Conclusio

Gleichsam zeigt die Praxis, dass die Frage nach der Sinnhaftigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses wohl zwar unabhängig von der gewählten rechtsarchitektonischen Strukturierung der Scrip Dividend, aber doch nicht pauschal, sondern nur mit Blick auf die kapitalmarktliche Lage zum Ausschüttungszeitpunkt sowie die jeweilige Grundvolatilität der Aktie des emittierenden Unternehmens zu beantworten ist.

(‚Bezugsverhältnis'). Der Referenzpreis entspricht dem volumengewichteten Durchschnittskurs der E.ON Aktie im XETRA-Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse (Tages-VWAP XETRA) am letzten Handelstag der Angebotsfrist und damit am Freitag, den 26. Mai 2017 (‚Referenzpreis').".

1304 IdS. auch *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a; *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3; *dies.*, GP, Scrip Dividend; *o. V.*, WM 2015, 1647; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 691 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 35; vgl. bspw. auch *Bayer*, Einl. HV 2014, Ber. d. Vorst. zu TOP 8.

1305 IdS. auch *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a; *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3; *o. V.*, WM 2015, 1647.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Dies anbelangend offenbart eine Analyse der bisherigen Scrip Dividend-Offerten am deutschen Kapitalmarkt nämlich, dass aus ökonomischer Perspektive und in Abhängigkeit von den marktlichen Gegebenheiten sämtliche der denkbaren Spielarten ihre ‚Daseinsberechtigung' haben.

So ‚scheute' sich exempli gratia *Capital Stage* (nunmehr *Encavis AG*) nicht, Bezugspreis und -verhältnis jeweils bereits mit Veröffentlichung des Bezugsangebots bekannt zu machen;[1306] ein Vorgehen das v.a. für Gesellschaften mit dominierendem Hauptaktionärskreis und wenig volatilem Aktienkurs in Frage kommen dürfte und seinen Charme darin entfaltet, dass bereits zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Bezugsangebots sämtliche Parameter vorliegen, was insbesondere Retailanlegern die Entscheidung für die Aktienkomponente erleichtern dürfte[1307].

Die *Telekom* hingegen nahm die ‚Freiheiten' des § 186 Abs. 2 S. 2 AktG in Anspruch und schöpfte das dort vorgesehene Ultimo jeweils aus,[1308] gab also iRd. Veröffentlichung des Bezugsangebots lediglich die Grundlagen der Festlegung des Bezugspreises an und machte den konkreten Bezugspreis erst am vierten Tag vor Ablauf der Bezugsfrist bekannt, während (bislang allein) *E.ON* das Bezugsrecht qua Vorstandsbeschluss unter Zustimmung des Aufsichtsrats ausschloss und die so gewonnene Flexibilität maximal ausnutzte, indem Bezugspreis sowie -verhältnis erst nach Ende der Angebotsfrist festgelegt wurden[1309].

bbb) Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses zur Inanspruchnahme flexiblerer (Preisfestsetzungs-)Bedingungen

Doch geriert sich *Koch* ob der Zulässigkeit des zuletzt skizzierten Vorgehens mit den Worten „ZT wird auch Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss praktiziert, aber nicht um Aktionäre vom Bezug auszuschließen, sondern um Wertschwankungen innerhalb der Frist nach § 186 II 2

1306 S. *Capital Stage*, Bezugsang. 2014, 2015, 2016 & 2017 sowie *Encavis*, Bezugsang. 2018 & 2019.

1307 IdS. auch *Schwendemann*, AG 2015, R41.

1308 S. *Telekom*, Festlegung BV 2013, 2014, 2015, 2016 & 2017 iVm. Bezugsang. 2013, 2014, 2015, 2016 & 2017.

1309 S. *E.ON*, Festlegung BV 2014, 2015 & 2017 iVm. Tauschang. 2014, 2015 & 2017.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

[AktG] zu vermeiden. Derartige Zweckentfremdung des Bezugsrechtsausschlusses ist nicht unbedenklich."[1310] skeptisch.

Dabei scheint er indes einen in rechtstatsächlicher Hinsicht maßgeblichen Umstand zu übersehen. Zwar haben sich nämlich zahlreiche Gesellschaften bei der Schaffung von genehmigtem Kapital gemäß §§ 202 ff. AktG ‚explizit'[1311] die Ermächtigung zur Verwendung dessen unter Ausschluss des Bezugsrechts, vgl. § 203 Abs. 2 AktG, zum Zwecke der Implementierung einer Wahldividende eingeholt.[1312] Realiter von der Möglichkeit eines entsprechenden Bezugsrechtsausschlusses Gebrauch gemacht hat bislang jedoch keine einzige Gesellschaft, die eine derartige Satzungsermächtigung vorhält bzw. eine Scrip Dividend unter Rückgriff auf ein genehmigtes Kapital gemäß §§ 182 ff. AktG strukturierte.

Vielmehr bot bisher allein *E.ON* eine Scrip Dividend unter Ausschluss des Bezugsrechts an,[1313] wobei die Gesellschaft die als Rekompens für die ‚Einbringung' der (Nettobar-[1314])Dividendenansprüche zu gewährenden Aktien indessen einem vorhandenen Pool eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG entnahm, sodass in dieser Konstellation – entgegen *Kochs*[1315] vorzitierten Ausführungen – gerade keine Kapitalerhöhung durchgeführt wurde.

(1) ‚Rein' formal-rechtliche Argumentation: Talmudistische Exegese des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG

So das auf die Wiederveräußerungen eigener Aktien (§§ 71 ff. AktG) anwendbare Regelungsregime aber grundlegend von demjenigen, welches auf Kapitalerhöhungen (§§ 182 ff. AktG bzw. §§ 202 ff. AktG) Anwendung findet, differiert, verbietet sich eine undifferenzierte Stellungnahme zur

1310 *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a. Wohl aA.: *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 691 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 37 a.E.; *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3; *dies.*, GP, Scrip Dividend; *o. V.*, WM 2015, 1647, die einen Bezugsrechtsausschluss zu dem Zwecke der Durchführung der Scrip Dividend zu flexibleren (Preisfestsetzungs-)Bedingungen jeweils für unbedenklich zu erachten scheinen.

1311 Zur kontextualen Bedeutung der Begrifflichkeit ‚explizit' s. schon die Ausf. in Fn. 438.

1312 Vgl. dazu bspw. *Bayer*, Einl. HV 2014 TOP 5; *Bertrandt*, Einl. HV 2017, Ber.an die HV zu 7; *Bilfinger*, Einl. HV 2017, TOP 8; *Lufthansa*, HV 2015, TOP 5.

1313 So in 2014, 2015 und 2017, s. *E.ON*, Tauschang. 2014, 2015 & 2017.

1314 Hierzu schon die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

1315 *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Frage der Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses zur Vermeidung von Spekulationen und Wertschwankungen innerhalb der Frist des § 186 Abs. 2 S. 2 AktG schon allein deshalb.

Überdies vermag eine aus vorbezeichnetem Umstand herzuleitende, rein formal-juristisch gelagerte, Argumentation dergestalt, dass § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG schon gar nicht auf die Regelungen in § 186 Abs. 1 (S. 2) und 2 AktG verweist, auch zu erklären, wieso *E.ON* bei seiner Strukturierungsvariante den Schritt des vorskizzierten Bezugsrechtsausschlusses wagte, während trotz entsprechender Ermächtigungslagen[1316] kontra *Koch* keines der Unternehmen, das die Wahldividende durch Ausgabe junger Aktien aus genehmigtem Kapital gegen Sacheinlage von Dividendenansprüchen umsetzte, tatsächlich – und damit in offenem Widerspruch zu den (auf letztere Ausgestaltung unzweifelhaft anwendbaren) Normierungen in § 186 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 AktG – einen derartigen, ‚rein' formal-rechtlichen, Ausschluss des Bezugsrechts wagte.

Doch verbirgt sich hinter diesem Argumentationsstrang nichts als eine schlimme Camouflage: Wie schon in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(1) aufgezeigt, mutete es schizophren an, für den Fall der Wiederveräußerung von *Treasury Shares* unter analoger Anwendung des § 186 Abs. 1 S. 1 AktG die Existenz eines dem gesetzlichen Bezugsrecht ähnlichen,[1317] gegenüber diesem schwächeren,[1318] Voraberwerbsanrechts zu konstruieren, sodann aber folgewidrig die formal-rechtlichen Vorschriften des Abs. 1 S. 2 und Abs. 2 des § 186 AktG zur Ausübung des Bezugsrechts, die es dem Aktionär überhaupt erst ermöglichen, das Bezugsrecht effektiv auszuüben, indem die anstehende Investitionsentscheidung überlegt und in Kenntnis der maßgeblichen Umstände getroffen werden kann, nicht anzuwenden.[1319]

1316 Unter den bisherigen Emittenten einer Scrip Dividend finden sich zahlreiche Unternehmen, die eine ‚allgemeine' Ermächtigung zur Ausgabe junger Aktien aus genehmigtem Kapital (gegen Sacheinlagen) unter Ausschluss des Bezugsrechts vorhalten. So z.B. *Capital Stage AG* (nunmehr *Encavis AG*), *DIC Asset AG*, *H&R GmbH & Co. KGaA, Mensch und Maschine Software SE, PATRIZIA Immobilien AG, Softing, Telekom*. Mit explizit zum Zwecke der Umsetzung einer Scrip Dividend eingeholten Ermächtigungen hingegen e.g. die *Deutsche Wohnen SE*, *E.ON, GRENKE AG*, *Lufthansa AG*, *UmweltBank AG*, *Vonovia SE*. Zum Nachweis s. die jeweilige Satzung.

1317 Hierzu schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 889.

1318 Dazu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 890.

1319 S. dazu oben in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(1).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(2) Kernproblem: ‚Bloß' formal-rechtlicher Bezugsrechtsausschluss

Gleichsam ist zu konstatieren, dass *Koch* den Kern der Problematik mit vorzitierter Formulierung ohnehin nur bedingt trifft. So impliziert dessen Formulierung von einer „Zweckentfremdung"[1320], dass er hinterfragen will, ob die Vermeidung von Spekulationen und Wertschwankungen innerhalb der Frist des § 186 Abs. 2 S. 2 AktG einen legitimen Zweck für den Bezugsrechtsausschluss iSd. vom BGH in der *Kali & Salz*-Entscheidung[1321] aufgestellten Gebots einer sachlichen Rechtfertigung im Gesellschaftsinteresse am Maßstab des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes bildet.

Die eigentliche Problematik schält hingegen erst eine Analyse von in diesem Sachzusammenhang der Hauptversammlung seitens Vorstand und Aufsichtsrat zur Beschlussfassung vorgeschlagenen Ermächtigungen sowie der sich auf die betreffenden Beschlussvorschläge beziehenden Vorstandsberichte heraus. So lautet es z.B. im Bericht des Vorstands der *Bayer AG* an die Hauptversammlung bzgl. der Ermächtigung zur Verwendung eigener Aktien unter Ausschluss des Bezugsrechts zur Implementierung einer Scrip Dividend wie folgt:

> „[...]. Die Durchführung einer Aktiendividende unter Verwendung eigener Aktien kann *als an alle Aktionäre gerichtetes Angebot unter Wahrung ihres Bezugsrechts* und unter Wahrung des Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 53a AktG) erfolgen. [...].
>
> Im Einzelfall kann es je nach Kapitalmarktsituation vorzugswürdig sein, die Durchführung einer Aktiendividende unter Verwendung eigener Aktien so auszugestalten, dass der *Vorstand zwar allen Aktionären, die dividendenberechtigt sind, unter Wahrung des allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 53a AktG) eigene Aktien zum Bezug gegen Abtretung ihres Dividendenanspruchs anbietet*, jedoch *formal das Bezugsrecht der Aktionäre insgesamt ausschließt.* Die Durchführung der Aktiendividende unter formalem Ausschluss des Bezugsrechts ermöglicht die Durchführung der Aktiendividende zu flexibleren Bedingungen. Angesichts des Umstandes, dass allen Aktionären die eigenen Aktien angeboten werden und überschießende Dividenden-Teilbeträge durch

1320 *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a.
1321 Hierzu bereits die Nachw. oben in Fn. 1150.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

> Zahlung der Bardividende abgegolten werden, erscheint [...] der Bezugsrechtsausschluss als gerechtfertigt und angemessen."[1322].

Auf den Punkt gebracht soll nämlich in den ins Auge zu fassenden Konstellationen in materieller (und wirtschaftlicher) Hinsicht eine Bezugsrechtemission durchgeführt werden,[1323] iRd. indessen allein die verfahrensrechtlichen Vorgaben des § 186 Abs. 1 S. 2 und Abs. 2 AktG vermöge des Konstrukts eines ‚rein' formal-rechtlichen[1324] Bezugsrechtsausschlusses ‚umschifft' werden. Es geht also bei alledem nicht darum, den (Alt-)Aktionären (aus Sachgründen) kein Bezugsrecht zu gewähren, sondern vielmehr darum, die Anforderungen an die Ausgestaltung der Bezugsrechtsgewährung nicht einhalten zu müssen.

Dies aber scheint in der Tat höchst bedenklich, handelt es sich bei den Regelungen in § 186 Abs. 1 und 2 AktG doch nicht nur um legislatorische Wertungsentscheidungen, sondern um nicht abdingbares ius cogens iSv. ius strictum. Sprich: Die dort normierten Fundamentalpflichten können nicht schlichtweg dispensiert werden, vielmehr man kann sich deren Einhaltung grundsätzlich nicht entziehen.

(3) Gewährung eines ‚faktischen Bezugsrechts'

Doch wird man mit Fokus auf das Wesen des Bezugsrechtsausschlusses sowie die Spezifitäten der vorliegenden Strukturierung kritisch hinterfragen müssen, ob es sich bei der skizzierten Gestaltung tatsächlich um eine aufgrund des zwingenden Charakters der Norm für unzulässig zu erklärende Umgehung des § 186 Abs. 2 S. 2 AktG handelt.

Diesbezüglich ist in die Beantwortung der vorgehend aufgeworfenen Fragestellung zunächst der Umstand einzubeziehen, dass konstitutiv einem jeden Bezugsrechtsausschluss eine ‚Umgehung' des materiellen Bezugsrechts aus § 186 Abs. 1 S. 1 AktG wie auch der verfahrensrechtlichen Vorschriften des Abs. 1 S. 2 und Abs. 2 des § 186 AktG innewohnt, das Gesetz Bezugsrechtsausschlüsse jedoch ausweislich der Regelungen in § 186 Abs. 3 und 4 AktG ausdrücklich zulässt. Hieraus ist nämlich Folgendes abzuleiten: Gewähren die gesetzlichen Regelungen sogar die Möglichkeit

---

1322 *Bayer*, Einl. HV 2014, Ber. d. Vorst. zu TOP 8. Ähnlich: *Capital Stage*, Einl. HV 2017, „III. Berichte des Vorstands [...]" Ziff. 3 (keine Hervorhebung im Original).

1323 S. zu diesem Aspekt die eingehenden Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(3).

1324 S. die vorzitierte Formulierung im Ber. d. Vorst. der *Bayer AG*.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

zum vollständigen Ausschluss des Bezugsrechts, so muss es argumentum a fortiori zulässig sein, das Bezugsrecht soweit als möglich zu gewähren und lediglich in einzelnen Punkten bzgl. dessen Ausgestaltung vom gesetzlichen Leitbild abzuweichen.

In diesem Bezugsrahmen ist sodann der Aspekt zu würdigen, dass die dividendenberechtigten Aktionäre infolge eines ‚rein' formal-rechtlichen Bezugsrechtsausschlusses nicht am Bezug von *Treasury Shares* iRd. alternativ (vgl. §§ 262 ff. BGB) zur Bardividende offerierten Sachausschüttung gehindert werden. Materiell finden sich die Bezugsrechte iRd. Gestaltung nämlich ohnehin untrennbar in Form des eingeräumten Wahlrechts (vgl. §§ 262 ff. BGB) mit den Dividendenansprüchen verknüpft: Jeder Aktionär ist bezugsberechtigt, weil er mit dem Wirksamwerden[1325] des Gewinnverwendungsbeschlusses Inhaber des Wahlrechts wird und dieses zugunsten des Bezugs von Aktien ausüben kann.

So verkörpern Wahldividendenanteil und Bezugsrecht zwar aus rechtstechnischer Perspektive völlig unterschiedliche subjektive Rechtspositionen, doch ergibt sich aus dem Wesen der Scrip Dividend notwendigerweise eine unlösbare Verknüpfung sowie ein zwingender Gleichlauf dieser Rechte.

In diesem Sachzusammenhang liegt es nämlich nicht nur so, dass beide Rechtspositionen letztlich dergestalt dem von der Hauptversammlung gefassten Gewinnverwendungsbeschluss entspringen, dass sich in Gestalt der dort vorgesehenen Optionalität, die Dividende wahlweise in bar oder in Form eigener Aktien der Gesellschaft iSd. §§ 71 ff. AktG zu beziehen, die Wiederausgabe eigener Aktien, an die nach hM.[1326] ein bezugsrechtsähnliches[1327] Vorerwerbsrecht zugunsten der (Alt-)Aktionäre analog § 186 Abs. 1 S. 1 AktG knüpft, bereits in diesem angelegt findet. Vielmehr hat die so konzipierte Faktizität, dass nur Inhaber von Wahldividendenanteilen die Sachausschüttung eigener Aktien beanspruchen können, gleichsam zur Konsequenz, dass Bezugsrecht und Wahldividendenanteil untrennbar miteinander verbunden sein müssen, mithin nicht voneinander losgelöst bzw. getrennt voneinander veräußert werden können, während aus dem materiellen Exklusivitätsverhältnis zwischen Dividende in bar und in Form von *Treasury Shares* folgt, dass Wahl- und Bezugsrecht zwingend gleichlaufend auszuüben sind.

1325 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 14.
1326 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1327 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Dermaßen erfüllt das Wahlrecht bereits für sich genommen exakt die Funktionen eines Bezugsrechts: Es garantiert erstens, dass die Aktien aus dem Eigenbestand der Gesellschaft ausschließlich an das (dividendenberechtigte) Aktionariat ausgegeben werden, sowie zweitens, dass die Aktionäre untereinander gleich behandelt werden, schließt doch bereits die aus § 60 Abs. 1 AktG folgende anteilsmäßige Konkretisierung der Forderung eine Ungleichbehandlung ipso iure aus.

Infolge dieser ‚Inkarnation' des Bezugsrechts im Wahldividendenanteil ist ein materieller Ausschluss der Aktionäre vom Bezug in der hiesigen Konstellation also gar nicht denkbar. So hat man es bei genauer Betrachtung mit dem spiegelbildlichen Korrelat zur illustren Rechtsfigur des faktischen Bezugsrechtsausschlusses[1328] zu tun, einem ‚faktischen Bezugsrecht': Indem die Gesellschaft allen dividendenberechtigten Aktionären unter Wahrung des allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 53a AktG) wahlweise eigene Aktien zum Bezug anbietet, wird der (Haupt-)Zweck des Bezugsrechts, namentlich die Sicherung des Besitzstands,[1329] stets erreicht.

Demzufolge wohnt dem vorliegend thematisierten, ‚bloß' formal-rechtlichen, Ausschluss des Bezugsrechts auch keine Gefährdung der Interessen der (Alt-)Aktionäre inne, die die Zulässigkeit des dargelegten Vorgehens bedenklich erscheinen ließe. Es wäre daher verfehlt, lediglich den Gedanken einer gezielten Umgehung des § 186 Abs. 2 S. 2 AktG zu forcieren, finden sich Grundsätze dergestalt, dass ein Ausschluss des Bezugsrechts nur ‚ganz oder gar nicht' zulässig ist und dass dem Aktionariat infolge eines Bezugsrechtsausschlusses auch tatsächlich keine Aktien zugeteilt werden dürfen, doch weder im Gesetz verankert noch sind solche in irgendeiner Form daraus ableitbar.

Ergo wird man den Blick darauf richten müssen, dass der ‚rein' formalrechtliche Ausschluss des Bezugsrechts allenfalls als Bezugsrechtsausschluss mit minimaler Eingriffsintensität zu qualifizieren ist, sprich als solcher ‚besonders schonender' Art und Weise. Letztlich streiten damit dieselben Argumente, die bereits gegen die Existenz eines Bezugsrechts iRd. Sachausschüttung von *Treasury Shares* angeführt wurden,[1330] dafür, den präsent thematisierten, ‚bloß' formal-rechtlichen, Bezugsrechtsausschluss ohne Weiteres zuzulassen.

1328 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. iRv. Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

1329 Dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)aa)aaa) mwN. in Fn. 1207.

1330 Vgl. hierzu schon die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)aa)aaa).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Für die Zulässigkeit eines solchen, ‚bloß' formal-rechtlichen Bezugsrechtsausschluss streitet schließlich auch folgender Umstand: Lässt die ghM. in Konstellationen, in denen das Bezugsrecht ‚nur auf dem Papier' gewährt, faktisch indes ausgeschlossen wird,[1331] doch unter Anstrengung eines Umgehungsgedankens die Regelungen über den Bezugsrechtsausschluss zur Anwendung gelangen,[1332] so scheint es nur konsequent, im umgekehrten Fall, in dem das Bezugsrecht faktisch, nicht hingegen ‚auf dem Papier', gewährt wird, einen spiegelverkehrten Redundanzgedanken dergestalt zu bemühen, demnach die Regelungen in § 186 Abs. 3, 4 AktG im Wege der teleologischen Reduktion dahingehend einzuschränken sind, dass diese in Konstellationen, in der es an einer deren Applikation rechtfertigenden Schutzbedürftigkeit der Aktionäre fehlt, nicht zu beachten sind.

Hieraus folgt: Wird das Bezugsrecht wie in der präsenten Konstellation faktisch gewährt, ist eine letztlich auf die Frage, ob die Vermeidung von Spekulationen und Wertschwankungen innerhalb der Frist des § 186 Abs. 2 S. 2 AktG einen ausreichenden sachlichen Rechtfertigungsgrund für den Bezugsrechtsausschluss bilden kann, rekurrierende „Zweckentfremdung des Bezugsrechtsausschlusses"[1333] gar nicht erst denkbar, weil der Sache nach schon gar kein Bezugsrechtsausschluss vorliegt. Jedenfalls kann es den soeben erörterten gesetzlichen Wertungen nach in Anbetracht der faktischen Bezugsrechtsgewährung nicht auf einen rechtfertigenden Sachgrund für den rein formal-rechtlichen Bezugsrechtsausschluss ankommen.

(4) Indizwirkung des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG

Letztere Wertung lässt sich schließlich auch aus dem Verweis des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG auf die den erleichterten Bezugsrechtsausschluss regelnde Vorschrift des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG herleiten. Demnach ist ein Bezugsrechtsausschluss iRd. Wiederveräußerung von *Treasury Shares* nämlich kraft gesetzlicher Fiktion sachlich gerechtfertigt,[1334] wenn (1) das

1331 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. iRv. Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

1332 Vgl. hierzu bereits die Ausf. oben in Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

1333 So aber *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a.

1334 Für eine erste Übersicht zu der Streitfrage, ob § 186 Abs. 3 S. 4 AktG den Bezugsrechtsausschluss bei Vorliegen der tatbestandlichen Voraussetzungen stets iSe. unwiderleglichen Vermutung (vgl. hierzu *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 144 (mwN. zum Streitstand in Fn. 677): „vom Gesetzgeber selbst vollzogene Abwägung im Sinne der Vorprägungslehre") rechtfertigt, oder ob es sich

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Veräußerungsvolumen den Umfang von bis zu zehn vom Hundert des Grundkapitals nicht übersteigt, (2) die eigenen Aktien für eine Gegenleistung in Geld veräußert werden und (3) diese Gegenleistung den Börsenpreis[1335] nicht wesentlich unterschreitet.

(a) Börsenkursnaher Ausgabebetrag

Letzteres ist nach dem bereits vorgestellten Verfahren der Referenzpreis-Festsetzung[1336] grundsätzlich ausgeschlossen,[1337] woran auch die in der Praxis gewährten, simultan als Sicherheitsabschlag[1338] sowie als Kaufanreizmarge[1339] (iSe. zusätzlichen Anreizes für die Entscheidung zugunsten der Aktienkomponente) fungierenden Discounts, die idR. bei 2–3 %[1340] liegen, nicht zu rütteln vermögen, sind Unterschreitungen des Börsenpreises um 3 (‚Regelabschlag') bis 5 (‚Obergrenze') Prozentpunkte doch nach

---

vielmehr um eine bloße Vermutungsregelung handelt, es für einen auf die Regelung gestützten Bezugsrechtsausschlusses (im Zweifelsfall) also des Nachweises bedarf, dass die der Norm zugrunde liegenden legitimierenden Wertungsgesichtspunkte in concreto auch vorliegen, s. die Ausf. bei *Ihrig*, in: FS Happ, S. 109, 113 ff.

1335 Aus der Vorgabe, dass die (Wieder-)Ausgabe der eigenen Aktien zu einem Preis zu erfolgen hat, der den Börsenkurs allenfalls unwesentlich unterschreitet, ist abzuleiten, dass es einer Börsennotiz bedarf. Festzustellen ist also ein Börsenpreis iSv. § 24 Abs. 1 BörsG. Der dort niedergelegten Legaldefinition nach ist dies jeder Preis, der für die Aktie während der Börsenzeit im amtlichen Markt, im geregelten Markt oder, wie sich aus § 24 Abs. 1 S. 2 iVm. S. 1 BörsG sowie § 57 Abs. 2 BörsG ergibt, im Freiverkehr ermittelt wird.

1336 Zum Verfahren der Festsetzung des ‚Referenzpreises' s. schon die Ausf. in Fn. 1303.

1337 Zu den Hintergründen des Erfordernisses einer marktnahen Platzierung iRv. Scrip Dividends s. auch bereits die Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(b).

1338 Zum Aspekt von Discounts als Sicherheitsabschlag s. die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(2).

1339 Zur Funktion von Discounts als Kaufanreizmarge s. schon die Nachw. in Fn. 39.

1340 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nahezu einhelliger Auffassung als „unwesentlich“[1341] iSd. Norm zu klassifizieren.[1342]

(b) Volumenmäßige Begrenzung auf max. 10 % des Grundkapitals

Überdies wird die Beschränkung des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses auf Veräußerungsvolumina bis zu 10 % des Grundkapitals für gewöhnlich bereits aufgrund der in § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG statuierten Erwerbsschranke[1343] sowie der Haltebeschränkung in § 71 Abs. 2 S. 1 AktG iVm. der in § 71c Abs. 3 AktG normierten Veräußerungspflicht gewahrt. Zu einem kurzfristig oberhalb dieser Grenze liegenden Bestand an eigens gehaltenen Aktien kann es daher allenfalls vermittels Umwidmungen[1344] kommen.

Sofern jedoch in derartigen Ausnahmefällen transitorische Interimszustände mit die Volumengrenze des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG überschreitenden Beständen an *Treasury Shares* denkbar sein mögen, restringiert bereits

1341 S. Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestages zu dem Entwurf eines Gesetzes für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts, BT-Drs. 12/7848, S. 9. Aus der Lit. anstatt vieler *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 135 mwN. in Fn. 416. Abw. *Lutter*, in: KK², AktG, Nachtrag zu § 186 Rn. 15, der für eine Höchstgrenze von 3 % plädiert; *ders.*, AG 1994, 429, 442. Ähnlich: *Zöllner*, AG 2002, 585, 592. Kritisch bzw. ablehnend gegenüber starren Grenzen: *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 162; *Krause*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 6 Rn. 32a; *Rebmann*, in: Heidel, AktG, § 186 Rn. 63; *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 67, 71; *Schwark*, in: FS Claussen, S. 357, 372. Für eine Konkretisierung de lege ferenda: *Meyer/Weber*, CFL 2012, 249, 252.

1342 Ebenso, wenn auch im Kontext des Scrip Dividend ‚Modells *Telekom*‘: *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 691 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 35: „Dabei stellt die Limitierung des zulässigen Discounts auf 5 % im Grundsatz kein Problem dar, da der Abschlag bei Aktiendividenden nur 2 %-3 % beträgt.“.

1343 IdS. auch *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 136: „Dieser Ausnahmefall beim Bezugsrecht stellt hinsichtlich des Ausgabevolumens bei der Veräußerung eigener Aktien wegen der 10 % Erwerbsgrenze nach Nr. 8 S. 1 und der 10 % Bestandsgrenze nach Abs. 2 S. 1 die Regel dar.“. Ebenso: *Hirsch*, Eigene Aktien, S. 169; *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 71 Rn. 29. Fälschlicherweise davon ausgehend, die 10 % Grenze sei stets gewahrt: *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 71 Rn. 19m; *Lutter/Drygala*, in: KK, AktG, § 71 Rn. 177 f.

1344 S. dazu schon in Kapitel D.III.1.a)cc), dort insbesondere unter (3) und (4).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

das Naturell der hier thematisierten Gestaltung den Umfang der auszugebenden Aktien.

Eine (im Durchschnitt der letzten Jahre) realistische Annahmequote von 45 %[1345] sowie eine hohe(!) Ausschüttungsquote von 5 %[1346] der Marktkapitalisierung unterstellt, werden unter Berücksichtigung eines in bar auszuzahlenden Sockeldividendenanteils von 28 %, der zur idR. erforderlichen Begleichung der KESt dient (eine Ausnahme bildet die Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto nach § 27 KStG[1347]), Aktien im Umfang von ca. 1,6 % des Grundkapitals ausgegeben.[1348]

Selbst bei Zahlung der Dividende aus dem steuerlichen Einlagekonto nach § 27 KStG und einer durchaus optimistischen Annahmequote von 90 % nähme das Ausmaß der Wiederausgabe von Aktien ‚nur' 4,5 % des Grundkapitals an und läge damit weit unter der ‚magischen' 10 %-Grenze des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG.

(c) Ausgabe der *Treasury Shares* gegen Rekompens in Geld

Bedenken bzgl. der Anwendbarkeit der Regelung könnte man allenfalls bzgl. der legislatorischen Vorgabe „gegen Bareinlagen" hegen, die im Kontext der Verweisung aus § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG iSe. Gegenleistung in Geld zu interpretieren ist[1349].

1345 Vgl. hierzu auch die Übersicht in Kapitel C.III.1.

1346 S. *v. Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2.

1347 S. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.d)aa)bbb).

1348 Ganz ähnlich, wenn auch freilich mit Blick auf das Scrip Dividend ‚Modell *Telekom*': *v. Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2, die vorrechnen, dass dieses iRd. Offerte einer Scrip Dividend. idR. ca. 1,5 % des Grundkapitals beträgt. Vgl. ferner auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 und 691 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 17, 35, die im vorerwähnten Kontext formulieren, dass sich die entsprechenden Volumina der Kapitalerhöhungen zwischen 2–3 % (S. 688 bzw. Rn. 17) bzw. „in der Größenordnung von ca. 3 %" (S. 691 bzw. Rn. 35) des Grundkapitals bewegt haben.

1349 S. bspw. *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 134; *Gehling*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 32 Rn. 14; *Reichert/Harbarth*, ZIP 2001, 1441, 1442, dort unter 2.1. a.E.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(aa) Nähe zur Ausgabe gegen Sacheinlagen

In diesem Bezugsrahmen liegt, vom tradierten Verständnis des deutschen Aktienrechts herkommend, demnach es sich bei der Einbringung von Forderungen des Inferenten gegen die Gesellschaft um Sacheinlagen handelt,[1350] der Gedanke nicht allzu fern, es handle sich bei der wahlweisen Ausschüttung von *Treasury Shares* anstatt der Leistung einer Bardividende (vgl. §§ 262 ff. BGB) um die Ausgabe eigener Aktien gegen Sachleistung, wobei letztere in Form der Einbringung der Dividendenforderung als Sacheinlage erfolgt.

(bb) Wahlschuld iSd. §§ 262 ff. BGB

Diese Sicht der Dinge würde allerdings das der in diesem Kapital vorgestellten Strukturierungsvariante zugrundeliegende dogmatische Konzept der Wahlschuld iSd. §§ 262 ff. BGB, genauer: deren Wesen als Alternativobligation,[1351] verkennen.

1350 Grundlegend hierzu aus der Rspr. RG, Urt. v. 04.07.1898 – VI 104/98, RGZ 42, 1, 4; BGH, Urt. v. 13.10.1954 – II ZR 182/53, NJW 1954, 1842, 1843 ff.; BGH, Urt. v. 15.01.1990 – II ZR 164/88, NJW 1990, 982 ff. Spezifisch zur Einbringung von Gewinnausschüttungsansprüchen im Wege einer verdeckten Sacheinlage zuletzt OLG Dresden, Urt. v. 12.01.2017 – 8 U 332/16, NZG 2017, 985 ff. Hierzu aus der älteren Rspr. BGH, Urt. v. 18.02.1991 – II ZR 104/90, AG 1991, 230 ff.; BGH, Beschl. v. 04.03.1996 – II ZB 8/95, BGHZ 141, 143 ff.; BGH, Urt. v. 26.05.1997 – II ZR 69/96, NJW 1997, 2516 f.; BGH, Urt. v. 02.12.1999 – IX ZR 415/98, NJW 2000, 725, 726. Aus der Lit. e.g. *Crezelius*, ZIP 1991, 499, 502 f.; *Drygala*, in: KK, AktG, § 66 Rn. 23; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 183 Rn. 78, 118; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 66 Rn. 7, 9; *Habersack/Weber*, ZGR 2014, 509, 516; *Katzenstein*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 27 Rn. 29, 153; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 66 Rn. 4; *Lange*, in: Hennsler/Strohn, GesR, § 66 Rn. 5; *Lutter*, in: KK², AktG, § 183 Rn. 30; *Pentz*, in: MüKo, AktG, § 27 Rn. 198; *Schall*, in: GK, AktG, § 27 Rn. 181 ff., 282, 308; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 79; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 183 Rn. 15; *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 188 Rn. 77; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 183 Rn. 4; *Verse*, ZGR 2012, 875, 892 f.; *Westermann* in: Bürgers/Körber, AktG, § 66 Rn. 6. Zu den Besonderheiten bei stillen Beteiligungen und partialischen Darlehen *Ekkenga*, ZGR 2009, 581, 589 ff. AA.: *Cahn/Simon/Theiselmann*, CFL 2010, 238, 249 f.; Meilicke, DB 1995, 1061; *Wansleben*, WM 2012, 2083, 2091 f. S. ferner auch die Ausf. bei *Geßler*, in: FS Möhring, S. 173, 199 ff.; unklar ob für Bar- oder Sacheinlage: *Karollus*, ZIP 1994, 589, 596 ff.

1351 *Schulze*, in: NK, BGB, § 262 Rn. 2; *Stadler*, in; Jauernig, BGB-Komm., § 262 Rn. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

IRe. Wahlschuld iSd. §§ 262 ff. BGB werden nämlich mehrere verschiedene, als spezifizierte Einzelleistungen gedachte, Leistungen (hier: Bardividende oder Sachdividende in Form der Ausschüttung eigener Aktien der Gesellschaft) in der Weise geschuldet, dass nach späterer Wahl des Schuldners (oder Gläubigers) nur eine, namentlich die gewählte, zu bewirken ist.[1352] Es handelt sich um einen einheitlichen Anspruch mit alternativem Inhalt.[1353]

Folglich steht dem jeweiligen Anteilseigner entweder eine Bar- oder eine Sachdividende zu. Entscheidet sich der jeweilige Aktionär hiernach dafür, die Sachdividendenkomponente zu beanspruchen, stehen ihm insoweit, vorbehaltlich des Zugangs der Bezugserklärung bei der Gesellschaft innerhalb der Bezugsfrist sowie vorbehaltlich einer lediglich teilweisen Berücksichtigung von Bezugserklärungen,[1354] gerade keine Bardividendenansprüche zu, die er erst noch gegen Aktien ‚eintauschen' müsste. Vielmehr erwirbt er infolge entsprechender Ausübung des Wahlrechts einen originären, auf dem Hauptversammlungsbeschluss gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 2, 58 Abs. 3 AktG iVm. § 58 Abs. 5 AktG iVm. der aktionärsseitigen Ausübung des Wahlrechts fußenden, Anspruch auf Lieferung von *Treasury Shares*.

Eine Gegenleistung, auf deren Wesen § 186 Abs. 3 S. 4 AktG abstellt, erhält die Gesellschaft für die Lieferung der eigenen Aktien an den dividendenberechtigten Aktionär also gerade nicht, wobei sie durch Lieferung derselben aber freilich von der korrespondierenden Verpflichtung zu diesem Tun frei wird. Die in Bezug genommene Befreiung von der Pflicht zur Bewirkung der geschuldeten Leistung erlangt die Gesellschaft indessen nicht vermittels Leistung des Aktionärs, sondern ex lege, vgl. § 362 Abs. 1 BGB. Ein von § 186 Abs. 3 S. 4 AktG in Bezug genommener Rekompens existiert in der vorliegenden Konstellation schlichtweg nicht, ‚liquidiert' der Aktionär doch lediglich seinen Anspruch auf Dividende.

1352 S. *Krüger*, in: MüKo, BGB, § 262 Rn. 2; *Lorenz*, in: BeckOK, BGB, 55. Ed., Stand: 01.08.2020, § 262 Rn. 2; *Schulze*, in: NK, BGB, § 262 Rn. 2; *Stadler*, in; Jauernig, BGB, § 262 Rn. 1.

1353 Aus der Rspr. OLG Köln, Urt. v. 19.04.1991 – 19 U 163/90, VersR 1993, 322. Aus der Lit.: *Krüger*, in: MüKo, BGB, § 262 Rn. 2; *Lorenz*, in: BeckOK, BGB, 55. Ed., Stand: 01.08.2020, § 262 Rn. 2; *Schulze*, in: NK, BGB, § 262 Rn. 2; *Stadler*, in; Jauernig, BGB, § 262 Rn. 1.

1354 Vgl. hierzu bereits die Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb)ccc).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(cc) Zwischenfazit

Die Zweifelsfrage, ob § 186 Abs. 3 S. 4 AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG) auf die präsent thematisierte Strukturierungsvariante einer Wahldividende applikabel ist oder ob dessen Anwendung an vorbezeichneter tatbestandlicher Restriktion des Anwendungsbereichs der Norm scheitern muss, bleibt hiernach also ungeklärt im Raum stehen.

(dd) Historie & Telos des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG

Aufschlussreich sind in diesem Sachzusammenhang aber sowohl die Historie des Gesetzgebungsverfahrens zu § 186 Abs. 3 S. 4 AktG als auch die idR. angestrengten teleologischen Erwägungen.

So vermag die Beschränkung des (originären) Anwendungsbereichs des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses auf Barkapitalerhöhungen (vgl. den Wortlaut „gegen Bareinlagen") unter Berücksichtigung der in den Gesetzgebungsmaterialien propagierten Zielsetzung einer Liberalisierung des Bezugsrechtsausschlusses zum Zwecke der Erleichterung der Unternehmensfinanzierung per Eigenkapitalaufnahme[1355] durchaus zu überraschen, könnten die Übrigen, den Schutz der ‚übergangenen' Aktionäre sichernden, Voraussetzungen der Norm doch ebenso iRd. Einbringung von Sacheinlagen erfüllt werden.[1356]

Und auch die nachträglich unter Rekurs auf den Zweck der Einfügung des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG geführte Argumentation zur Begründung dieser Restriktion, derer nach Sachkapitalerhöhungen dem Zwecke der Unternehmensfinanzierung nicht dienlich sein sollen,[1357] ist letztlich wenig überzeugend, werden Barkapitalerhöhungen in der Praxis doch kaum je mit der Zielsetzung vorgenommen, die eingeworbenen Mittel langfristig zur Erzielung von Zinserträgen am Kapitalmarkt anzulegen, sondern iaR. zum Zwecke Investitionsfinanzierung, mithin zum Erwerb von Sachgegenständen, durchgeführt.[1358]

1355 Begr. Initiativentwurf, BT-Drs. 12/6721, S. 10.

1356 Vgl. hierzu auch *Hirte*, ZIP 1994, 356, 358; *Ihrig*, in: FS Happ, S. 109, 111; *Martens*, ZIP 1994, 669, 677.

1357 So aber *Hirte*, ZIP 1994, 356, 358; *Marsch-Barner*, AG 1994, 532, 534; *Seibert*, ZIP 1994, 914, 915 f.; *ders.*, kleine AG, Rn. 226.

1358 So auch *Ihrig*, in: FS Happ, S. 109, 111.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Überdies fällt es aber auch spezifisch vor dem Hintergrund der Faktizität, dass die Gesetzessystematik Sacheinlagen und Geldeinlagen (abgesehen von der bestehenden Notwendigkeit einer Bewertung der Sacheinlagegegenstände) holotisch gleichstellt, überaus schwer, Sachkapitalerhöhungen deren Finanzierungsfunktion abzusprechen.[1359] Insofern verdient es besondere Hervorhebung, dass der ursprüngliche Gesetzesentwurf eine derartige Restriktion des Anwendungsbereichs des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG auch gar nicht vorsah, sondern vielmehr die Bar- und Sacheinlagen umfassende Formulierung „gegen Einlagen" enthielt.[1360]

Gleichsam handelt es sich hierbei um eine bewusste, unumgänglich zu respektierende, legislatorische Wertungsentscheidung,[1361] die sich schließlich ob aller Kritik hieran,[1362] durchaus stringent begründen lässt.

(ee) Maßgebliche gesetzgeberische Wertungsentscheidungen

So erfährt die Zulässigkeit des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses iRd. Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen ihre Legitimation nach der Vorstellung des Gesetzgebers dadurch, dass schützenswerte Belange der Altaktionäre iRe. solchen nicht tangiert werden.

Bei dieser Annahme handelt es sich auch nicht um eine bloße Schimäre, vielmehr gründet vorerwähnter Wertungsgedanke seinerseits auf zwei gleichmäßig stützenden Pfeilern, nämlich dass (1) eine signifikante Verwässerung des Anteilswerts durch Kursverluste in Anbetracht der vorgese-

---

1359 So auch *Ihrig*, in: FS Happ, S. 109, 111.

1360 Begr. Initiativentwurf, BT-Drs. 12/6721, S. 3, 10. Ersichtlich erst auf den Hinweis *Hirtes* (vgl. *Hirte*, ZIP 1994, 356, 358) hin erfolgte die explizite Beschränkung des Anwendungsbereichs des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG auf Barkapitalerhöhungen.

1361 AllgM. Vgl. z.B. OLG München, Beschl. v. 24.11.1994 – 7 U 2389/94, AG 1995, 231. Aus der Lit.: *Blanke*, BB 1994, 1512; *Ihrig*, in: FS Happ, S. 109, 111; *Lutter*, AG 1994, 429 ff., 441; *Marsch-Barner*, AG 1994, 532, 534; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 130 mwN. in Fn. 399; *Schumann*, Bezugsrecht, S. 210; *Seibert*, ZIP 1994, 914, 915 f.; *ders.*, kleine AG, Rn. 226. Kritisch zu der Beschränkung: *Ihrig*, in: FS Happ, S. 109, 111 f. Rechtfertigend: *Hirte*, ZIP 1994, 356, 358; *Marsch-Barner*, AG 1994, 532, 534; *Schumann*, Bezugsrecht, S. 209; *Seibert*, ZIP 1994, 914, 915 f.; *ders.*, kleine AG, Rn. 226. Iin der Unternehmenspraxis scheint man die Norm – wohl aufgrund der nachfolgend erwähnten Umstände – offenbar vereinzelt für iRv. Sachkapitalerhöhungen anwendbar zu halten, vgl. hierzu e.g. *Schumann*, Bezugsrecht, S. 210 mwN. in Fn. 699.

1362 Vgl. bspw. *Ihrig*, in: FS Happ, S. 109, 111.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

henen börsenkursorientierten Emission nicht zu besorgen, das Bezugsrecht für die Altaktionäre mithin wirtschaftlich wertlos und funktionslos ist,[1363] sowie (2) eine relevante Quoteneinbuße, mithin die Gefahr einer Verwässerung der Stimmrechte, infolge der den (Alt-)Aktionären eröffneten – und angesichts des auf 10 % des Grundkapitals restringierten Erhöhungsvolumens auch zumutbaren – Möglichkeit des beteiligungswahrenden Zukaufs am Zirkulationsmarkt zu vergleichbaren Bedingungen wie unter Gewährung eines Bezugsrechts (teilweise wird in diesem Kontext auch von einem ‚faktischen Bezugsrecht'[1364] gesprochen) ausscheidet[1365].

IRv. Sachkapitalerhöhungen hingegen findet sich letztere Prämisse iaR. nicht gegeben,[1366] dürften Scheinleger doch kaum an der Veräußerung der als Rekompens für die Einbringung des Sachwerts gewährten Aktien über die Börse interessiert sein, hätten sie doch andernfalls sogleich auf Rekompens in Geld bestehen können.[1367] Dermaßen entsteht mangels zusätzlich generierter Handelsliquidität auch keine – mehr oder minder gesicherte – Zukaufsmöglichkeit zugunsten der infolge des Bezugsrechtsausschlusses ‚übergangenen' (Alt-)Aktionäre, sodass die Beschränkung des Anwendungsbereichs auf Barkapitalerhöhungen vor diesem Hintergrund durchaus zu überzeugen vermag.[1368]

1363 Begr. Initiativentwurf, BT-Drs. 12/6721, S. 10. Vgl. hierzu auch die Zusammenfassung von *Ekkenga*, in: VGR 2001, S. 77, 80 ff. sowie *Kübler*, ZBB 1993, 1, 5 ff.

1364 Die Bezeichnung stammt von *Hoffmann-Becking*, in: FS Lieberknecht, S. 25, 27 und wurde seither zahlreich übernommen, so z.B. vom OLG München, Urt. v. 01.06.2006 – 23 U 5917/05, ZIP 2006, 1440, 1443. Im vorstehenden Sinne bspw. auch *Martens*, in: FS Bezzenberger, S. 267, 278: „faktisch bestehendes Bezugsrecht"; *Krause*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 6 Rn. 29. Kritisch demgegenüber: *Zöllner*, AG 2005, 585, 592: „Die Möglichkeit des Zukaufs am Kapitalmarkt gar als ‚faktisches Bezugsrecht' zu bezeichnen, ist – abgesehen von der contradictio in adjecto – eine schlimme Camouflage. Zukaufsmöglichkeiten am Kapitalmarkt haben mit einem Mitgliedschaftsrecht nicht die geringste Parallele.".

1365 Vgl. Begr. Initiativentwurf, BT-Drs. 12/6721, S. 10: „Das Gesetz unterstellt damit, daß [sic.] in diesen Fällen [gemeint sind Kapitalerhöhungen mit einem Volumen <10 %] stets ein Nachkauf zur Erhaltung der relativen Beteiligung über die Börse möglich ist.". Zur Kritik hieran vgl. den Nachw. in Fn. 1364 a.E.

1366 *Schumann*, Bezugsrecht, S. 210.

1367 *Schumann*, Bezugsrecht, S. 210.

1368 *Schumann*, Bezugsrecht, S. 210.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(ff) Übertragung der Erkenntnisse

Diese Erkenntnisse sind im Hinblick auf die vorliegend präsente Frage der Anwendbarkeit des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG) iRd. Ausschüttung von *Treasury Shares* iRe. Wahldividende schließlich dergestalt fruchtbar zu machen, als zuvörderst festzuhalten ist, dass die die Normkonzeption leitenden und prägenden gesetzgeberischen Vorstellungen insofern nicht auf das Rechtskonstrukt der Wahldividende übertragbar sind, als dass – die Dividendenberechtigung des gesamten Aktionariats vorausgesetzt – ohnehin sämtliche Aktionäre die Ausschüttung eigener Aktien beanspruchen können, indem sie iRd. Ausübung ihres Wahlrechts dahingehend optieren.

Infolge ist mit Blick auf die vorbezeichnete Quotenverwässerungsgefahr, bzgl. derer der Gesetzgeber Altaktionäre im Falle des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG letztlich auf (von *Hoffmann-Becking* und Konsorten[1369] unter heftiger Kritik[1370] als ‚faktisches Bezugsrecht' klassifizierte) Zukaufsmöglichkeiten am Zirkulationsmarkt verweist, zu konstatieren, dass die iRd. wahlweise offerierten Sachdividende auszugebenden eigenen Aktien ohnehin nur vom dividendenberechtigten Aktionariat bezogen werden können,[1371] der thematisierte Bezugsrechtsausschluss also sichtlich nicht mit dem Ziel erfolgt, die Altaktionäre zu übergehen.

Im Übrigen besteht das klassischer Weise als ‚Gefahr der Verwässerung des Anteilswerts' bezeichnete Risiko, dass sich Dritte auf Kosten der Altaktionäre verbilligt in die Gesellschaft einkaufen, in dieser Konstellation ebenfalls nicht, werden doch schließlich keine Aktien ausgegeben werden, die nicht in den Depots der (Alt-)Aktionäre landen.

Wenn es aber als Konsequenz des Bestehens eines ‚faktischen Bezugsrechts'[1372] in Form der Wahlmöglichkeit gar nicht erst der Generierung einer marktlichen Zukaufsmöglichkeit bedarf, die den (Alt-)Aktionären Gelegenheit zum Quotenerhalt gibt, entbehrt auch die Restriktion des Anwendungsbereichs des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG auf Barkapitalerhöhungen jeglicher sachlichen Rechtfertigung. Dies anbelangend ist nämlich die ‚üb-

1369 Vgl. die Nachw. in Fn. 1364.

1370 Vgl. den Nachw. in Fn. 1364 a.E.

1371 Hierzu auch schon die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(3).

1372 In dieser Konstellation existiert tatsächlich eine Rechtsposition, die die Bezeichnung ‚faktisches Bezugsrecht' (im Unterschied zur bloßen Zukaufsmöglichkeit am Markt, die verschiedentlich auch als ‚faktisches Bezugsrecht' bezeichnet wird, vgl. hierzu die Nachw. in Fn. 1364) verdient. Vgl. hierzu auch bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(3).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

liche' Gefährdungslage, die den Gesetzgeber zu der tatbestandlichen Restriktion „gegen Bareinlagen" veranlasst hat, eine ganz andere.

Ferner ist in diesem Sachzusammenhang festzuhalten, dass es aus wirtschaftlicher Sicht mit Blick auf den Grund für die Einführung des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG, namentlich die Erleichterung der Unternehmensfinanzierung durch Eigenkapitalaufnahme, keinen Unterschied macht, ob zunächst eine Bardividende ausgeschüttet und der Liquiditätsabfluss im Anschluss hieran qua derivativer Veräußerung eigener Aktien kompensiert wird, oder ob eine Ausschüttung von Barmitteln gar nicht erst stattfindet, weil die Gewinnbeteiligungsansprüche der Aktionäre vermittels Hingabe von Aktien aus dem Eigenbestand der Gesellschaft befriedigt werden.

In ersterer Konstellation wäre § 186 Abs. 3 S. 4 AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG) iRd. Wiederveräußerung der eigenen Aktien – freilich das Vorliegen der übrigen tatbestandlichen Voraussetzungen der Norm präsupponierend – aber unzweifelhaft anwendbar. Die den vereinfachten Bezugsrechtausschluss legitimierenden Wertungsgesichtspunkte fokussierend, kann in Bezug auf die Anwendbarkeit der Regelung auf die präsent thematisierte Gestaltung a maiore ad minus aber nichts anderes gelten, wird die Gefahr einer Verwässerung der Stimmrechtsquote iRd. Wiederausgabe eigener Aktien doch nach der hier vertretenen Ansicht schon gar nicht virulent.[1373]

Diesen, der Regelung des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG zugrunde liegenden, teleologischen Wertungen folgend und dementsprechend von der Anwendbarkeit der Norm auf die Wiederausgabe eigener Aktien iRe. wahlweisen Sachdividende ausgehend, liegen die Voraussetzungen des erleichterten Bezugsrechtausschlusses – mit Ausnahme der qualifizierten Beschlussmehrheit von 75 % des vertretenen Grundkapitals – in den betreffenden Konstellationen stets vor, sodass der § 186 Abs. 3 S. 4 AktG immanente Rechtsgedanke eine sachliche Rechtfertigung entsprechender Bezugsrechtsausschlüsse impliziert.

(5) Die Vermeidung von Spekulationen & Wertschwankungen als den (‚bloß' formal-rechtlichen) Bezugsrechtsausschluss rechtfertigender Sachgrund

Vermag man der bisherigen Argumentation hingegen nicht zu folgen, so wäre schließlich die Frage zu konfrontieren, ob die Vermeidung von Spe-

1373 Hierzu schon die Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb)(3)(a).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

kulationen und Wertschwankungen (nicht ohnehin) einen den Bezugsrechtsausschluss rechtfertigenden Sachgrund bildet.

Diesbezüglich ist primär zu konstatieren, dass ein Bezugsrechtsausschluss die Gesellschaft von der Anwendung der den Platzierungsprozess verlangsamenden Vorschriften des § 186 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 AktG befreit und diese so zur schnellen und flexiblen Anteilsplatzierung befähigt. Letzteres wiederum führt seinerseits dazu, dass der Gesellschaft eine börsenkursnahe Emission, mithin eine Maximierung des Platzierungserlöses qua Minimierung des sonst erforderlichen, der Möglichkeit eines Kursrückgangs (während der aktienrechtlich durch § 186 Abs. 1 S. 2 AktG vorgegebenen, mindestens zwei Wochen langen Bezugsfrist bzw. während der Dreitagesfrist nach Bekanntgabe des Bezugspreises im Falle der Inanspruchnahme der flexibleren (Preisfestsetzungs-)Bedingungen des § 186 Abs. 2 S. 2 AktG) Rechnung tragenden, Platzierungsabschlags, ermöglicht wird.[1374]

Damit liegt ein Bezugsrechtsausschluss also jedenfalls im Interesse der Gesellschaft und bildet dergestalt auch ein in der Praxis häufig anzutreffendes Motiv für die Durchführung bezugsrechtsfreier Kapitalerhöhungen.[1375]

Doch mag man, den Betrachtungsfokus auf eine weit verbreitete Ansicht[1376] legend, derer nach das Ziel der Maximierung des Platzierungserlöses allein einen Bezugsrechtsausschluss nur selten sachlich zu rechtfertigen

---

1374 Zu den Hintergründen sowie der Erforderlichkeit eines Platzierungsabschlags s. die Ausf. bei *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 37; *Hein*, WM 1996, 1, 2; *Meyer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 7 Rn. 29 verweist auf Abschläge von bis zu 25 %, ggf. sogar exorbitanten 40 % (so bei der Kapitalerhöhung der Allianz AG im April 2003) zum sog. *theoretical ex rights price*. Ähnlich: *Schäcker/Kunze/Johannson*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 2 Rn. 71, die bzgl. traditioneller deutscher Bezugsrechtskapitalerhöhungen einen durchschnittlichen Kursabschlag von ca. 20–35 % konstatieren. *Seibt*, BZ 112/2010, 2 nennt für die Zeit nach Beginn der globalen Finanzmarktkrise gar Regelabschläge von 30–35 %. In letzterem Sinne auch *Schlitt/Schäfer*, CFL 2011, 410, dort mit Fn. 7. S. in diesem Sachzusammenhang auch schon die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(2).

1375 Vgl. z.B. *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 37; *Meyer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 7 Rn. 28, 29; *ders./Weber*, CFL 2012, 249, 250 ff.

1376 So e.g. *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 67; *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 85; *Dürr*, in: Wachter, AktG, § 186 Rn. 23; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 33; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 186 Rn. 43; *Rebmann*, in: Heidel, AktG, § 186 Rn. 45; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 186 Rn. 63; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG,

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

vermag, dennoch geneigt sein, *Koch*, der in einem Ausschluss des Bezugsrechts zum Zwecke der Vermeidung von Wertschwankungen (und Spekulationen?) innerhalb der von § 186 Abs. 2 S. 2 AktG vorgesehen Frist, die es entsprechend der Ausführungen in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(1) auch iRd. Wiederausgabe eigener Aktien einzuhalten gilt, eine nicht unbedenkliche Zweckentfremdung des Bezugsrechtsausschlusses sieht,[1377] durchaus beizupflichten geneigt sein.

Den Vertretern vorerwähnter Auffassung nach ist die Gesellschaft zum Zwecke der Erzielung eines möglichst hohen Emissionskurses nämlich primär auf die Möglichkeit des vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses nach § 186 Abs. 3 S. 4 AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG) zu verweisen sowie es ihr im Falle von weitergehendem, das gemäß vorerwähnter Regelung zulässige Kapitalerhöhungsvolumen von 10 % überschreitendem, Kapitalbedarf vorrangig zuzumuten ist, dem Aktionariat die neuen Anteile zu dem in Aussicht genommenen Ausgabekurs anzubieten und die Bezugsfrist abzuwarten.[1378]

Wie sich bereits aus dem Vorstehenden ergibt ist eine solche Sicht der Dinge aber keinesfalls unstreitig.[1379] Der Diskurs um die Frage, ob ein Bezugsrechtsausschluss mit dem Streben nach einem möglichst hohen Ausgabebetrag gerechtfertigt werden kann, hat sich nämlich nicht, wie *Schröer/Heusel*[1380] implizieren, durch Implementierung des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG dergestalt erledigt, dass eine Rechtfertigung nur in der vom Gesetzgeber gezogenen ‚10 %-Grenze' in Betracht kommt, darüber hinaus aber nicht. So findet sich die Ansicht, dass ein Bezugsrechtsausschluss auch da-

---

§ 186 Rn. 113. Eingängig auch *Lutter*, in: KK, AktG, § 221 Rn. 69, dort allerdings im Kontext von Wandel- und Optionsanleihen.

1377 S. *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a.

1378 S. bereits die Nachw. in Fn. 1376.

1379 S. *Hefermehl/Bungeroth*, in: G/H/E/K, § 186 Rn. 130; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 119i; *Timm*, DB 1982, 211, 215; Differenzierend hingegen: *Pfeifer*, in: MüKo[3], AktG, § 186 Rn. 95, demnach ein Bezugsrechtsausschluss durch Erzielung eines höheren Ausgabekurses und korrespondierenden konkretem Finanzierungsbedarf zu rechtfertigen sein soll. Dafür, dass ein hoher bzw. höherer Ausgabekurs einen Bezugsrechtsausschluss jedenfalls in Sanierungssituationen zu rechtfertigen vermag, wenn in concreto Anhaltspunkte dafür bestehen, dass ein entsprechend hoher Kurs bei den Aktionären nicht zu erzielen war,: *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 33 mwN. aus der Rspr.; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 186 Rn. 43; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 113. Ebenso: aus der Rspr.: BGH, Urt. v. 19.04.1982 – II ZR 55/81, NJW 1982, 2444, 2446.

1380 *Schröer/Heusel*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV, § 20 Rn. 64.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

rin seine Apologie finden kann, dass die Aktiengesellschaft infolge iRd. Emission der jungen Aktien einen höheren Ausgabekurs erzielt, durchaus weiterhin vertreten.[1381]

Eben diesem Bestreben dient aber schließlich auch der präsent thematisierte Bezugsrechtsausschluss iRd. Wiederausgabe eigener Aktien iRe. Wahldividendenofferte: Auch in dieser Konstellation soll der Ausschluss des Bezugsrechts ein Auseinanderfallen von Stichtag und Pricing vermeiden, um auf diese Weise Spekulationen und Wertschwankungen während der Bezugsfrist zu verunmöglichen, sodass der Sicherheitsabschlag gering ausfallen kann, wodurch schließlich eine Maximierung des Wiederausgabeerlöses erreicht wird.

So also mittels des Bezugsrechtsausschlusses unzweifelhaft im Interesse der Gesellschaft stehende Belange verfolgt werden, kommt es entscheidend darauf an, ob das gesellschaftliche Interesse an der Erlösmaximierung (iRd. Aktienplatzierung) das diesem (im Kontext der Beurteilung der sachlichen Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses iRe. Verhältnismäßigkeitsprüfung) gegenüberzustellende Interesse der Aktionäre überwiegt.

Diesbezüglich darf zunächst nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Maximierung des Wiederausgabeerlöses grundsätzlich nicht nur im Interesse der Gesellschaft, sondern auch in dem des Aktionariats, liegt.

Ausschlaggebend ist aber mit Blick auf die spezifische Situation iRe. Wahldividendenofferte erneut, dass den (Alt-)Aktionären faktisch ein Bezugsrecht gewährt wird, final also keine Aktien ausgegeben werden, die nicht in den Depots der bezugsberechtigten (Alt-)Aktionäre landen.

So nämlich die klassischerweise iRv. Kapitalerhöhungen existierenden Gefahren infolge vorbezeichneter Faktizitäten nicht bestehen und das Interesse der Aktionäre an einer (formalen) Bezugsrechtsgewährung aufgrund des faktisch gewährten Bezugsrechts nicht zum Tragen kommt, kann man sich freilich guten Gewissens auf den Standpunkt stellen, dass die Intention der Maximierung des Platzierungserlöses einen Ausschluss des Bezugsrechts in der präsent thematisierten Konstellation zu rechtfertigen vermag.

1381 So jedenfalls in der aktuellen Kommentarlit. *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 119i. Für weitere Nachw. aus der älteren Lit. s. schon bei Fn. 1379.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(6) Conclusio

Nach alledem ist der vorliegend thematisierte, unter Gewährung eines ‚faktischen Bezugsrechts' erfolgende, ‚bloß' formal-rechtliche Bezugsrechtsausschluss zu dem Zwecke, die Wahldividende zu flexibleren (Preisfestsetzungs-)Bedingungen umsetzen zu können, unter Fokussierung der hinter der Bezugsrechtsgewährung stehenden teleologischen Erwägungen ohne Weiteres zulässig, werden die Interessen der (Alt-)Aktionäre doch in der präsent thematisierten Konstellation schlichtweg nicht gefährdet, sodass es auch nicht des Eingriffs der ‚Schutzmechanismen' der Abs. 3 und 4 des § 186 AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG) bedarf.

Dies unterstreicht schließlich, wie vorgehend aufgezeigt, auch die legislatorische Wertungsentscheidung aus § 186 Abs. 3 S. 4 AktG.

Und selbst wenn man all dies für nicht überzeugend halten wollte, dürfte die Vermeidung von Spekulationen und Wertschwankungen jedenfalls einen den ‚rein' formal-rechtlichen Bezugsrechtsausschluss rechtfertigenden Sachgrund bilden, sodass nach hier vertretener Ansicht keine Zweifel an der Zulässigkeit des präsent thematisierten Vorgehens bestehen.

ee) Distributions- & Bezugsbeschränkungen zulasten ‚ausländischer'[1382] Aktionäre als faktischer Bezugsrechtsausschluss[1383]/willkürliche Ungleichbehandlung

Im Gegensatz zum vorgehend thematisierten Bezugsrechtsausschluss zu dem Zwecke der Inanspruchnahme flexiblerer (Preisfestsetzungs-)Bedingungen, dessen Nutzwert stets von der aktuellen Kapitalmarktsituation sowie der Grundvolatilität der jeweiligen Aktie abhängt, dürfte sich die Vorsehung von Distributions- und/oder Verkaufs- bzw. Bezugsbeschränkungen iaR. empfehlen.

1382 Im gegenwärtigen Sachzusammenhang definiert sich die Eigenschaft ‚ausländisch' in Anbetracht der im Folgenden erörterten Zielsetzung von Distributions- bzw. Bezugsbeschränkungen nach dem jeweiligen Anknüpfungspunkt (bspw. Wohnsitz, Sitz oder gewöhnlicher Aufenthalt), den das betreffende konfligierende Drittstaatenrecht für dessen extraterritoriale Anwendung wählt. So der Begriff im Folgenden verwendet wird, ist er folglich idS. zu interpretieren.

1383 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. iRv. Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aaa) Sinn & Zweck von Distributions- bzw. Bezugsbeschränkungen

Dies deshalb, weil es zwar bzgl. des rechtlichen Bestehens der mitgliedschaftlichen Rechtsposition unerheblich ist, ob die an einer deutschen Aktiengesellschaft beteiligte (rechtsfähige) Person bzw. Gesellschaft ihren Wohnsitz oder gewöhnlichen Aufenthalt bzw. Sitz im Ausland hat, oder ob die betreffende Person eine ausländische Staatsangehörigkeit führt.

Doch kann spezifisch ersterer Umstand infolge hieran anknüpfender unterschiedlicher, die Zulässigkeit der sowie die Anforderungen an die Verbreitung von Informationen über die Offerte von Wertpapieren im Wege von Anzeigen oder Aktionärsrundschreiben betreffender, Faktizitäten der nationalen Rechtsordnungen tangierter Jurisdiktionen ohne Vornahme eines entsprechenden Bezugsrechtsausschlusses zu einem eklatanten Problem mit schwerwiegenden Konsequenzen für die emittierenden Gesellschaften mutieren.[1384]

Letzteres aus dem Grunde, dass zahlreichen ausländischen Rechtsordnungen sog. *long-arm statutes* immanent sind, die die extraterritoriale Anwendung nationaler Wertpapiervorschriften bzw. nationalen Kapitalmarktrechts anordnen,[1385] während letztere bzw. letzteres ihrerseits bzw. seinerseits iaR. vorsehen bzw. vorsieht, dass die Veröffentlichung bzw. Verbreitung eines Bezugsangebots in dem betreffenden Land bzw. die Übermittlung, Verbreitung oder Weiterleitung eines Bezugsangebots an Staatsangehörige des jeweiligen Landes bzw. an Personen/Institutionen mit Wohnsitz oder gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in dem jeweiligen Land in zusätzlichen Belastungen und Risiken (wie Prospektpflicht und -haftung) für die emittierende Gesellschaft resultiert.[1386]

1384 Vgl. anstatt vieler *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 100 ff.

1385 Dergestalt sehen z.B. das US-amerikanische (dazu im Nachfolgenden) sowie auch das australische, japanische (s. hierzu auch die tiefergehenden Ausf. bei *Schulte*, Aktienemissionsmarkt, S. 110 ff., dort insbesondere mit Fn. 150) und kanadische Kapitalmarktrecht gegenüber den Vorsehungen des deutschen Rechts zusätzliche Anmelde- bzw. Genehmigungs- und/oder Publikationserfordernisse vor, vgl. e.g. *Aha*, AG 2002, 313, 324; *Krause*, ZHR 2017, 641, 648 f.; *Schulte*, Aktienemissionsmarkt, S. 110 ff. mwN. in den zugehörigen Fn.

1386 Hierzu e.g. *Aha*, AG 2002, 313, 325; *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 48 f.; *Bungert/Paschos*, DZWir 1995, 221, 232 f.; *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 50 f.; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 120, 243; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 104 ff.; *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 49; *Krause*, ZHR 2017, 641, 648 f.; *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2342 f.; *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 156 ff.; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 691; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 113;

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

So klassifizieren exempli gratia das US-amerikanische (Bundes-)Recht sowie die in den Einzelstaaten geltenden Wertpapiergesetze[1387] (*blue sky laws*) jedes Angebot von Aktien an Anteilseigner mit (Wohn-)Sitz in den USA bzw. in einem Einzelstaat der USA als prospektpflichtiges öffentliches Angebot, das – es sei denn, die (engen) Voraussetzungen eines Befreiungstatbestandes greifen[1388] – mit einer Registrierungspflicht bei der United States Securities and Exchange Commission (SEC) sowie einer solchen bei den zuständigen Wertpapieraufsichtsbehörden der tangierten Einzelstaaten einhergeht.[1389]

Hiermit wiederum korrespondieren nicht nur weitreichende, dem deutschen Recht fremde,[1390] Offenlegungspflichten.[1391] Vielmehr sind entspre-

---

Vaupel/Reers, AG 2010, 93, 97; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 467; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 181.

1387 S. hierzu auch die Ausf. *Fraune*, Börsennot., S. 1, 17 = *ders.*, RIW 1994, 126, 127, 133.

1388 Die gemäß Section 5 des Securities Act of 1933, 15 U.S. Code, § 77e iRe. Platzierung von Aktien in den USA erforderliche Registrierung bei der SEC kann unter bestimmten Voraussetzungen vermieden werden. Die für ausländische Unternehmen bedeutsamsten Ausnahmen von der Registrierungspflicht sind insofern die nicht öffentliche Platzierung (*private placement*) gemäß Section 4(a)(2) Securities Act of 1933, 15 U.S. Code, § 77d(a)(2) sowie der Regulation S unterfallende *offshore*-Transaktionen (vgl. Rule 903(a)(1) iVm. Rule 902(h)(1)), die keine direkten Verkaufsbemühungen in den USA beinhalten dürfen (vgl. Rule 903(a)(2)), sprich Emissionen, die kein Angebot an eine Person mit Wohnsitz innerhalb der USA beinhalten (Rule 902(h)(1)(i)) und bei denen sich der Käufer zum Zeitpunkt des Kaufs außerhalb der USA befindet oder der Verkäufer dies zumindest vernünftigerweise annehmen darf (vgl. Rule 902(h)(1)(ii)(A)). Eingehend zum Ganzen die Ausf. bei *Fraune*, Börsennot., S. 18 ff., dort unter V. = *ders.*, RIW 1994, 126, 133 ff., dort unter V.

1389 Vgl. hierzu bereits die Ausf. in Fn. 1388. Eingehend zum Ganzen (wiederum) die Ausf. bei *Fraune*, Börsennot., S. 10 ff., dort unter IV.1 = *ders.*, RIW 1994, 126, 130 ff., dort unter IV.1. Vgl. ferner auch *Aha*, AG 2002, 313, 315; *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 156; *Schulte*, Aktienemissionsmarkt, S. 110 ff., dort insbesondere mit Fn. 150; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97, dort mit Fn. 44.

1390 Hierzu e.g. *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 104 ff.; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 181.

1391 Zu den wichtigsten Offenlegungspflichten gehören nach *Fraune*, Börsennot., S. 11 = *ders.*, RIW 1994, 126, 130: (1) geprüfte konsolidierte Bilanzen der letzten zwei Jahre, (2) geprüfte konsolidierte GuV-Rechnungen der letzten drei Jahre, (3) Änderungen der finanziellen Position des Unternehmens während der letzten drei Jahre, (4) Offenlegung bestimmter Daten der letzten fünf Jahre. Vgl. in diesem Sachzusammenhang auch die Ausf. bei *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 181 („weitreichende Offenlegungspflichten").

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

chende Registrierungspflichten[1392] auch mit der Obligation zur Veröffentlichung eines komplexen, in Einklang mit dem einschlägigen US-Recht und in der Landessprache verfassten,[1393] Prospektes, das seinerseits ebenfalls bei der SEC zu registrieren ist, verknüpft.[1394]

Dergestalt treiben sog. *long-arm statutes* nicht nur den Kosten- und Zeitaufwand einer (Bezugsrechts-)Emission in die Höhe[1395] und fordern u.U. infolge dergestalt ausgelöster ‚frühzeitiger' Veröffentlichungspflichten ‚Tribut' in Form eines erhöhten Platzierungsabschlags[1396], sondern gehen auch mit – v.a. im Hinblick auf drakonische Jurisdiktionen wie die USA – exorbitant gesteigerten Haftungsrisiken einher[1397].

Um solche, aus der extraterritorialen Anwendbarkeit konfligierenden Drittstaatenrechts resultierende, Anmelde-, Genehmigungs- und Publikationserfordernisse sowie hiermit einhergehende – bzw. aus deren Nichteinhaltung resultierende – Haftungsrisiken zu vermeiden, werden in der Pra-

---

1392 S. dazu bereits den Nachw. in Fn. 1389.

1393 Vgl. hierzu e.g. auch *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 50; *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 156.

1394 S. hierzu auch bereits die Nachw. in Fn. 1389.

1395 Vgl. hierzu bspw. *Aha*, AG 2002, 313, 325; *Bungert/Paschos*, DZWir 1995, 221, 233; *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 50; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 120, 243; *Fraune*, Börsennot., S. 23 ff. = *ders.*, RIW 1994, 126, 135 ff.; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 104; *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 49; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 39; *Krause*, ZHR 2017, 641, 648 f.; *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2342; *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 156; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 186 Rn. 69; *Roquett/Stanger*, WM 1994, 137, 144 f.; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 691; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 113; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 467; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 181.

1396 So e.g. die Verpflichtung zur (nicht vertraulichen) Einreichung eines sog. *Registration Statement* bei der SEC, die letztlich zu einer Vorabankündigung der Transaktion zwingt und dergestalt einen höheren Sicherheitsabschlag erforderlich werden lässt, s. *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 103.

1397 S. hierzu e.g. *Aha*, AG 2002, 313, 325; *Bungert/Paschos*, DZWir 1995, 221 ff.; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 120, 243; *Fraune*, Börsennot., S. 29 ff. = *ders.*, RIW 1994, 126, 137 ff., dort unter III.2.d) zu „allgemeinen Haftungstatbeständen" sowie dort unter IV.2 zu speziellen, unmittelbar an die Durchführung eines Registrierungsverfahrens nach dem U.S. Securities Act anknüpfenden, Haftungsregelungen; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 104; *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 49; *Krause*, ZHR 2017, 641, 648 f.; *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2342; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 186 Rn. 49; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 53 Rn. 104.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

xis häufig Distributions-[1398] und/oder Bezugs- bzw. Verkaufsbeschränkungen in das Bezugsangebot aufgenommen.[1399]

Allerdings ist aufgrund der erheblich divergierenden Eingriffsintensität der Maßnahmen rigide zwischen den verschiedenen vorerwähnten ‚Beschränkungstypen' zu differenzieren.

(1) Distributions- bzw. Versendungsbeschränkungen

So handelt es sich bei Distributionsbeschränkungen (auch: Versendungsbeschränkungen) um Bestimmungen, denen nach das Bezugsangebot wie auch die Bezugs- und Übertragungserklärung, das Informationsdokument sowie alle sonstigen Veröffentlichungen, die im Zusammenhang mit der Transaktion stehen, außerhalb Deutschlands[1400] weder unmittelbar noch mittelbar veröffentlicht werden (dürfen) bzw. nicht an (im Folgenden zur Vereinfachung als ‚ausländische' Aktionäre bezeichnete) Anteilseigner, die ihren Wohnsitz bzw. Sitz oder gewöhnlichen Aufenthalt im Ausland haben, verbreitet oder weitergegeben werden (dürfen), soweit dies nach den einschlägigen ausländischen Reglungen untersagt bzw. diesen gemäß von der Einhaltung behördlicher Verfahren, der Erteilung einer Genehmigung (etwa einer Aufsichtsbehörde) oder weiteren Voraussetzungen abhängig ist.[1401] In diesem Kontext lautete es in den betreffenden Bezugsangeboten der *Telekom* exempli gratia wie folgt:

1398 Darauf, ob die ‚bloße' Aufnahme von Distributionsbeschränkungen bereits ausreichend ist, um das jeweilige ausländische Prospektrecht nicht zur Anwendung gelangen zu lassen (s. dazu, indessen allein mit Blick auf die Auswirkungen ‚bloßer' Distributionsbeschränkungen auf die Anwendbarkeit des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts, die Ausf. bei *Aha*, AG 2002, 313, 316, 325 f.), kommt es an dieser Stelle nicht an, geht es doch vorliegend allein um die Rechtsfolgen einer derartigen Beschränkung.

1399 Zu diesen ‚Taktiken' s. bereits die obigen Nachw. in Fn. 1386.

1400 So die nachfolgend thematisierten ‚Gefahren' iRd. Weiterleitung an qualifizierte Anleger mit Postadresse innerhalb der Vertragsstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums nicht bestehen, wird iaR. eine entsprechende Ausnahme vorgesehen, vgl. *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 691.

1401 Spezifisch zu Distributions- bzw. Versendungsbeschränkungen: *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 48 f.; *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 243; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 106; *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 49; *Krause*, ZHR 2017, 641, 648 f.; *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343; *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 156 ff.; *Schlitt/Kreym-*

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

> „Die Neuen Aktien werden nur in der Bundesrepublik Deutschland öffentlich angeboten. Weder die Bezugsrechte noch die Neuen Aktien sind oder werden nach dem U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils gültigen Fassung (‚Securities Act'), oder bei den Wertpapieraufsichtsbehörden von Einzelstaaten oder anderer Hoheitsgebiete der Vereinigten Staaten von Amerika registriert. *Die Bezugsrechte und die Neuen Aktien dürfen zu keiner Zeit in die oder innerhalb der Vereinigten Staaten von Amerika direkt oder indirekt angeboten, verkauft, ausgeübt, verpfändet, übertragen oder geliefert werden, sofern nicht ein Befreiungstatbestand von den Registrierungsanforderungen des Securities Act vorliegt oder sofern eine solche Transaktion nicht darunter fällt und sofern kein Verstoß gegen anwendbare Wertpapiergesetze der Einzelstaaten der Vereinigten Staaten von Amerika vorliegt.*"[1402].

Eine ganz ähnliche, allerdings die bereits thematisierte Ausnahme für institutionelle Investoren enthaltende,[1403] Formulierung findet sich schließlich auch im Bezugsangebot der *Vonovia* aus 2018:

> „[...]. Die Bezugsrechte und die Neuen Aktien dürfen zu keiner Zeit in die oder innerhalb der Vereinigten Staaten von Amerika direkt oder indirekt angeboten, verkauft, ausgeübt, verpfändet, übertragen oder geliefert werden, *außer an qualifizierte institutionelle Käufer (‚qualified institutional buyers' (‚QIBs') wie in Rule 144A des Securities Act definiert) nach Maßstab von Section 4(a)(2) des Securities Act oder auf Grund des Vorliegens eines Befreiungstatbestandes von den Registrierungsanforderungen des Securities Act bzw. in einer solchen Transaktion, die nicht darunter fällt,* sofern kein Verstoß gegen anwendbare Wertpapiergesetze der Einzelstaaten der Vereinigten Staaten von Amerika vorliegt."[1404].

---

borg, AG 2018, 685, 691; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 113; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97.

1402 *Telekom*, Bezugsang. 2013, 2014, 2015, 2016 & 2017 (keine Hervorhebung im Original). Ebenso: *GRENKE*, Bezugsang. 2014 & 2016; *Lufthansa*, Bezugsang. 2016, 2017 & 2018; *Vonovia*, Bezugsang. 2017; *W&W*, Bezugsang. 2014.

1403 Unklar ist, inwiefern derartige Vorgaben von den Depotbanken auch tatsächlich eingehalten werden können, dürften diese doch nur in den wenigsten Fällen wissen, ob ihr Depotkunde die Kriterien, die das ausländische Recht für die Klassifizierung als ‚institutioneller Investor' heranzieht, erfüllt. Vgl. hierzu auch die im Kontext des Parallelproblems iRd. § 24 WpÜG stehenden Ausf. bei *Süßmann*, WM 2003, 1453, 1463.

1404 *Vonovia*, Bezugsang. 2018 (keine Hervorhebung im Original). Mit identischem Wortlaut *Deutsche Wohnen*, Bezugsang. 2018.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Häufig werden solche Festlegungen zusätzlich durch flankierende Direktiven in den technischen Richtlinien für die Depotbank und/oder Disclaimer wie den nachfolgenden ergänzt:

> „[...]Aus rechtlichen Gründen bietet die Deutsche Telekom AG die in diesem Zusammenhang auszugebenden Aktien ausschließlich in Deutschland öffentlich an. *Die auf den nachfolgenden Webseiten enthaltenen Informationen sind daher nur für Personen mit Wohnsitz und Aufenthaltsort in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt.* Der Zugang zu den Informationen auf den nachfolgenden Seiten ist auf Aktionäre mit Wohnsitz und Aufenthaltsort in der Bundesrepublik Deutschland beschränkt. [...].
>
> Die auf den nachfolgenden Webseiten enthaltenen Dokumente und Materialien beziehen sich auf *ein öffentliches Angebot von Wertpapieren ausschließlich in der Bundesrepublik Deutschland und sind nicht zur Veröffentlichung oder Verbreitung in den Vereinigten Staaten von Amerika oder in irgendeiner anderen Jurisdiktion außerhalb der Bundesrepublik Deutschland bestimmt.* Die auf dieser Webseite enthaltenen Dokumente und Informationen *enthalten kein Angebot zum Kauf von Wertpapieren in den Vereinigten Staaten von Amerika. Wertpapiere dürfen in den Vereinigten Staaten von Amerika oder an ‚U.S. persons'* (wie in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in derzeit gültiger Fassung (der ‚Securities Act') definiert) *oder für Rechnung von ‚U.S. persons' nicht angeboten oder verkauft werden, es sei denn, sie sind registriert oder von der Registrierungspflicht gemäß dem Securities Act befreit.* [...].
>
> Die auf den nachfolgenden Webseiten enthaltenen Informationen sind an Personen außerhalb des Vereinigten Königreichs Großbritannien und Nordirland (‚Adressaten') gerichtet. Jede Aufforderung zur Abgabe von Kaufangeboten, jedes Angebot, oder jede Aufforderung zur Zeichnung, zum Kauf oder zum Erwerb der Wertpapiere ist ausschließlich an die Adressaten oder andere bestimmte Personen gerichtet und nur diesen gegenüber abgegeben. Jede Person, die nicht Adressat im Sinne der vorgenannten Definition ist, sollte nicht auf Grund von Informationen, die auf dieser Website enthalten sind, handeln oder darauf vertrauen. *Mit den folgenden Angaben und durch Drücken des ‚Senden'-Buttons versichern Sie, dass sich Ihr Wohnsitz und Aufenthaltsort in Deutschland befindet und dass Sie die auf diesen Webseiten enthaltenen*

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

> *Informationen nicht an Personen übermitteln oder weiterleiten, deren Wohnsitz und Aufenthaltsort sich außerhalb Deutschlands befindet.*"[1405].

Gebräuchlich ist es ferner auch, das Bezugsangebot sowie die hiermit zusammenhängenden Dokumente hinter einen, anstelle eines entsprechenden Disclaimers tretenden, auf der IR-Website des Emittenten installierten, Filter zu stellen, der nur dann Zugriff auf die Unterlagen gewährt, wenn ein Wohnsitz in Deutschland angegeben wird, mithin Zugriffsversuche ‚ausländischer' Aktionäre anhand einer Postleitzahlkontrolle unterbindet.[1406]

(2) Bezugs- bzw. Verkaufsbeschränkungen

Äußern sich entsprechende Restriktionen in Abgrenzung zu den vorgehend vorgestellten ‚bloßen' Distributionsbeschränkungen indessen dergestalt, dass ‚ausländischen' Aktionären der Bezug selbst zunehmend verunmöglicht wird, handelt es sich nach der hiesigen Differenzierung um Bezugs- bzw. Verkaufsbeschränkungen[1407].

Als intensivste Maßnahme der letzterwähnten Art ist an einen Bezugsrechtsausschluss zulasten ‚ausländischer' Aktionäre im Hauptversammlungs- bzw. Vorstandsbeschluss über die Wiederausgabe der *Treasury Shares* zu denken.

Ebenso unter diese ‚Gattung' von Beschränkungen zu fassen sind in den Bezugserklärungen verlangte Bestätigungen der Aktionäre dahingehend, dass sie sich bei Ausübung des Bezugsrechts nicht in bestimmten Jurisdiktionen aufhalten bzw. nicht in bestimmten Jurisdiktionen ansässig

---

1405 S. *www.telekom.com/dynamic/secured/de/investor-relations/aktie/dividende/aktiendividende/aktiendividende-315288*, zuletzt abgerufen am 17.08.2020 (keine Hervorhebung im Original).

1406 So bspw. bei der *Telekom*, s. *www.telekom.com/dynamic/secured/de/investor-relations/aktie/dividende/aktiendividende/aktiendividende-315288*, zuletzt abgerufen am 17.08.2020. Hierzu aus dem Schrifttum soweit ersichtlich nur *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 49.

1407 Spezifisch zu Bezugs- bzw. Verkaufsbeschränkungen: *Aha*, AG 2002, 313, 325; *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 49; *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 120, 243; *Fraune*, Börsennot., S. 29 ff. = *ders.*, RIW 1994, 126, 137 ff.; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 106; *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2342 f.; *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 156 ff.; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 467 f.; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 181.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sind[1408], soweit die Annahme des Bezugsangebots nach dortigem lokalen Recht zusätzliche Prospekt- oder Registrierungspflichten der Emittentin begründen würde oder gar unzulässig wäre, bzw. darüber, dass das Bezugsrecht weder von einem noch für einen ausländischen Aktionär ausgeübt wird[1409].

Freilich sind auch in diesem Bezugsrahmen flankierende Maßnahmen, wie z.B. korrespondierende Regelungen in den technischen Richtlinien für die Depotbanken, nach denen Bezugserklärungen ‚ausländischer' Aktionäre schlicht ‚zurückzuweisen'[1410] sind, denkbar, wobei dahingestellt bleiben muss, ob Depotbanken technisch hierauf eingerichtet sind[1411].[1412]

bbb) Zulässigkeit von Distributions- bzw. Bezugsbeschränkungen

Diese Differenzierungen vorangestellt und iRd. nachfolgenden Ausführungen stets im Gedächtnis haltend, liegen die Fragen danach, inwiefern derartigen Restriktionen (faktische[1413]) Beschneidungen von Anlegerschutz-

1408 Vgl. *Krause*, ZHR 2017, 641, 649.

1409 Vgl. *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 49.

1410 Sowohl beim mittelbaren (eingehend hierzu *Kuntz/Stegemann*, AG 2016, 837 ff., dort spezifisch unter II.1. sowie II.3.a)) als auch beim unmittelbaren Bezugsrecht (vgl. hierzu statt vieler *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 40 mwN. in Fn. 170) üben die Aktionäre ihre Bezugsrechte qua einseitiger, keinen gesetzlichen Formvorschriften unterworfener, empfangsbedürftiger „geschäftsähnlicher Handlung" (so jedenfalls die hM., vgl. aus der Rspr.: KG Berlin, Urt. v. 04.11.2005 – 14 U 21/04, AG 2006, 201; aus der Lit. anstatt vieler: *Ekkenga/Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 4 Rn. 164 mwN. in Fn. 659. AA.: *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 5: „Willenserklärung"). Daher kann das Emissionsunternehmen die Bezugserklärung auch nicht zurückweisen, sondern lediglich die Zuteilung der Aktien per Zeichnung bzw. Übertragung unterlassen und damit die Pflicht aus dem konkreten Bezugsrechtsanspruch nicht erfüllen, s. *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, dort mit Fn. 25.

1411 Insofern skeptisch bzgl. der parallelen Problematik der Versendung der Angebotsunterlage nach WpÜG: *Süßmann*, WM 2003, 1453, 1464. Unklar ist insoweit auch das Verhältnis zwischen Distributionsbeschränkungen und depotrechtlichen Mitteilungspflichten gemäß § 15 und 16 der Wertpapier-Bedingungen.

1412 Hierzu auch *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 49; *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51; *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343.

1413 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. iRv. Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

vorschriften bzw. des nach hM.[1414] iRd. Wiederausgabe eigener Aktien bestehenden, dem gesetzlichen Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 S. 1 AktG nachempfundenen,[1415] gegenüber diesem schwächeren,[1416] Quasi-Bezugsrechts immanent sind sowie ob und unter welcher/n Voraussetzung/-en Distributions- und/oder Bezugsbeschränkungen zulässig sein können, auf der Hand.

(1) Zulässigkeit von Distributionsbeschränkungen

Insofern ist zunächst im Kontext von Distributionsbeschränkungen die Frage aufzuwerfen, ob der Umstand, dass die Gesellschaft aus der extraterritorialen Anwendbarkeit konfligierenden Drittstaatenrechts resultierende Prospekt- und Registrierungspflichten dadurch zu entgehen versucht, dass entsprechende Aktionäre schlichtweg nicht über ihre Bezugsrechte iRd. Wiederausgabe von *Treasury Shares* in Kenntnis gesetzt bzw. aufgeklärt werden,[1417] als Bezugsrechtsausschluss oder (zumindest) als sachlich nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung zulasten der ‚ausländischen' Anteilseigner zu qualifizieren ist.

(a) Distributionsbeschränkungen als faktischer Bezugsrechtsausschluss[1418]

Insoweit es um die Beantwortung ersterer Frage geht, mithin derer danach, ob die Nichtverbreitung des Bezugsangebots gesellschaftsrechtlich als Bezugsrechtsausschluss zu werten sein kann, ist allem voran zu konstatieren, dass es hierbei freilich nicht darauf ankommen kann, dass das Bezugsrecht der betreffenden Aktionäre iRv. Distributionsbeschränkungen jedenfalls nicht ausdrücklich, respektive förmlich, ausgeschlossen wird.

So nämlich von einer entsprechenden Versendungsbeschränkung betroffene ‚ausländische' Aktionäre das Bezugsrecht mangels (rechtzeitiger) Kenntnis von der Offerte bzw. mangels Zugang zu weitergehenden Informationen rund um das Bezugsangebot nur unter (wesentlich) erschwerten

1414 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1415 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889.
1416 Hierzu schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 890.
1417 Zu dieser ‚Taktik' s. schon die obigen Nachw. in Fn. 1401.
1418 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. iRv. Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Umständen, ggf. sogar gar nicht, ausüben können,[1419] liegt es nahe, in der gezielten Verhinderung der Verbreitung des Bezugsangebots im Ausland eine als faktischer Ausschluss des Rechts zum Nachbezug von Aktien zu qualifizierende Umgehungskonstellation zu sehen,[1420] die dem förmlichen Bezugsrechtsausschluss als solche gleichzustellen und infolge den gesetzlichen Anforderungen eines solchen zu unterwerfen ist[1421].

(aa) Keine Beeinträchtigung des gesetzlichen Bezugsrechts durch ‚bloße' Distributionsbeschränkungen

Aus aktienrechtlicher Warte überzeugend ist diese These indes zunächst schon deshalb nicht, weil hierbei die Faktizität verkannt wird, dass die Gesellschaft der nach hM. analog § 186 Abs. 1 S. 1 AktG an sie gerichteten Pflicht,[1422] „jedem Aktionär" ein Recht zum Nachbezug von Aktien einzuräumen, im Falle einer ‚bloßen' Distributionsbeschränkung uneingeschränkt nachkommt.[1423] Allein der Umstand, dass in entsprechenden Drittstaaten ansässige Anteilseigner aufgrund der damit verbundenen Schwierigkeiten nicht als Empfänger des Bezugsangebots in deren Heimatstaat adressiert werden und diesen die Bezugsrechtsausübung infolge fehlender Information(en) mitunter wesentlich erschwert wird, ändert nämlich nichts an der Gewährung von Bezugsrechten und der Berechtigung zu deren Ausübung.[1424] Hiernach spricht folglich vieles dafür, dass ‚bloße'

1419 S. in diesem Kontext auch die eingängige Formulierung bei *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 101: „In tatsächlicher Hinsicht setzt die Ausübung des Bezugsrechts für den Rechtsinhaber voraus, dass er von der Kapitalerhöhung rechtzeitig Kenntnis erlangt.".

1420 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. iRv. Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

1421 Im Ausgangspunkt allgM. Vgl. hierzu schon die obigen Nachw. in Fn. 1265.

1422 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.

1423 Explizit idS. soweit ersichtlich nur *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51; *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 49; *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 113; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97. Im Ansatz wohl auch *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 243; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 106; *Krause*, ZHR 2017, 641, 648 f.; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 691.

1424 Explizit idS. soweit ersichtlich nur *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 49; und *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97. Ansatzweise wohl auch die Übrigen in Fn. 1423 Genannten.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Distributionsbeschränkungen im vorerörterten Sinne das Bezugsrecht ‚ausländischer' Aktionäre schon gar nicht tangieren.[1425]

(bb) Keine aktienrechtliche Pflicht zur Verbreitung des Bezugsangebots im Ausland

Hinzu kommt ein sich in diesen Analysen bereits andeutender, dem antagonistisches implizierenden Argumentationsstrang immanenter und diesen in seinen Konsequenzen ad absurdum führender, gedanklicher Fehler dergestalt, dass nicht – wie geboten – zwischen der Gewährung des Bezugsrechts, die § 186 Abs. 1 S. 1 AktG vorsieht, und dem Vertrieb des Bezugsangebots, den § 186 Abs. 2 AktG (bzw. § 186 Abs. 5 S. 2 Hs. 1 AktG[1426]) aktienrechtlichen Anforderungen unterwirft, unterschieden wird.

Denn wenn es auch prima vista einzuleuchten vermag, dass zulasten ‚ausländischer' Anteilseigner installierte Distributionsbeschränkungen (potenziell) dazu geeignet sind, Informationsasymmetrien über die Möglichkeit zum beteiligungsquotenwahrenden Nachbezug von Aktien zwischen ‚inländischen' und ‚ausländischen' Anteilseignern zu befördern und die Bezugsrechtsausübung hierdurch zulasten ‚ausländischer' Aktionäre mitunter eklatant, im äußersten Fall bis hin zur Verunmöglichung, erschwert wird, trügt die infolge des bemäkelten Differenzierungsmangels gezogene

---

1425 Vgl. *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 243; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97. IdS. wohl auch *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 157; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 113.

1426 Die Bekanntmachungspflicht für das Bezugsrecht findet sich in § 186 Abs. 2 AktG normiert. Bei der Publikums-AG wird das Bezugsrecht jedoch in der Praxis im Regelfall als mittelbares Bezugsrecht nach § 186 Abs. 5 AktG unter Einschaltung eines Emissionsunternehmens als Abwicklungsstelle gewährt, sodass in diesen Fällen auf die Regelung in § 186 Abs. 5 S. 2 Hs. 1 AktG abzustellen ist, vgl. hierzu e.g. *Sickinger/Kuthe*, in: MAH AktR, § 33 Rn. 40. Soweit beim mittelbaren Bezugsrecht ohnehin bereits ein Bezugsrechtsausschluss vorgenommen wird, ist darauf hinzuweisen, dass dieser gemäß § 186 Abs. 5 S. 1 AktG der Sache nach nicht als solcher behandelt wird. Daraus folgt im Hinblick auf die präsente Problematik eines etwaigen faktischen Bezugsrechtsausschluss, dass diese nicht wie sonst per erweiternder Auslegung des § 186 Abs. 2 S. 1 AktG zur Vermeidung von Umgehungen aufzugreifen ist, sondern vermittels einer einschränkenden Auslegung des § 186 Abs. 5 S. 1 AktG, nämlich dergestalt, dass die dort vorgesehene gesetzliche Fiktion dann nicht greift, der Bezugsrechtsausschluss infolge den § 186 Abs. 3, 4 AktG unterliegt, aufzulösen ist.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Schlussfolgerung, hierin läge ein faktischer Bezugsrechtsausschluss[1427], gewaltig.

Dies deshalb, weil hierbei unberücksichtigt bliebe, dass das Maß notwendiger Chancengleichheit iRd. Bezugsrechtsausübung den § 186 Abs. 2 AktG bzw. § 186 Abs. 5 S. 2 Hs. 1 AktG zu entnehmenden legislatorischen Wertungen nach bereits dadurch gewahrt wird, dass die Gesellschaft das Bezugsangebot den dort normierten aktienrechtlichen Bekanntmachungspflichten nachkommend im Bundesanzeiger und einem elektronischen Informationsmedium veröffentlicht.[1428]

Eine hierüber hinausgehende Verpflichtung zulasten der Gesellschaft, das Bezugsangebot auch im Ausland zu veröffentlichen bzw. dieses dem ‚ausländischen' Aktionariat zukommen zu lassen, existiert hingegen grundsätzlich[1429] nicht.[1430]

Dergestalt ist die grundsätzliche Zulässigkeit von Distributionsbeschränkungen zulasten außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums ansässiger Aktionäre in anderem Zusammenhang, namentlich in Bezug auf grenz-

---

1427 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. iRv. Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

1428 IdS. e.g. auch *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 48 f.; *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 106; *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343; *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 157; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 113; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97.

1429 Eingehend zur Möglichkeit der schuldrechtlichen Begründung von Informationspflichten über Bezugsrechte: *Kuntz/Stegemann*, AG 2016, 837, 842 f., dort unter II.3.

1430 Explizit idS. e.g. *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 48 sowie *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51, der allerdings ergänzend darauf hinweist, dass in solchen Konstellationen Abweichendes hiervon zu gelten vermag, in denen die emittierende Gesellschaft an einer Auslandsbörse zugelassen ist. Dann nämlich kann sie aufgrund des lokal anwendbaren Börsenrechts gehalten sein, das Angebot zum Nachbezug im Ausland zu veröffentlichen, wodurch seinerseits wiederum eine lokale Prospektpflicht begründet werden kann. Dies implizierend auch *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 157; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97. Differenzierender und vorstehende ‚Pauschalisierung' bzgl. derart gelagerter Fälle in Frage stellend, in denen die Gesellschaft zuvor gezielt im Ausland für die Zeichnung von Aktien geworben hat bzw. über die Bekanntmachung in den Gesellschaftsblättern hinausgehende Hinweise auf Kapitalerhöhungen bzw. Bezugsrechte angekündigt hat: *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343 mwN. in Fn. 38 und 39.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

überschreitende (Übernahme-)Angebote iSd. WpÜG, ausweislich der Regelung in § 24 WpÜG auch völlig unumstritten.[1431]

(cc) Keine Pflicht zur informationellen bzw. kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlung der Aktionäre

Anderweitiges lässt sich schließlich auch nicht aus einer etwaigen Pflicht der Gesellschaft zur informationellen Gleichbehandlung der Anteilseigner herleiten, da eine solche schlichtweg nicht existiert.[1432] Ebenso wenig gibt es einen einheitlichen ‚kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz', dem die Gesellschaft gegenüber Kapitalmarktteilnehmern unterworfen wäre,[1433] sowie es an einer vertraglich zugesicherten informationellen Gleichbehandlungspflicht iRv. Bezugsrechtsemissionen iaR. fehlen wird.[1434]

Argumentum e contrario können kapitalmarktrechtliche Vorgaben, die die Verbreitung des Bezugsangebots ‚bloß' jenseits der aktienrechtlich vorgegebenen Veröffentlichungspflicht einschränken,[1435] gesellschaftsrecht-

---

1431 Eingehend hierzu *Bröcker/Weisner*, Übernahmeangebote, Rn. 107; *Holzborn*, BKR 2002, 67, 70; *Lenz/Linke*, AG 2002, 361, 365; *Noack/Holzborn*, in: Schwark/Zimmer, KMK § 24 WpÜG Rn. 17; *Schneider/Rosengarten*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, § 24 Rn. 52 ff.; *Schröder*, in: FK, WpÜG, § 24 Rn. 18; *Süßmann*, in: Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG, § 24 Rn. 19; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 467 f.; *Wackerbarth*, in: MüKo, AktG, § 24 WpÜG Rn. 23; *Rahlf*, in: Bad Homburger Hdb., Rn. 164 ff.

1432 Vgl. hierzu e.g. *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 158; *Wieneke*, NZG 2005, 109, 112 im Zusammenhang mit sog. *Research*-Studien. Ferner auch *Mehringer*, Gleichbehandlung, S. 170: „Es kann nicht gefordert werden, dass jeder Anleger die Information auch wirklich besitzt und sie rational verarbeitet. Eine solche Forderung ist unrealistisch.".

1433 So e.g. *Bachmann*, ZHR 2006, 144, 150; *Habersack/Tröger*, NZG 2010, 1, 6; *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 158; *Verse*, in: Bayer/Habersack, AktR, Bd. 2, Kapitel 13 Rn. 2. AA.: *Mehringer*, Gleichbehandlung, S. 141 ff., 239.

1434 Vgl. *Bachmann*, ZHR 2006, 144, 165 ff., der die am Kapitalmarkt geltenden Gleichbehandlungspflichten in solche „ausdrücklich versprochene[r], stillschweigend vereinbarte[r] und ökonomisch motivierte[r]"Art unterscheidet; *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 158.

1435 Explizit idS. soweit ersichtlich nur *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51. IdS. zu interpretieren aber wohl auch *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 243; *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 113; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

lich nicht als faktischer Bezugsrechtsausschluss[1436] zu qualifizieren sein, würde anderweitig doch schließlich contra legem durch die Hintertür eine generelle Pflicht der Gesellschaft zur Verbreitung des Bezugsangebots im Ausland sowie eine allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungspflicht manifestiert.

Hiergegen lässt sich allein argumentieren, ‚ausländische' Aktionäre dürften schon wegen der bestehenden Sprachbarrieren[1437] nicht allein auf die deutschen Gesellschaftsblätter verwiesen werden, sondern müssten von Seiten der Gesellschaft (gesondert) über ihr Bezugsrecht aufgeklärt werden.[1438] Allerdings mutete es doch überaus konstruiert an, dem ausländischen Aktionariat zunächst unter Rekurs auf § 53a AktG sowie mit Verweis darauf, dass unterschiedliche Voraussetzungen vorlägen, die diese sachlich rechtfertigen würden, ein Recht auf Vorzugsbehandlung einzuräumen, um sodann aus der gesellschaftsseitigen Missachtung dieses ‚Sonderrechts' einen faktischen Bezugsrechtsausschluss[1439] herzuleiten.

Vor allem aber können ‚ausländische' Aktionäre ein etwaiges Verlangen auf Vorzugsbehandlung bei der Distribution von Angebotsunterlagen schon deshalb nicht auf § 53a AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG) stützen, weil Maßstab der Gleichbehandlung im Kontext der (zahlenmäßig abstufbaren) Hauptrechte grundsätzlich das Maß der Kapitalbeteiligung,[1440] nicht hingegen die Herkunft des jeweiligen Aktionärs, ist.[1441]

Nicht zuletzt hätte die Berücksichtigung persönlicher Umstände, im präsenten Sachzusammenhang also der Herkunft der Aktionäre, auch schlichtweg nicht bzw. jedenfalls nur mit unvertretbarem sachlichem bzw. personellem Aufwand zu bewältigende Schwierigkeiten für die Gesellschaft zur Konsequenz,[1442] würde es hierfür doch erforderlich, dass diese die entsprechenden individuellen Umstände erforscht und, was aus daten-

1436 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. iRv. Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

1437 Schließlich stellen Sprachbarrieren den Hauptgrund dafür dar, dass zahlreiche Rechtsordnungen (zusätzliche) Übersetzungs- und Veröffentlichungspflichten statuieren, vgl. hierzu im Sachzusammenhang mit der Disclaimerproblematik iRd. § 24 WpÜG *Holzborn*, BKR 2002, 67, 70, dort mit Fn. 30.

1438 Diesen Gedankengang ausdrücklich anstoßend: *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343. Implizit auch *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 101.

1439 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. iRv. Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

1440 Hierzu schon die Nachw. bei Fn. 1107.

1441 S. *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343. Ferner wohl auch *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 97.

1442 Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 1109.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

schutzrechtlichen Aspekten höchstbedenklich scheint, da auf der Einforderung und Speicherung sensibler Daten basierend, für einen jeden Aktionär ein Persönlichkeitsprofils anlegt und pflegt.[1443]

(dd) Zumutbarkeit von Erkundigungspflichten infolge bewusster Entscheidung für die Investition in eine deutsche Gesellschaft

Daneben muss den im Ausland ansässigen Aktionären auch entgegengehalten werden, dass sie bewusst den Erwerb von Aktien einer deutschen Gesellschaft auserkiesen haben und damit dezidiert die Bereitschaft signalisiert haben, die damit verbundenen Risiken und Beschwerlichkeiten in Kauf zu nehmen. Stringenter Weise haben für sie daher die gleichen Regelungen wie für ‚inländische' Aktionäre zu gelten.[1444] Den betreffenden ‚ausländischen' Aktionären ist es infolge auch zumutbar, sich in deutschen Medien über Kapitalmaßnahmen zu informieren.[1445] Dergestalt wird dem aus der Mitgliedschaft herrührenden Informationsanspruch vermöge der Einhaltung der aktienrechtlichen Bekanntmachungspflichten aus § 186 Abs. 2 AktG bzw. § 186 Abs. 5 S. 2 Hs. 1 AktG genügt sowie hierdurch gleichzeitig das Maß notwendiger Chancengleichheit bzgl. des Nachbezugs gewahrt wird.

(ee) Eingeschränkte Schutzwürdigkeit infolge vermögensrechtlicher Kompensation

Ferner darf bei alledem auch nicht völlig unberücksichtigt bleiben, dass es sich iRd. präsent thematisierten Konstellation iaR. um eine börsenkursnahe Emission handelt,[1446] eine Verwässerung der Vermögensrechte der (Alt-)Aktionäre mithin nicht droht, sowie dass im Falle der Nichtausübung des Wahlrechts die ‚*Default*-Option' Barausschüttung[1447] greift und damit jedenfalls in vermögensrechtlicher Hinsicht eine ‚Kompensation'

1443 IdS. auch *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343.

1444 IdS. auch *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 106; *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343.

1445 So ganz explizit *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 106. Ebenfalls idS. *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343; *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 159.

1446 Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(a).

1447 Hierzu schon die Darlegungen in Kapitel D.III.1.c)bb) sowie diejenigen in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(c).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bzw. mit Blick auf die Eigenschaft als Wahlrecht die Lieferung des Substituts erfolgt.

(ff) Praktische Unabdingbarkeit der Zulässigkeit von Distributionsbeschränkungen

Zuletzt könnte eine entsprechende Haltung im Einzelfall auch aus anwendungsorientierter Perspektive heraus geboten sein.

Schließlich hätte eine anderweitige Sichtweise den vorstehenden Ausführungen nach doch zum Resultat, dass das Bezugsangebot unter für die Gesellschaft erheblichem bis hin zu völlig unwirtschaftlichem administrativem Kosten- und Zeitaufwand in allen in Betracht kommenden Jurisdiktionen unter Einhaltung des jeweiligen Börsenplatzregelungsregimes, d.h. idR. in der jeweiligen Landessprache und nach den Vorschriften der jeweiligen Rechtsordnung, veröffentlicht werden müsste.

Denkbar ist insofern schlimmstenfalls gar, dass es der Gesellschaft mit spezifischem Blick auf die von den zuständigen nationalen Kapitalmarktaufsichtsbehörden an die hiernach zu publizierenden Emissionsprospekte gestellten, in tatsächlicher wie rechtlicher Hinsicht teilweise eklatant differierenden, Anforderungen schlichtweg nicht möglich sein wird, die Vorschriften aller Jurisdiktionen, in denen sich deren Aktionäre niedergelassen finden, einzuhalten.[1448]

Und damit sind die mit alledem einhergehenden Problematiken, dass es der Gesellschaft praktisch iaR. kaum möglich sein wird, die Staaten zu identifizieren, in denen ihre Aktionäre ansässig sind[1449] sowie dass mit den vorgehend angesprochenen Verpflichtungen u.U. auch die Auslösung von zusätzlichem Aufwand bescherenden Prospektpflichten korrespondiert als auch, dass infolge all dessen nicht oder nur schwerlich kalkulierbare Haf-

1448 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1450.

1449 IdS. bspw. auch *Aha*, AG 2002, 313, 326; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 102. Sofern Inhaberaktien ausgegeben sind, leuchtet dies unmittelbar ein. Aber auch für den Fall, dass Namensaktien ausgegeben sind, dürfte es zuweilen unmöglich sein, die Inhaber der Aktien zu identifizieren, da sich die Aktionäre häufig zum Zwecke der Minimierung des Eintragungsaufwands im Aktionärsregister hinter Platzhaltern (*street names*) verstecken; im Aktionärsregister wird dann eine Depotbank eingetragen, bei der die Aktien hinterlegt sind, obwohl diese u.U. bereits (mehrfach) weiterveräußert wurden. Vgl. dazu e.g. *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 135 Rn. 43.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tungsrisiken aus der Verletzung ausländischer Rechtsnormen drohen, noch gar nicht angesprochen.[1450]

So die Koordination multinationaler Emissionsabläufe – auch unter Einschluss des US-Marktes – aber den Praxisbeispielen der *British Telecommunications* (1984), *British Gas* (1986), *British Petroleum* (1987), *Reuters Holdings* (1987) wie auch der *National Australia Bank* (1989) ob der Vielzahl differierender kapitalmarktrechtlicher Regelungen der betreffenden Jurisdiktionen noch möglich zu sein scheint,[1451] bleibt jedoch überaus fraglich, wie häufig derartige ‚Ausnahmekonstellation' anzutreffen sind. Die Validität der vorgehend geführten Argumente ist insofern jedenfalls jeweils im Einzelfall zu prüfen.

(gg) Conclusio

Zusammenfassend ist nach alledem aber dennoch zu statuieren, dass es im Ergebnis nicht zu überzeugen vermag, in dem Umstand, dass das Bezugsangebot nicht ‚in alle Welt' getragen, sondern pragmatisch aufgrund von Kosten-Nutzen-Erwägungen und nach räsonablen Kriterien im Hinblick auf die Verbreitung beschränkt wird, einen faktischen[1452] Ausschluss des

---

1450 So ganz explizit im Kontext des § 53a AktG: *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 102; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 39; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 186 Rn. 69; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97. Andeutungsweise auch *Schumann*, Bezugsrecht, S. 35. Ebenfalls dahingehend, indes in anderem Kontext: *Krause*, ZHR 2017, 641, 648 f. Ferner idS. die Argumente der hM. bzgl. der sachlichen Rechtfertigung eines Bezugsrechtsausschlusses, vgl. e.g. *Aha*, AG 2002, 313, 326; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 243; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 186 Rn. 49; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 186 Rn. 69; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 467; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 181. Zurückhaltender: *Bungert/Paschos*, DZWir 1995, 221, 232 f. („wertungsmäßig problematisch", vgl. hierzu auch die Ausf. in Fn. 1459). Mit erheblichen Bedenken ferner auch *Fraune*, Börsennot., S. 29 ff. = *ders.*, RIW 1994, 126, 137 ff. sowie mit spezifischem Blick auf den in der Praxis bisher gewährten Kursdiscount *Cahn/v. Spannenberg*, in: BeckOGK, Stand: 01.07.2020, AktG, § 58 Rn. 108 a.E., 110 a.E.

1451 Vgl. *Schulte*, Aktienemissionsmarkt, S. 112 f. Unter Rekurs auf diesen auch *Fraune*, Börsennot., S. 31 = *ders.*, RIW 1994, 126, 138.

1452 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nach hM.[1453] iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien bestehenden bezugsrechtsähnlichen[1454] Vorerwerbsanrechts zu erblicken.[1455]

(b) Distributionsbeschränkungen vor dem Hintergrund des § 53a AktG

Offen bleibt hiernach allerdings, ob Distributionsbeschränkungen als sachlich nicht gerechtfertigte, gegen den (allgemeinen) Gleichbehandlungsgrundsatz nach § 53a AktG verstoßende, Ungleichbehandlung zulasten ‚ausländischen' Aktionäre zu qualifizieren sind.

(aa) Keine gleichheitsrechtlich relevante Ungleichbehandlung

Dem ist allerdings mitnichten so, fehlt es hierfür doch bereits an einer relevanten Ungleichbehandlung, weil die Verbreitung des Bezugsangebots ins Ausland – wie bereits erörtert – keine aktienrechtliche Pflicht ist[1456] und die ausländischen Aktionäre den vorgehenden Ausführungen nach auch keinen Anspruch auf ‚informationelle Vorzugsbehandlung' aus § 53a AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG) herleiten können[1457].

Überdies sucht das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot aus § 53a AktG nur die Gleichbehandlung unter gleichen Voraussetzungen zu gewährleisten.[1458] Die Voraussetzungen aber sind vorliegend infolgedessen, dass die Angebotsverbreitung im Ausland grundsätzlich dazu geeignet ist, zulasten der Gesellschaft weitgehende Anmelde-, Genehmigungs- und Publikationserfordernisse sowie hiermit einhergehende Haftungsrisiken auszulösen, überaus disparat.

1453 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1454 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889 sowie Fn. 890.
1455 IdS. wohl auch *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 48 f.; *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 243; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 106; *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 49; *Krause*, ZHR 2017, 641, 648 f.; *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343; *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 156 ff.; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 113; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97.
1456 Vgl. auch *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51.
1457 Vgl. auch *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343.
1458 Vgl. anstatt vieler *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 53a Rn. 4.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(bb) Kein gesellschaftsseitiger Gleichbehandlungsverstoß: Diskriminierung durch das lokale Börsenplatzregelungsregime

Dergestalt vermag es insofern, als sich Distributionsbeschränkungen vorwiegend vermöge der Eigenheiten der kapitalmarktrechtlichen Regularien derjenigen Jurisdiktionen, in denen die Anteilseigner ihren Wohnsitz bzw. Sitz oder gewöhnlichen Aufenthalt unterhalten, vorgeprägt finden, auch durchaus zu überzeugen, Versendungsbeschränkungen gar nicht als separierenden Akt der Gesellschaft, die den vom deutschen Aktienrecht vorgesehenen Bekanntmachungspflichten durch Veröffentlichung des Bezugsangebots im Bundesanzeiger sowie in einem elektronischen Informationsmedium genügt, gegenüber einer bestimmten Aktionärsgruppe zu werten, sondern die betreffenden ausländischen Aktionäre vielmehr als vom zuständigen ausländischen Gesetzgeber, der es der deutschen Gesellschaft über das lokale Börsenplatzregelungsregime erschwert, den dort ansässigen Aktionären ein Bezugsangebot zu unterbreiten, diskriminiert zu sehen.[1459]

(cc) Hilfsweise: Sachliche Rechtfertigung

Erblickt man im vermittels der Versendungsbeschränkungen befeuerten unterschiedlichen Informationszugang von ‚inländischen' und ‚ausländischen' Anteilseignern sowie den hieraus resultierenden Informationsasymmetrien ob der vorangegangenen Ausführungen dennoch eine gesellschaftsseitige Ungleichbehandlung, so erfolgte diese jedenfalls nicht willkürlich, sondern vielmehr unter Berücksichtigung der Umstände, dass (1) die ‚ausländischen' Aktionäre hierdurch nicht vom Bezug ausgeschlossen werden, dass (2) die Verbreitung des Angebots im Ausland keiner aktienrechtlichen Pflicht entspricht, dass sich (3) die ‚ausländischen' Aktionäre bewusst für die Investition in eine deutsche Aktiengesellschaft entschieden haben und es diesen infolge auch zugemutet werden kann, sich in den deutschen Gesellschaftsblättern entsprechend zu informieren, sowie dass (4) die Wahldividendenanteile der ‚ausländischen' Aktionäre nicht wertlos verfallen, sondern iRd. Wahldividende ‚automatisch' ‚ins Geld' gebracht

1459 Kritisch demgegenüber: *Bungert/Paschos*, DZWir 1995, 221, 233, die zu bedenken geben, dass damit „letztlich den an einer bestimmten Börse kaufenden Investoren die Transaktionskosten des Börsenplatzregelungsregimes [überbürdet würden], was letztlich das Bemühen eines Staates um stärkeren Anlegerschutz konterkariert." und dies jedenfalls für „wertungsmäßig problematisch" halten.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

werden und es schließlich (5) in Ausnahmefällen schlichtweg ein Unding sein mag, die Gesellschaft mit der praktisch unmöglichen Obliegenheit zu belasten, das Bezugsrecht ‚in alle Welt' tragen zu müssen sowie ihr damit letztlich ob der überaus unterschiedlich und vielfältig ausfallenden Anforderungen an Emissionsprospekte seitens der in den betreffenden Zielländern geltenden Rechtsordnungen, die Herkulesaufgabe der Sicherstellung weltweiter kapitalmarktrechtlicher Compliance aufzubürden, sachlich gerechtfertigt.[1460]

(dd) Conclusio

Scheint es nach alledem also bereits fragwürdig, ob Distributionsbeschränkungen den gesellschaftsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz aus § 53a AktG überhaupt tangieren, geschähe die Implementierung von Versendungsbeschränkungen, so man in der hierdurch herbeigeführten, zulasten ‚ausländischer' Aktionäre gehenden, Informationsasymmetrie im Ausgangspunkt eine Ungleichbehandlung erspähen will, nicht willkürlich, sondern fände sich unter spezifischer Berücksichtigung der geringen, das Bezugsrecht selbst nicht antastenden, Eingriffsintensität im Interesse der Gesellschaft sachlich gerechtfertigt.

(2) Zulässigkeit von Bezugsbeschränkungen

Doch können diese Wertungen freilich nicht unbesehen auf Bezugsbeschränkungen übertragen werden, so diese gegenüber ‚bloßen' Distributionsbeschränkungen nicht ‚nur' die Verbreitung des Angebots unterbinden, sondern vielmehr darauf abzielen, das nach hM.[1461] iRd. Wiederausgabe eigener Aktien bestehende, dem gesetzlichen Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 S. 1 AktG nachempfundene,[1462] gegenüber diesem schwächere,[1463] Quasi-Bezugsrecht tatsächlich zu beschränken.

1460 Explizit im Kontext des § 53a AktG für die sachliche Rechtfertigung einer etwaigen Ungleichbehandlung plädierend: *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 107; *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 49; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97.

1461 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.

1462 Vgl. hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 889.

1463 Hierzu schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 890.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Insofern sind der hM.[1464] nach nämlich jedenfalls dann die Voraussetzungen der Abs. 3 und 4 des § 186 AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG) einzuhalten, wenn das Bezugsrecht der Aktionärsgruppe ‚ausländische' Aktionäre im Hauptversammlungs- bzw. Vorstandsbeschluss über die Wiederausgabe der *Treasury Shares* ausgeschlossen wird.[1465]

(a) Bezugsbeschränkungen als faktischer Bezugsrechtsausschluss[1466]

Unklarer ist die Sach- bzw. Rechtslage hingegen in Konstellationen in denen im Beschluss festgelegt wird, Bezugserklärungen ‚ausländischer' Aktionäre seien ‚zurückzuweisen', bzw. dann, wenn eine Bestätigung des das Bezugsrecht ausübenden Anteilseigners dahingehend verlangt wird, dass er sich bei Ausübung des Bezugsrechts nicht in bestimmten Jurisdiktionen aufhält bzw. dort ansässig ist[1467] (soweit die Annahme des Bezugsangebots nach dortigem lokalen Recht zusätzliche Prospekt- oder Registrierungspflichten der Emittentin begründen würde oder gar unzulässig wäre) bzw. darüber, dass das Bezugsrecht weder durch noch für einen ausländischen Aktionär ausgeübt wird.[1468] Gleiches gilt für flankierende Maßnahmen, wie z.B. korrespondierende Regelungen in den technischen Richtlinien für

---

1464 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.

1465 AA.: *Cahn/v. Spannenberg*, in: BeckOGK, Stand: 01.07.2020, AktG, § 58 Rn. 110, die der hM. allerdings schon bzgl. des Aspekts des Bestehens eines bezugsrechtsähnlichen Vorerwerbsrechts iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien widersprechen und die Anwendung der Abs. 3 und 4 des § 186 AktG dementsprechend davon abhängig machen, ob in der Beschränkung insofern eine Abweichung vom Gleichbehandlungsgebot (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG iVm. § 53a AktG) liegt, als dass überwiegende Interessen der Gesellschaft die Ungleichbehandlung sachlich nicht zu rechtfertigen vermögen. Kann die Ungleichbehandlung hiernach nicht mit dem Interesse der Gesellschaft an der Gewährung von Dividenden-Aktien und an der Vermeidung von kostenträchtigen (Prospekt-)Pflichten in den für ausländischen Aktionäre maßgebenden Jurisdiktionen gerechtfertigt werden, ist nach *Cahn/v. Spannenberg* nicht nur ein separater Beschluss der Hauptversammlung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG einzuholen, sondern sind in einem solchen Fall auch die Regelungen über den Bezugsrechtausschluss entsprechend anzuwenden (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 iVm. § 186 Abs. 3 und 4).

1466 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. iRv. Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

1467 Vgl. *Krause*, ZHR 2017, 641, 649.

1468 Vgl. *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 49.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

die Depotbanken, nach denen Bezugserklärungen ‚ausländischer' Aktionäre schlicht ‚zurückzuweisen'[1469] sind[1470].[1471]

Dies deshalb, weil § 186 Abs. 3 S. 1 AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG) zwar vorsieht, dass sich ein Bezugsrechtsausschluss eindeutig aus dem Beschluss ergeben muss,[1472] sich aber die Festlegung, dass Bezugserklärungen ‚ausländischer' Anteilseigner ‚zurückzuweisen' sind, auf verschiedene Weisen einordnen lässt und infolge der Auslegung bedarf.

Gelangt man hierbei zu dem Ergebnis, dass ein Ausschluss der Bezugsrechte zulasten dieser Aktionärsgruppe beabsichtigt ist, sie also weder ein unmittelbares noch ein mittelbares Bezugsrecht erhalten soll, liegt ein § 186 Abs. 3 S. 1 AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG) unterfallender teilgruppendifferenzierender personeller Ausschluss des Rechts zum Nachbezug von Aktien vor, sodass die an einen Bezugsrechtsausschluss zu stellenden formellen[1473] wie auch materiellen[1474] Anforderungen zu erfüllen sind.[1475]

Führt die Auslegung des Beschlusses hingegen dazu, dass kein ‚echter' Ausschluss des Bezugsrechts zulasten der ‚ausländischen' Aktionäre gewollt ist, erwerben diese – ebenso wie die übrigen Anteilseigner – ein Be-

---

1469 S. in diesem Kontext auch die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 1410.

1470 S. in diesem Sachzusammenhang auch die Ausf. in Fn. 1411.

1471 Dazu bereits die Nachw. in Fn. 1412.

1472 So ganz explizit *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 186 Rn. 23, dort allerdings im Kontext der Bekanntmachungserfordernisse: „[...]. Eine verharmlosende Ankündigung, dass in der Hauptversammlung lediglich ‚über das Bezugsrecht' abgestimmt werde, genügt nicht. Erforderlich ist vielmehr eine eindeutige Formulierung, anhand derer die Aktionäre erkennen können, dass es bei der Abstimmung um den Ausschluss eines ihnen an sich zustehenden Bezugsrechts geht.". IdS. ferner auch *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 186 Rn. 21; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 75; *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 186 Rn. 23; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 186 Rn. 45; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 186 Rn. 15; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 110.

1473 Eingehend hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb), dort unmittelbar vor (1).

1474 Näher hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb), dort unmittelbar vor (1).

1475 Vgl. auch *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343. Zur Möglichkeit des personellen teilgruppendifferenzierenden Bezugsrechtsausschlusses s. bspw. die Ausf. bei *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 120; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 39; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 186 Rn. 49; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 186 Rn. 69; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 141; *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 186 Rn. 62 f.; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 181.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

zugsrecht.[1476] Nicht verkannt werden darf jedoch, dass die entsprechende, in Beschlussform an Vorstand bzw. Emissionsbanken ergangene, ‚Anweisung' (bspw. zur ‚Zurückweisung'[1477] von Bezugserklärungen des ‚ausländischen' Aktionariats) ob des vorbezeichneten Auslegungsergebnisses in der Welt verbleibt. Geht man dies anbelangend nämlich davon aus, dass Vorstand bzw. Emissionsunternehmen dazu in der Lage sind, die das Bezugsrecht der ausländischen Anteilseigner restringierenden Beschlussvorgaben in die Realität umzusetzen,[1478] so dürften betroffene ausländische Aktionäre im Ergebnis nicht dazu in der Lage sein, ihre Bezugsrechte auch tatsächlich auszuüben bzw. ‚durchzusetzen', sodass sich die Frage aufdrängt, ob in der Festlegung entsprechender Maßnahmen nicht ein faktischer[1479] Partialausschluss des Bezugsrechts zulasten ‚ausländischer' Aktionäre liegt.

Diesbezüglich ist es zwar ein kleiner Trost, dass infolge der idR. börsenkursnahen[1480] Emission sowie angesichts der ‚*Default*-Option' Barausschüttung[1481], die die Wahldividendenanteile quasi ‚automatisch' ‚ins Geld' bringt, Vermögenseinbußen der von den vorbezeichneten Restriktionen affektierten ‚ausländischen' Aktionäre quasi nicht zu befürchten stehen.

An dem überaus problematischen Aspekt, dass ‚ausländischen' Aktionären infolge der präsent thematisierten Bezugsrechtsbeschränkungen aber der beteiligungswahrende Nachbezug von Aktien, den das Bezugsrecht zu gewährleisten sucht,[1482] verunmöglicht wird, ändert dies jedoch freilich nichts. Eben deshalb ist entsprechenden Festlegungen eine als faktischer[1483] personeller Teilausschluss des Rechts zum Nachbezug von Aktien zu qualifizierende Umgehung immanent, die als solche einem förmlichen

---

1476 Vgl. auch *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343.

1477 Hierzu bereits die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 1410.

1478 Zu gegenüber dieser Annahme gebotener Skepsis s. bereits die obigen Ausf. und Nachw. bei Fn. 1410.

1479 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

1480 Eingehend hierzu die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(a). Vgl. in diesem Kontext ferner auch schon die Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(b).

1481 Hierzu schon die Darlegungen in Kapitel D.III.1.c)bb) sowie diejenigen in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(c).

1482 S. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in den Fn. 1205 und 1206.

1483 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. iRv. Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Bezugsrechtsausschluss gleichzustellen ist[1484],[1485] sodass die formellen[1486] wie auch materiellen[1487] Voraussetzungen, denen die Abs. 3 und 4 des § 186 AktG einen jeden Bezugsrechtsausschluss unterwerfen, einzuhalten sind.

(b) Sachliche Rechtfertigung des in Bezugsbeschränkungen liegenden faktischen personellen Teilausschlusses des Bezugsrechts

Interessant und entscheidend ist infolge die in diesem Bezugsrahmen virulent werdende Frage danach, ob ein legitimer Zweck für den Ausschluss der ‚ausländischen' Aktionäre vom Bezugsrecht vorliegt, der diesen iSd. vom BGH in der *Kali & Salz*-Entscheidung[1488] aufgestellten Gebots einer positiven sachlichen Rechtfertigung im Gesellschaftsinteresse am Maßstab des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes rechtfertigt.[1489]

Doch wird diese Problematik in der einschlägigen Literatur nicht so dezidiert wie geboten analysiert.[1490] Dort finden sich vielmehr nahezu ausschließlich Ausführungen einer sichtlich ergebnisgetriebenen hM., die die Zulässigkeit eines partiellen Bezugsrechtsausschlusses zulasten ‚ausländischer' Aktionäre zum Zwecke der Vermeidung des administrativen und finanziellen Aufwands sowie etwaiger Haftungsrisiken, der/die mit dem Einbezug dieser Anteilseignergruppe einhergehen würde/n, mit Postulaten à la *Marsch-Barner*, der konstatiert

> „Sachlich gerechtfertigt ist auch der Ausschluss von Aktionären aus bestimmten Ländern, insb den USA, um dadurch bestimmte Prospektpflichten mit erheblichen Haftungsrisiken zu vermeiden."[1491]

1484 Im Ausgangspunkt allgM. Vgl. bereits die obigen Nachw. in Fn. 1265. Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

1485 Hierzu soweit ersichtlich nur *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343.

1486 Eingehend hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb), dort unmittelbar vor (1).

1487 Näher hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb), dort unmittelbar vor (1).

1488 Hierzu bereits die Nachw. oben in Fn. 1150.

1489 Vgl. dazu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 868.

1490 Absolute Ausnahme sind insofern die eingehenden Ausf. bei *Fraune*, Börsennot., S. 29–35 = *ders.*, RIW 1994, 126, 137–140, denen weitestgehend beizupflichten ist.

1491 *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 186 Rn. 49.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

oder à la *Vaupel/Reers*, die statuieren

> „Ein solcher Bezugsrechtsausschluss ist [...] auch zulässig, da der Gesellschaft mit der Verbreitung des Bezugsangebots außerhalb Deutschlands verbundenen Pflichten nicht zugemutet werden können."[1492],

schlicht behauptet.[1493]

Dabei wird der Aspekt, dass das Bezugsrecht als mitgliedschaftliches Grundrecht institutionell durch Art. 14 GG[1494] geschützt ist, sowie dass mit einem jeden Bezugsrechtsausschluss ein substanzschädigender Eingriff in das individuelle Mitgliedschaftsrecht verbunden ist, der grundsätzlich der materiellen Rechtfertigung durch Nachweis eines qualifizierenden Sachgrundes bedarf,[1495] freilich allenfalls mäßig ernst genommen. Die vorerwähnten, vom BGH in diesem Sachzusammenhang in der *Kali & Salz*-Entscheidung[1496] aufgestellten und in dessen ständiger Rechtsprechung[1497] fortgeführten sowie weiter ausdifferenzierten Grundsätze scheint man letztlich zur *l'art pour l'art* verkommen lassen zu wollen.

1492 *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97.

1493 IdS. *Aha*, AG 2002, 313, 326; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 120, 243; *Herfs*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin., § 5 Rn. 49; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 186 Rn. 69; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 181. Ferner wohl auch *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 48; *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 39. Zurückhaltender hingegen *Bungert/Paschos*, DZWir 1995, 221, 232 f. („wertungsmäßig problematisch"), vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Fn. 1459). Mit erheblichen Bedenken ferner auch *Fraune*, Börsennot., S. 29 ff. = *ders.*, RIW 1994, 126, 137 ff. Strikt dagegen *Krause*, ZHR 2017, 641, 64). Die Frage offenlassend hingegen *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 104 ff.; *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2344 ff.; *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 156 ff.

1494 S. hierzu aus der Rspr. BVerfG, Beschl. vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, NJW 1999, 3769, 3770. Aus der Lit. anstatt vieler *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 1.

1495 S. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1489.

1496 BGH, Urt. v. 13.03.1978 – II ZR 142/76, NJW 1978, 1316 ff.

1497 S. BGH, Urt. v. 19.04.1982 – II ZR 55/81, NJW 1982, 2444 ff. („*Holzmann*-Entscheidung": Übertragung der Grundsätze aus der *Kali & Salz*-Entscheidung auf das genehmigte Kapital); BGH, Urt. v. 09.11.1992 – II ZR 230/91, NJW 1993, 400 ff. („*Bremer Bankverein*-Entscheidung": keine Anwendbarkeit bei Genussrechtsemissionen unter dem Regime des § 221 Abs. 4 AktG); BGH, Urt. v. 07.03.1994 – II ZR 52/93, NJW 1994, 1410 ff. („*Deutsche Bank*-Entscheidung" Bezugsrechtsausschluss zwecks Börsenzulassung im Ausland); BGH, Urt. v. 23.06.1997 – II ZR 132/93, NJW 1997, 2815 ff. („*Siemens/Nold*-Entscheidung": Aufgabe der *Holzmann*-Rechtsprechung zum genehmigten Kapital).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Denn: Eine systematische Argumentation entlang des im Kontext von Bezugsrechtsausschlüssen zu bemühenden Schrankentrias,[1498] mithin die Konfrontation der Fragen, ob sich der personelle Teilausschluss des Rechts zum Nachbezug zulasten ‚ausländischer' Aktionäre (1) als einem legitimen Gesellschaftsinteresse funktionsdienlich erweist, ob dieser (2) angesichts des angestrebten Ziels auch erforderlich ist, dem maßgeblichen Gesellschaftsinteresse also nicht auch durch (eine) andere, äquivalent geeignete, jedoch weniger in die Mitgliedschaft einschneidende, Maßnahme(n) zum Durchbruch verholfen werden kann, sowie ob der Bezugsrechtsausschluss sich (3) iSe. rechtsnormativen Revision, die eine Gegenüberstellung, Gewichtung und Abwägung der Interessen der zu übergehenden ‚ausländischen' Aktionäre mit denjenigen der Gesellschaft vornimmt, als verhältnismäßig präsentiert, erfolgt iRd. betreffenden Ausführungen schlechterdings nicht.

Dies jedoch ist freilich nicht legitim. Vielmehr bedarf die Frage nach der Zulässigkeit eines personellen Partialausschlusses des Bezugsrechts zulasten ‚ausländischer' Aktionäre einer dezidierten Prüfung anhand des vorerwähnten Schrankentrias.[1499]

(aa) Funktionsdienlichkeit im legitimen Gesellschaftsinteresse

Gibt man sich dieser hin, scheint allerdings überaus fragwürdig, ob die Zulässigkeit des teilgruppendifferenzierenden personellen Ausschlusses des Rechts zum Nachbezug von Aktien zulasten ‚ausländischer' Anteilseigner nicht schon auf erster Stufe der Schrankentrias, mithin am Fehlen eines legitimen Zieles, scheitern muss.

1498 S. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1489. Explizit zur Thematik des Ausschlusses ausländischer Aktionäre von der Scrip Dividend Offerte soweit ersichtlich bislang allein *Cahn/v. Spannenberg*, in BeckOGK, AktG, Stand: 01.07.2020, § 58 Rn. 109, die formulieren: „Ob der Ausschluss ausländischer Aktionäre von einem Angebot, Dividenden-Aktien ohne Kursabschlag zu beziehen, zulässig ist, lässt sich nur im Einzelfall beurteilen. Maßgebend für die Beurteilung ist, ob die Interessen der AG an der Durchführung des Aktiendividenden-Programms, wie beispielsweise die Schonung der Liquidität oder die Vermeidung eines negativen Signals am Kapitalmarkt, und die Höhe der Kosten, die im Falle einer Bezugsrechtsemission in den ausländischen Jurisdiktionen zusätzlich anfallen würden, den Ausschluss der ausländischen Aktionäre von dem Aktienbezug bei einer Gesamtwürdigung sachlich rechtfertigen.".

1499 Hierzu soweit ersichtlich bislang allein *Fraune*, Börsennot., S. 29–35 = *ders.*, RIW 1994, 126, 137–140.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Dies deshalb, weil es den einmütig genannten Zwecken der Maßnahme, namentlich der Vermeidung von administrativem Aufwand sowie von Kosten und Haftungsrisiken insofern an der erforderlichen Schutzwürdigkeit fehlen könnte, als anderweitig ein Widerspruch zu den gesetzgeberischen Wertungen iRd. § 24 WpÜG konzipiert würde.

Letztgenannte Regelung sieht nämlich im Kontext öffentlicher Erwerbsangebote iSd. WpÜG die Möglichkeit vor, Aktionäre unter Zustimmung der BaFin vom Angebot auszunehmen, wenn andernfalls die Vorschriften eines anderen Staates bzw. anderer Staaten außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) zu beachten wären und deren Einhaltung dem Bieter unzumutbar ist, wobei bloße finanzielle Mehrbelastungen ausweislich der Gesetzesbegründung zum WpÜG explizit nicht die Unzumutbarkeit zu begründen vermögen.[1500]

Erforderlich soll es in diesem Bezugsrahmen vielmehr sein, dass für den Bieter – z.B. auf Grund der erforderlichen Mitwirkung ausländischer Aufsichtsbehörden und deren Entscheidungspraxis – bereits zu Beginn des Verfahrens vorhersehbar ist, dass er auch bei Anwendung aller Sorgfalt nicht dazu in der Lage sein wird, die rechtlichen Vorgaben der betroffenen ausländischen Rechtsordnung(en) einzuhalten.[1501]

So die Koordination multinationaler Emissionsabläufe – auch unter Einschluss des US-Marktes – aber, wie die bereits in Kapitel D.III.1.e)ee)bbb)(1)(a)(ff) angeführten Praxisbeispiele zeigen, ob der Vielzahl differierender kapitalmarktrechtlicher Regelungen der betreffenden Jurisdiktionen noch möglich scheint,[1502] dürfte Unzumutbarkeit iRd. § 24 WpÜG nur in absoluten Ausnahmekonstellationen vorliegen.

In Anbetracht der vorbezeichneten legislatorischen Wertungsentscheidung wäre es folglich nichts als konsequent, ‚bloßen' administrativen Mehraufwand sowie etwaige finanzielle Mehrbelastungen und Haftungsrisiken auch im präsenten Zusammenhang nicht zur Rechtfertigung eines partiellen Bezugsrechtsausschlusses zulasten ‚ausländischer' Aktionäre ausreichen zu lassen, den betreffenden Gesellschaftsinteressen also in diesem Hinblick ihre Legitimität abzusprechen.

Anderes gilt hiernach freilich dann, wenn es sich im Einzelfall so darstellt, dass die von den zuständigen nationalen Kapitalmarktaufsichtsbe-

---

1500 S. BT-Drucks. 13/7034, S. 51.

1501 S. BT-Drucks. 13/7034, S. 51. Dies für zu rigide erachtend *Aha*, AG 2002, 313, 324; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 467 f. mwN. in den Fn. 48 und 49.

1502 Vgl. *Schulte*, Aktienemissionsmarkt, S. 112 f. Unter Rekurs auf diesen auch *Fraune*, Börsennot., S. 31 = *ders.*, RIW 1994, 126, 138.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

hörden an die zu publizierenden Emissionsprospekte gestellten tatsächlichen wie rechtlichen Anforderungen derart gravierend unterschiedlich ausfallen, dass es der Gesellschaft schlichtweg nicht möglich sein dürfte, die Vorschriften aller Jurisdiktionen, in denen ihre Aktionäre ansässig sind, einzuhalten.[1503]

Abseits dieser Aspekte bestehen aber jedenfalls dahingehend Zweifel an der Existenz eines schutzwürdigen Gesellschaftsinteresses, als mit der Klassifizierung der Zwecke der Aufwands-, Kosten- und Haftungsrisikominimierung als zum Ausschluss des Bezugsrechts qualifizierende Sachgründe gleichsam der Ausspruch einer Präferenz für die im Bezugsrechtsausschluss liegende Benachteiligung ‚ausländischer' Aktionäre über die gleichmäßige Benachteiligung aller Aktionäre einherginge.[1504]

Letzteres ist indessen aus wertungstechnischer Perspektive deshalb höchst bedenklich, weil den ‚ausländischen' Aktionären dergestalt die Transaktionskosten des Börsenplatzregelungsregimes der betreffenden Jurisdiktion überbürdet werden, wodurch letztlich das Bemühen der betreffenden Staaten um stärkeren Anlegerschutz völlig konterkariert würde.[1505] Daran ändert auch der Umstand, dass die Gesellschaft mit dem Ausschluss des Rechts zum Nachbezug von Aktien freilich nicht die Zielsetzung verfolgt, ‚ausländische' Aktionäre schutzlos zu stellen, sondern deren Intention vielmehr darin liegt, lediglich den Anlegerschutzvorschriften des Heimatstaates, im präsenten Kontext also nur den Regelungen des deutschen Rechts, unterworfen zu sein, nicht hingegen multiplen Rechtsordnungen mit differierenden Verpflichtungen ausgesetzt zu sein,[1506] deshalb nichts, weil der ausgelöste Reflex, die Torpedierung der Anlegerschutzbemühungen der betreffenden Staaten, unabhängig von den mit dem personellen Teilausschluss des Bezugsrechts seitens der Gesellschaft verfolgten Interessen verbleibt.

1503 Davon ausgehend, es handle sich hierbei um den rechtstatsächlichen Regelfall: *Aha*, AG 2002, 313, 326; *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 42 Rn. 51; *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 243; *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 102; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 39; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG § 186 Rn. 49; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 186 Rn. 69; *Vaupel/Reers*, AG 2010, 93, 97; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 467; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 181. Andeutungsweise auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 648 f.; *Schumann*, Bezugsrecht, S. 35.

1504 S. *Bungert/Paschos*, DZWir 1995, 221, 233.

1505 S. *Bungert/Paschos*, DZWir 1995, 221, 233. Ansatzweise idS. auch *Fraune*, Börsennot., S. 30 = *ders.*, RIW 1994, 126, 138.

1506 AA.: *Fraune*, Börsennot., S. 30 = *ders.*, RIW 1994, 126, 138.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(bb) Erforderlichkeit

Damit nicht genug, schält die Prüfung der zweiten Stufe des maßgeblichen Schrankentrias ebenfalls erhebliche Vorbehalte gegen die Zulässigkeit eines entsprechenden Bezugsrechtsausschlusses heraus. Erforderlich (und in Abhängigkeit hiervon zulässig) ist ein Bezugsrechtsausschluss nämlich immer nur dann, wenn kein aus Aktionärssicht schonenderes, d.h. mit einem geringeren bzw. ohne Eingriff in das Bezugsrecht auskommendes, Mittel existiert, das ebenso gut oder gar besser geeignet ist, dem Gesellschaftsinteresse zum Durchbruch zu verhelfen.[1507]

Zu fragen ist daher im jeweiligen Einzelfall, welche Jurisdiktionen betroffen sind und wodurch die extraterritoriale Anwendbarkeit der nationalen Wertpapiervorschriften bzw. des nationalen Kapitalmarktrechts der betreffenden Rechtsordnung ausgelöst wird bzw. woran diese anknüpft. Entscheidend kommt es sodann darauf an, ob die Anwendbarkeit der einschlägigen ausländischen Regularien auch anderweitig, mittels weniger eingriffsintensiver Maßnahmen als dem personellen teilgruppendifferenzierenden Bezugsrechtsausschlusses zulasten ‚ausländischer' Aktionäre, ausgeschaltet werden kann.[1508]

Sofern dies etwa bereits durch Distributionsbeschränkungen, also dadurch, dass in den betreffenden Staaten bzw. generell außerhalb Deutschlands keine Informationen bzgl. der Emission verbreitet werden und die Weiterleitung des Bezugsangebots ins Ausland untersagt wird, ist diesem Modus Procedendi als milderes, gleich effektives Mittel, der Vorzug zu gewähren.[1509] Der präsent thematisierte Bezugsrechtsausschluss wäre infolge mangels Erforderlichkeit unzulässig.

(cc) Grundsatz der Verhältnismäßigkeit

Die Zweckdienlichkeit im Gesellschaftsinteresse sowie die Erforderlichkeit des partiellen Bezugsrechtsausschlusses zulasten ‚ausländischer' Aktionäre trotz aller vorstehend erhobenen Zweifel unterstellend, sind die iRd. Vor-

1507 S. e.g. *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 84; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 102.

1508 Zur Möglichkeit einer Verhinderung der Anwendbarkeit des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts durch ‚bloße' Distributionsbeschränkungen s. die Ausf. bei *Aha*, AG 2002, 313, 316, 325 f.

1509 IdS. auch *N. Maier*, Bezugsrechtsausschluss, S. 156 f.; *Verse*, Gleichbehandlung, S. 468.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

analyse gefundenen Zwischenergebnisse in einem finalen Sondierungsschritt einer rechtsnormativen Revision in Gestalt einer Verhältnismäßigkeitsprüfung zu unterziehen.[1510] Dieser Prüfungsschritt bildet gewissermaßen das Einlassventil zur Berücksichtigung des Ausmaßes der mitgliedschaftlichen Betroffenheit der vom Ausschluss des Rechts zum Nachbezug affektierten Aktionäre.[1511]

Zulässig ist ein Bezugsrechtsausschluss hiernach nur dann, wenn er die Verhältnismäßigkeit von Zweck und Mittel wahrt.[1512] Dergestalt ist iRe. Interessenabwägung zu analysieren, ob die Nachteile, die die vom Bezugsrechtsausschluss betroffenen Mietglieder in ihrer Rechts- und Vermögensposition erleiden, unter Berücksichtigung des im Gesellschaftsinteresse angestrebten Nutzens bzw. der für die Gesellschaft zu erwartenden Vorteile nicht unangemessen sind, mithin ob die Vorteile für die Gesamtheit die Nachteile für einzelne Aktionäre überwiegen.[1513]

Demnach ist ein Bezugsrechtsausschluss ob feststehender Funktionsdienlichkeit im Gesellschaftsinteresse und Erforderlichkeit rechtswidrig, wenn sich dieser durch eine mitunter schlechtere, ggf. mit der Gesellschaft zumutbaren wirtschaftlichen Nachteilen verbundene, ebenfalls zielführende, aber mit geringerer Eingriffsintensität bzw. mit weniger nachteiligen Folgen für die Aktionäre behaftete, Alternativlösung vermeiden lässt.[1514] Ebenso ist der Bezugsrechtsausschluss unzulässig, wenn das Interesse der Gesellschaft zu schwach ist, um die den Aktionären drohenden Nachteile zu rechtfertigen.[1515]

1510 *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 87.

1511 Ähnlich: *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 147.

1512 AllgM. S. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1154.

1513 AllgM. S. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1154.

1514 I.E. allgM., wenn auch mit Unterschieden in den Details. Vgl. hierzu anstatt vieler die Ausf. bei *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 88; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 28; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 186 Rn. 31; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 117; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 103 ff.

1515 AllgM. Vgl. aus der Rspr. BGH, Urt. v. 13.03.1978 – II ZR 142/76, NJW 1978, 1316 ff.; BGH, Urt. v. 19.04.1982 – II ZR 55/81, NJW 1982, 2444 ff.. Aus der Lit. e.g. *Ekkenga/Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 4 Rn. 185; *Fraune*, Börsennot., S. 32 = *ders.*, RIW 1994, 126, 139; *Hermanns*, in: Hennsler/Strohn, GesR, § 186 Rn. 12; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rn. 28; *Lutter*, ZGR 1979, 401, 405; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 117; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 103 ff.; *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 186 Rn. 49; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 186 Rn. 34.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Bezüglich der vorzunehmenden Gewichtungsprüfung sind primär die einzustellenden Interessen zu ermitteln.

Insofern sind auf Seiten der Gesellschaft das konkrete Finanzierungsinteresse iSd. Liquiditätsschonung, die Vermeidung der Aussendung eines negativen Signals[1516] an den Kapitalmarkt iRe. alternativ etwaig erforderlich werdenden Dividendenkürzung sowie die Vermeidung der Kosten, die im Falle einer Bezugsrechtsemission in den betreffenden ausländischen Jurisdiktionen zusätzlich anfallen würden, zu berücksichtigen.

Auf Seiten der Aktionäre sind hingegen die mitgliedschaftlichen Interessen, sprich potenzielle Vermögenseinbußen der mittels des personellen teilgruppendifferenzierenden Bezugsrechtsausschlusses übergangenen ‚ausländischen' Aktionäre durch eine etwaige Kursverwässerung sowie die Beeinträchtigung der Herrschafts- und Mitverwaltungsrechte in Gestalt des stets eintretenden Verlusts an quotaler Stimmrechtsmacht, zu gewichten.

Insofern es der Gesellschaft indes wie bereits ausgeführt iaR. kaum möglich sein dürfte, die Staaten zu identifizieren, in denen ihre Aktionäre ansässig sind,[1517] mithin zu bestimmen, ob und wie viele Anteile überhaupt von dem Ausschluss des Rechts zum Nachbezug betroffen würden, sowie ob die auszuschließenden Aktionäre aufgrund von Sperrminoritätssituationen Minderheitsrechte geltend machen könnten und der Bezugsrechtsausschluss mit einem Verlust dieser Rechtsposition einherginge, sodass den Interessen der übergangenen Aktionäre iRd. anzustellenden Abwägung ein umso stärkeres Gewicht beizumessen wäre, müsste die zur Analyse der Verhältnismäßigkeit des Bezugsrechtsausschlusses erforderliche Gewichtungsprüfung allerdings in Unkenntnis der beeinträchtigten Aktionärsinteressen ‚aufs Geratewohl' vorgenommen werden.

Ein solcher Ausschluss des Bezugsrechts ‚ins Blaue hinein' widerspräche indessen selbstredend allen vorstatuierten Regeln, ist mithin grundsätzlich unzulässig.[1518]

Lässt man dieses praktische Problem außen vor und nimmt an, es würden lediglich Gesellschaftsanteile von einigen wenigen Prozentpunkten des Grundkapitals im Ausland gehandelt und diese fänden sich in weitem Streubesitz, so stünde dem Interesse der Gesellschaft am personellen Teilausschluss des Bezugsrechts mit dem Ziel der Vermeidung der aus der extraterritorialen Anwendbarkeit der nationalen Wertpapiervorschriften

---

1516 S. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel B.III.1.a) sowie diejenigen in Kapitel B.III.1.b)aa).

1517 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1449.

1518 Hierzu soweit ersichtlich nur *Krause*, ZHR 2017, 641, 648 f.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bzw. des nationalen Kapitalmarktrechts resultierenden administrativen und finanziellen Belastungen und Haftungsrisiken hingegen nur eine geringfügige Beeinträchtigung von Aktionärsinteressen gegenüber.

Dies deshalb, weil eine (merkliche) Verwässerung der Vermögensrechte der durch den Partialausschluss des Bezugsrechts übergangenen ‚ausländischen' Aktionäre infolge der idR. börsenkursnahen[1519] Emission sowie angesichts der ‚*Default*-Option' Barausschüttung[1520] nicht droht, sowie ein entsprechender Splitterbesitz iaR. weder mit Minderheitsrechten noch mit der Möglichkeit der faktischen Einflussnahme verbunden sein dürfte, sodass die quotale Stimmrechtsverwässerung mit keiner fühlbaren Beeinträchtigung der Herrschaftsrechte einhergeht[1521].

So schön sich das auch hören lässt, darf der Ausschluss einzelner Aktionäre vom Bezugsrecht jedoch grundsätzlich[1522] keineswegs mit einem zusätzlichen Vermögensvorteil für die Begünstigten verbunden werden,[1523] sodass die iRd. bisherigen Praxis als Sicherheitsabschlag[1524] und Kaufanreizmarge[1525] gewährten Discounts iHv. 2–3 %[1526] bzw. der infolgedessen unter dem wirtschaftlichen Wert bzw. dem Kurswert liegende Bezugskurs

1519 Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(a).

1520 Hierzu schon die Darlegungen in Kapitel D.III.1.c)bb) sowie diejenigen in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(c).

1521 *Kübler*, ZBB 1993, 1, 5 mwN. in Fn. 38 weist in diesem Kontext anschaulich darauf hin, dass es für den typischen Aktionär einer Publikumsgesellschaft keine Rolle spielt, welches relative Stimmgewicht ihm sein Anteilsbesitz vermittelt. Für ihn ist es völlig irrelevant, ob ihm seine Aktien ein Stimmgewicht von 1/500.000 oder 1/1.000.000 gewähren.

1522 Der BGH bejahte in einem Fall, in dem die Ausgabe neuer Aktien zum Nennwert (anstatt zu einem erzielbaren höheren Betrag) unter Ausschluss des Bezugsrechts einiger Aktionäre erfolgte, ausnahmsweise die Rechtfertigung der Maßnahme, weil der vom Bezugsrecht ausgeschlossene Kläger die Gesellschaft unter seinen Einfluss bringen und vernichten wollte, s. BGH, Urt. v. 06.10.1990 – II ZR 150/58, NJW 1961, 26.

1523 S. *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 186 Rn. 121; *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 181.

1524 Zum Aspekt von Discounts als Sicherheitsabschlag s. die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(2).

1525 Zur Funktion des Discounts als Kaufanreizmarge s. schon die Nachw. in Fn. 39.

1526 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.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

schon für sich genommen zur Versagung der sachlichen Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses führen muss.[1527]

Schließlich darf bei alledem nicht aus dem Blick geraten, dass das deutsche Aktiengesetz seit ‚Urzeiten'[1528] und dies zum Vorbild nehmend auch der Europäische Gesetzgeber mit seiner „Zweiten Richtlinie" aus 1976, vgl. Art. 29 der Kapital-RL[1529], nunmehr Art. 72 der EU-Gesellschaftsrechts-RL[1530], die typischerweise im Kontext von Bezugsrechtsausschlüssen bestehenden Interessenkonflikte mit der Regel des Bezugsrechts und damit zulasten von Platzierungsvorteilen für die Gesellschaft iR. bezugsrechtsloser Emissionen sowie zugunsten der Interessen der Aktionäre entschieden haben.[1531]

Wenn die Ausführungen von *Kübler/Mendelson/Mundheim*[1532] zur anderen Situation in den USA also auch durchaus interessante Anregungen de lege ferenda liefern mögen, können diese iRd. aktuellen Gesetzeslage nicht wirken,[1533] liegt der Einfügung des § 186 Abs. 1 AktG, mithin der Schaffung eines zwingenden Bezugsrechts, doch eine bewusste und grundsätzliche legislatorische Wertungsentscheidung zulasten von Platzierungsvorteilen iR. bezugsrechtsloser Emissionen und zugunsten des Schutzes der Altaktionäre zugrunde.[1534]

1527 Hierzu im expliziten Kontext der Scrip Dividend soweit ersichtlich allein *Cahn/v. Spannenberg*, in BeckOGK, Stand: 01.07.2020, AktG, § 58 Rn. 108 a.E., 110 a.E. Vgl. aber ferner auch die Ausf. der in Fn. 1523 Genannten.

1528 Eingehend zur Historie des Bezugsrechts im deutschen Aktienrecht die Ausf. bei *Wiedemann*, in: GK, AktG, § 186 Rn. 1–12.

1529 S. dazu bereits den obigen Nachw. Fn. 1157.

1530 S. hierzu bereits den Nachw. oben in Fn. 1158.

1531 S. *Lutter*, in: KK, AktG, § 221 Rn. 69, dort allerdings im Kontext von Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen. AA. aber wohl *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 186 Rn. 76: „Im Ausgangspunkt steht es der Hauptversammlung frei, ob sie die Kapitalerhöhung mit oder ohne Bezugsrecht beschließt. Man kann auch nicht postulieren, dass die Bezugsrechtskapitalerhöhung einen Vorrang hätte. Die mittlerweile hoch entwickelten formalen und materiellen Voraussetzungen des wirksamen Bezugsrechtsausschlusses gemäß §§ 186, 255 Abs. 2 [AktG] machen vielmehr deutlich, dass es sich bei Einhaltung derselben um gleichwertige Alternativen handelt.".

1532 *Kübler/Mendelson/Mundheim*, AG 1990, 461 ff.

1533 S. *Lutter*, in: KK, AktG, § 221 Rn. 69, dort allerdings im Kontext von Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen.

1534 Vgl. *Lutter*, in: KK, AktG, § 221 Rn. 69, 71, dort allerdings im Kontext von Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen. Ebenso: *Fraune*, Börsennot., S. 33 = *ders.*, RIW 1994, 126, 139. AA. wohl *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 186 Rn. 76.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Hiernach vermögen nur ‚Sondersituationen', in denen die Gesellschaft im Falle der Bezugsrechtsemission mit über die üblichen Erschwerungen der Bezugsrechtsgewährung hinausgehenden, außergewöhnlichen, Nachteilen, wie dies exempli gratia im Sanierungsfall, in dem der Gesellschaft aufgrund der aus der Bezugsrechtsgewährung im Ausland resultierenden Verzögerung der Kapitalaufnahme erheblicher Schaden droht, der Fall sein kann, belastet wird, einen Bezugsrechtsausschluss zu rechtfertigen.[1535]

Dem personellen teilgruppendifferenzierenden Bezugsrechtsausschluss zulasten ‚ausländischer' Aktionäre liegt aber gerade keine demgemäße Sondersituation, sondern vielmehr derjenige typische Interessenkonflikt, bei dem sich die Gesellschaft zulasten der übergangenen (Alt-)Aktionäre Platzierungsvorteile verschaffen will, zugrunde.[1536]

Typische Situationen vermögen indes gerade kein vorrangiges Interesse der Gesellschaft am Ausschluss des Rechts zum Nachbezug von Aktien zu begründen,[1537] weshalb die sachliche Rechtfertigung eines Bezugsrechtsausschlusses zulasten ‚ausländischer' Aktionäre zum Zwecke der Verringerung des bzw. der Vermeidung von zusätzlichem Platzierungsaufwand(s) bzw. der Platzierungskosten und -risiken der Gesellschaft de lege lata ausscheiden muss.

Besonders einzuleuchten vermag dies spezifisch vor dem Hintergrund, dass es grundsätzlich für den rechtlichen Bestand der mitgliedschaftlichen Rechtsposition völlig unerheblich ist, ob die an einer deutschen Aktiengesellschaft beteiligte (rechtsfähige) Person bzw. Gesellschaft ihren Wohnsitz oder gewöhnlichen Aufenthalt bzw. Sitz im Ausland hat oder ob die betreffende Person eine ausländische Staatsangehörigkeit führt.[1538]

So § 186 Abs. 1 AktG hiermit korrespondierend nämlich einem „jedem Aktionär" das gesetzliche Bezugsrecht zuspricht, ist selbsterklärend kein anderer Schluss als der vorstatuierte angängig. Ansonsten würde nämlich nicht nur die grundsätzliche legislatorische Wertungsentscheidung zulasten von Platzierungsvorteilen für die Gesellschaft und zugunsten des Schutzes der (im konkreten Sachzusammenhang ‚ausländischen') (Alt-)Ak-

1535 S. *Lutter*, in: KK, AktG, § 221 Rn. 69, dort allerdings im Kontext von Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen.

1536 Vgl. *Lutter*, in: KK, AktG, § 221 Rn. 71, dort allerdings im Kontext von Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen. Ebenso: *Fraune*, Börsennot., S. 33 = *ders.*, RIW 1994, 126, 139.

1537 S. *Lutter*, in: KK, AktG, § 221 Rn. 69, dort allerdings im Kontext von Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen.

1538 S. *Henze/Notz*, in: GK, AktG, § 53a Rn. 100.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tionäre über Bord geworfen,[1539] vielmehr bedeutete dies bei realistischer Betrachtung auch das Ende des gesetzlichen Bezugsrechts ‚ausländischer' Aktionäre,[1540] liegt doch auf der Hand, dass die erwähnten Platzierungsvorteile iaR. angestrebt werden dürften, sodass Emissionen unter Gewährung eines Bezugsrechts (auch) zugunsten ‚ausländischer' Aktionäre infolge bald in die Geschichte eingingen.[1541] Damit aber würde der von § 186 Abs. 1 AktG vorgesehene Regelfall der Bezugsrechtsgewährung zugunsten eines jeden Aktionärs durch die Hintertür zum Ausnahmefall verkehrt; schlimmstenfalls würde das gesetzliche Bezugsrecht ‚ausländischer' Aktionäre contra legem faktisch vollständig abgeschafft.[1542]

So gut die für einen Ausschluss der ‚ausländischen' Anteilseigner angeführten Argumente daher auch sein mögen, de lege lata ist ein personeller teilgruppendifferenzierender Bezugsrechtsausschluss zulasten ‚ausländischer' Aktionäre unzulässig.[1543] Dessen Zulässigkeit ist allenfalls im Wege der Gesetzesänderung de lege ferenda zu erreichen.[1544]

(dd) Conclusio

Nach alledem steht das Gebot einer positiven sachlichen Rechtfertigung im Gesellschaftsinteresse am Maßstab des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes[1545] einem Partialausschluss des Bezugsrechts zulasten ‚ausländischer' Aktionäre grundsätzlich (mit Ausnahme von Sondersituationen, in denen eine Bezugsrechtsemission mit über die üblichen Erschwerungen der Bezugsrechtsgewährung hinausgehenden außergewöhnlichen Nachteilen verbunden wäre, dann aber auch nur, wenn die Ausgabe der Aktien zum Marktpreis erfolgt) entgegen.

1539 Explizit zu dieser gesetzgeberischen Wertungsentscheidung und deren Implikationen *Lutter*, in: KK, AktG, § 221 Rn. 69, dort allerdings im Kontext von Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen; dem folgend auch *Fraune*, Börsennot., S. 33 = *ders.*, RIW 1994, 126, 139.

1540 Explizit idS. auch *Lutter*, in: KK, AktG, § 221 Rn. 71, dort allerdings im Kontext von Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen; dem folgend auch *Fraune*, Börsennot., S. 33 = *ders.*, RIW 1994, 126, 139.

1541 S. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1540.

1542 S. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1540.

1543 S. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1540.

1544 Explizit idS. auch *Lutter*, in: KK, AktG, § 221 Rn. 69, 71, dort allerdings im Kontext von Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen.

1545 Vgl. hierzu schon die Nachw. in Fn. 1489.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Dies anbelangend bestehen nämlich bereits erhebliche Zweifel daran, ob den seitens der Gesellschaft mit dem personellen teilgruppendifferenzierenden Ausschluss des Rechts zum Nachbezug von Aktien zulasten ‚ausländischer' Aktionäre verfolgten Zwecken (der Vermeidung des mit deren Einbeziehung einhergehenden administrativen und finanziellen Aufwands sowie etwaiger Haftungsrisiken) nicht bereits die zur sachlichen Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses obligatorische Legitimität abzusprechen ist, weil der präsent thematisierte Bezugsrechtsausschluss unweigerlich mit der Nebenwirkung einhergeht, die Anlegerschutzbemühungen tangierter Jurisdiktionen zu unterminieren und es aufgrund dieser Faktizität zum Allermindesten wertungsmäßig überaus bedenklich scheint, das verfolgte Gesellschaftsinteresse als schutzwürdig zu klassifizieren.

Hiervon abgesehen dürften regelmäßig mildere, aus Aktionärssicht weniger einschneidende, Mittel, bspw. in Form ‚bloßer' Distributionsbeschränkungen, existieren, die äquivalent geeignet sind, die extraterritoriale Anwendbarkeit konfligierenden Drittstaatenrechts zu unterbinden und dergestalt die Entstehung etwaiger Anmelde-, Genehmigungs- und Publikationserfordernisse sowie hiermit in Verbindung stehende Haftungsrisiken zu vermeiden, sodass die sachliche Rechtfertigung eines partiellen Bezugsrechtsausschlusses zulasten ‚ausländischer' Aktionäre iaR. am Gebot der Erforderlichkeit scheitert.

Abgesehen hiervon dürfte dem präsent thematisierten Bezugsrechtsausschluss die sachliche Rechtfertigung jedenfalls regelmäßig mit Blick darauf zu versagen sein, dass die zur Prüfung der Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne anzustellende Interessenabwägung infolge der iaR. nicht möglichen Identifizierbarkeit der vom personellen Teilausschluss des Rechts zum Nachbezug betroffenen Aktionäre nicht angestellt werden kann. Ein derartiger Bezugsrechtsausschluss ‚ins Blaue hinein', sprich ohne jede bzw. unter allenfalls vager Berücksichtigung der hierdurch erfolgenden Beeinträchtigungen der Mitwirkungs- und Herrschaftsrechte der mittels des Ausschlusses des Rechts zum Nachbezug übergangenen (Alt-)Aktionäre, widerspräche allen Regeln.

Doch selbst wenn man die zuletzt thematisierten praktischen Probleme beiseite schiebt und stattdessen annimmt, es würden lediglich Gesellschaftsanteile von einigen wenigen Prozentpunkten des Grundkapitals an ausländischen Börsen gehandelt und diese fänden sich (realitätsnah unterstellt) in weitem Streubesitz, so dürften die mit dem personellen teilgruppendifferenzierenden Ausschluss des Rechts zum Nachbezug von Aktien zulasten ‚ausländischer' Aktionäre verfolgten Gesellschaftsinteressen in Anbetracht der § 186 Abs. 1 AktG immanenten grundsätzlichen legislatori-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

schen Wertungsentscheidung iaR. außer Verhältnis zu den aus dem Bezugsrechtsausschluss resultierenden nachteiligen Konsequenzen für die übergangenen (Alt-)Aktionäre stehen.

Vorerwähnte gesetzgeberische Grundsatzentscheidung berücksichtigend sind Bezugsrechtsausschlüsse nämlich selbst unter ‚Einpreisung' dessen, dass es sich iRd. präsent thematisierten Konstellation iaR. um eine börsenkursnahe Emission handelt,[1546] eine Verwässerung der Vermögensrechte der (Alt-)Aktionäre mithin nicht droht, sowie dessen, dass im Falle der Nichtausübung des Wahlrechts die ‚*Default*-Option' Barausschüttung[1547] greift und damit jedenfalls in vermögensrechtlicher Hinsicht eine ‚Kompensation' bzw. mit Blick auf die Eigenschaft als Wahlrecht die Lieferung des Substituts erfolgt, allenfalls in Ausnahmefällen zulässig,[1548] nämlich dann, wenn die Durchführung einer Bezugsrechtsemission (auch) im Ausland für die Gesellschaft mit außergewöhnlichen, deutlich über die normalen Belastungen der Bezugsrechtsgewährung hinausgehenden, Nachteilen (wie dies z.B. in Sanierungsfällen denkbar ist, wenn jegliche Verzögerung der Kapitalaufnahme erhebliche Schäden für die Gesellschaft zur Konsequenz hätte) verbunden ist. Dem personellen teilgruppendifferenzierenden Bezugsrechtsausschluss zulasten ‚ausländischer' Aktionäre liegt aber gerade keine derartige Sondersituation, sondern vielmehr der typische Interessgegensatz zugrunde, den der deutsche wie auch der europäische Gesetzgeber mit dem gesetzlichen Bezugsrecht beantwortet haben. Im Regelfall[1549] fehlt es folglich an der Verhältnismäßigkeit im engeren Sinn, sodass das Erfordernis einer sachlichen Rechtfertigung der Zulässigkeit eines personellen Teilausschlusses des Rechts zum Nachbezug von Aktien zulasten ‚ausländischer' Anteilseigner entgegensteht.

ff) Zusammenfassung der Erkenntnisse zum Problemkreis Bezugsrecht

Zusammenfassend lässt sich nach alledem bzgl. der Erkenntnisse rund um den ‚Stolperstein' Bezugsrecht das Nachfolgende konstatieren:

1546 Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(a).

1547 Hierzu schon die Darlegungen in Kapitel D.III.1.c)bb) sowie diejenigen in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(c).

1548 S. *Lutter*, in: KK, AktG, § 221 Rn. 69, dort allerdings im Kontext von Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen.

1549 Insofern ist in jedem Fall eine Abwägung der konkreten Interessen erforderlich.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

1. Die pauschalierende Annahme der hM.[1550], dass iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien infolge einer Gesamtanalogie zu § 186 AktG stets ein dem gesetzlichen Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 S. 1 AktG nachempfundenes,[1551] gegenüber diesem schwächeres,[1552] vorrangiges Erwerbsanrecht zugunsten der (Alt-)Aktionäre besteht, vermag nach der hier vertretenen Ansicht nicht zu überzeugen. Dies aufgrund dessen, dass es sowohl an einer zur Begründung einer solchen Analogie erforderlichen planwidrigen Regelungslücke als auch an der entsprechend obligatorischen Vergleichbarkeit der Interessenlagen fehlt. Folgt man daher der hier vertretenen Ansicht, so bildet das Bezugsrecht schon gar keinen ‚Stolperstein', weil eine entsprechende Rechtsposition gar nicht erst existiert.

2. Unterstellt man hingegen im Einklang mit der hM.[1553] die Existenz einer solchen Rechtsposition, so führt die Restriktion dieses Rechts durch die Festlegung eines Bezugsverhältnisses jedenfalls nicht zum Erfordernis der Vornahme eines teilweisen Bezugsrechtsausschlusses für ‚Spitzenbeträge'[1554], wird das Bezugsrecht der Aktionäre durch die Festsetzung des Bezugsverhältnisses doch keineswegs, auch nicht teilweise, ausgeschlossen, sodass – und hierin liegt der maßgebliche Unterschied zum Teilausschluss des Bezugsrechts für ‚Spitzenbeträge' – iRd. präsenten Konstellation schließlich keine Aktien ausgegeben werden, die nicht in den Depots der bezugsberechtigten (Alt-)Aktionäre landen. Vielmehr ist jede einzelne Aktie (beziehentlich des Bezugs einer ganzen Aktie: anteilig) bezugsberechtigt[1555] sowie es Aktionären mit überschießenden Bezugsrechten selbstverständlich freisteht, diese zu liquidieren oder die erforderliche Anzahl an Dividendenansprüchen (und die gewissermaßen hierin inkarnierten[1556] Bezugsrechte) zuzukaufen und diese durch entsprechende Ausübung des Wahlrechts zum Aktienbezug einzusetzen.[1557]

1550 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1551 Vgl. dazu schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 889.
1552 Hierzu schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 890.
1553 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1554 S. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in den Fn. 1236 und 1237.
1555 Vgl. dazu bereits den Nachw. in Fn. 1243.
1556 Eingehend zum Aspekt der ‚Inkarnation' des Bezugsrechts im Wahldividendenanteil die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(3).
1557 Vgl. dazu bereits die Nachw. in Fn. 1244.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Hieran vermag schließlich auch der Umstand nichts zu ändern, dass es an entsprechenden Gelegenheiten zum Erwerb weiterer Bezugsrechte mangels eines börslichen Bezugsrechtshandels[1558] sowie mangels eines seitens der Gesellschaft organisierten Bezugsrechts- bzw. Wahldividendenanteilshandels realiter iaR.[1559] fehlen dürfte.[1560]

In diesem Umstand einen de facto-Bezugsrechtsausschluss zu erblicken, der aus Gründen des effektiven Umgehungsschutzes die Anwendung der Abs. 3 und 4 des § 186 AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG) erforderte, überzeugt zum einen nämlich schon aufgrund dessen nicht, dass sich die grundsätzliche Übertragbarkeit der Wahldividendenanteile (sowie der hierin inkarnierten[1561] Bezugsrechte) von der vorstatuierten Faktizität schlichtweg nicht tangiert findet, zum anderen aber auch mit Hinblick auf den Umstand nicht, dass die Erschwerungen nicht ohne sachliche Notwendigkeit bestehen, wenn das Bezugsverhältnis – wie unterstellt – sachlich durch den (Börsen-)Wert der Aktie gerechtfertigt ist.

3. Weitere Fragen wirft die von der hM.[1562] getroffene Annahme der Existenz eines iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien bestehenden bezugsrechtsähnlichen[1563] Vorerwerbsanrechts[1564] daneben in Kontext dessen auf, als hieraus folgen muss, dass den Aktionären analog § 186 Abs. 1 S. 2 AktG eine Bezugs- bzw. ‚Überlegungsfrist' von zwei Wochen zu gewähren ist sowie als Entscheidungsgrundlage analog § 186 Abs. 2 S. 1 AktG schon zu Beginn der Ausübungsfrist der Ausgabebetrag oder jedenfalls die Grundlagen für dessen Festlegung bekannt zu machen sind. Wird nur letzteres angegeben, so ist der Ausgabebetrag analog § 186 Abs. 2 S. 2 AktG spätestens drei Tage vor Ablauf der Bezugsfrist bekannt zu machen.

   Insofern mag es sich nämlich, je nach kapitalmarktlicher Lage zum Ausschüttungszeitpunkt sowie der jeweiligen Grundvolatilität der Aktie des emittierenden Unternehmens, durchaus anbieten, zwar allen di-

---

1558 Hierzu schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 1247.
1559 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1248.
1560 S. in diesem Sachzusammenhang auch die Ausf. und Nachw. in Fn. 1249.
1561 Eingehend zum Aspekt der ‚Inkarnation' des Bezugsrechts im Wahldividendenanteil die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(3).
1562 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1563 Vgl. dazu bereits die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 889 sowie Fn. 890.
1564 Vgl. dazu auch die Nachw. in Fn. 1455.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

videndenberechtigten Aktionären unter Wahrung des allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 53a AktG) das Wahlrecht anzutragen, das Bezugsrecht der Anteilseigner indessen formal insgesamt auszuschließen. Dergestalt vermag es die Gesellschaft zu vermeiden, an die in § 186 Abs. 2 S. 2 AktG normierte Pflicht zur Bekanntgabe des Ausgabepreises spätestens drei Tage vor Ende der Bezugsfrist gebunden zu sein[1565] und den damit verbundenen Sicherheitsabschlag, der den Platzierungserlös verringert, in Kauf nehmen zu müssen.

Ein derartiger, unter Gewährung eines ‚faktischen Bezugsrechts' erfolgender, ‚bloß' formal-rechtlicher, Bezugsrechtsausschluss mit dem Zweck, die Wahldividende zu flexibleren (Preisfestsetzungs-)Bedingungen umsetzen zu können, ist nach hier vertretener Ansicht unter Fokussierung des Telos des Bezugsrechts ohne Weiteres zulässig. Dies deshalb, weil die Interessen der (Alt-) Aktionäre in der vorliegend zu analysierenden Konstellation in Anbetracht der ‚faktischen Bezugsrechtsgewährung' schlechterdings nicht gefährdet werden, sodass es auch nicht des Eingriffs der ‚Schutzmechanismen' der Abs. 3 und 4 des § 186 AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG) bedarf. Überdies legt auch ein Blick auf § 186 Abs. 3 S. 4 AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG) die Unbedenklichkeit eines entsprechenden Bezugsrechtsausschlusses nahe: Durch die Preisfestsetzung nahe am aktuellen Börsenkurs und den faktisch auf max. 10 % des Grundkapitals beschränkten Umfang der unter Bezugsrechtausschluss ausgegebenen Aktien werden die Interessen der Aktionäre angemessen gewahrt, zumal die – nur unter Ausschluss des Bezugsrechts mögliche – Erzielung eines möglichst hohen Ausgabebetrages für die Aktien ganz deutlich im Interesse der Gesellschaft liegt. Und selbst wenn man all dies für nicht überzeugend halten wollte, bildet die Vermeidung von Spekulationen und Wertschwankungen jedenfalls einen den ‚rein' formal-rechtlichen Bezugsrechtsausschluss rechtfertigenden Sachgrund, sodass nach hier vertretener Ansicht keine Zweifel an der Zulässigkeit des präsent thematisierten Vorgehens bestehen.

4. Schließlich stellt sich im Kontext von Bezugsbeschränkungen, wiederum mit der hM.[1566] davon ausgehend, dass iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien ein dem gesetzlichen Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 S. 1

1565 Vgl. dazu bereits die Nachw. in Fn. 1304.
1566 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

AktG nachempfundenes,[1567] gegenüber diesem schwächeres,[1568] vorrangiges Erwerbsanrecht zugunsten der (Alt-)Aktionäre besteht, die Frage nach der Zulässigkeit von Distributions- und/oder Verkaufs- bzw. Bezugsbeschränkungen.

Interessant ist die Vornahme derartiger Beschränkungen aus Gesellschaftsperspektive nämlich deshalb, weil zahlreichen ausländischen Rechtsordnungen sog. *long-arm statutes* immanent sind, die die extraterritoriale Anwendung nationaler Wertpapiervorschriften bzw. nationalen Kapitalmarktrechts anordnen,[1569] woraus zusätzliche Belastungen und Risiken wie Prospektpflicht und -haftung für die emittierende Gesellschaft resultieren, die per entsprechender Beschränkung schlicht vermieden werden können.

Im vorstehenden Kontext ist allerdings streng zwischen ‚bloßen' Distributions- und – diesen gegenüber in der Eingriffsintensität deutlich gesteigerten – Bezugsbeschränkungen zu differenzieren.

a) Wird das Bezugsangebot iSv. Distributionsbeschränkungen lediglich nicht ‚in alle Welt' getragen, sondern pragmatisch aufgrund von Kosten-Nutzen-Erwägungen nach räsonablen Kriterien im Hinblick auf die Verbreitung beschränkt, ist dies unbedenklich, kommt die Gesellschaft der analog § 186 Abs. 1 S. 1 AktG an sie gerichteten Pflicht, „jedem Aktionär" ein Recht zum Nachbezug von Aktien einzuräumen, im Falle einer ‚bloßen' Distributionsbeschränkung doch uneingeschränkt nach.[1570]

   Ferner präsentieren sich derartige Distributionsbeschränkungen auch vor dem Hintergrund des § 53a AktG als unproblematisch, scheint doch bereits überaus fraglich, ob die Implementation von Versendungsbeschränkungen den aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz aus § 53a AktG vor dem Hintergrund, dass keine aktienrechtliche Pflicht zur Verbreitung des Bezugsangebots im Ausland existiert, überhaupt tangiert.

   Jedenfalls aber geschähe die Implementation von Versendungsbeschränkungen, so man in der hierdurch herbeigeführten, zulasten ‚ausländischer' Aktionäre gehenden, Informationsasymmetrie im

1567 Vgl. dazu schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 889.
1568 Hierzu schon die Ausf. und Nachw. in Fn. 890.
1569 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1385.
1570 Vgl. dazu bereits die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 889 sowie Fn. 890.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Ausgangspunkt eine Ungleichbehandlung erspähen will, nicht willkürlich, sondern fände sich unter spezifischer Berücksichtigung der geringen, das Bezugsrecht selbst nicht antastenden, Eingriffsintensität im Interesse der Gesellschaft sachlich gerechtfertigt.

b) Etwas anderes gilt hingegen für Bezugsbeschränkungen, so diese gegenüber ‚bloßen' Distributionsbeschränkungen nicht ‚nur' die Verbreitung des Angebots unterbinden, sondern vielmehr darauf abzielen, das den (Alt-)Aktionären nach hM.[1571] analog § 186 Abs. 1 S. 1 AktG zu gewährende bezugsrechtsähnliche[1572] Vorerwerbsanrecht[1573] tatsächlich zu beschränken. Derartigen Restriktionen ist nämlich eine als faktischer personeller Teilausschluss des Rechts zum Nachbezug von Aktien zu qualifizierende Umgehung immanent, die als solche einem förmlichen Bezugsrechtsausschluss gleichzustellen ist[1574],[1575] sodass die formellen[1576] wie auch materiellen[1577] Voraussetzungen, denen die Abs. 3 und 4 des § 186 AktG einen jeden Bezugsrechtsausschluss unterwerfen, einzuhalten sind.

Die Prüfung der hiernach an den Partialausschluss des Bezugsrechts zulasten ‚ausländischer' Aktionäre zu stellenden Anforderungen ergibt jedoch, dass das Gebot einer positiven sachlichen Rechtfertigung im Gesellschaftsinteresse am Maßstab des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes[1578] der Maßnahme entgegensteht.

So scheint es mit Blick darauf, dass der präsent thematisierte Bezugsrechtsausschluss unweigerlich mit der Nebenwirkung einherginge, dass Anlegerschutzbemühungen tangierter Jurisdiktionen unterminiert würden, schon aus wertungstechnischer Sicht überaus bedenklich, das verfolgte Gesellschaftsinteresse überhaupt als schutzwürdig zu klassifizieren.

1571 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1572 Vgl. dazu bereits die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 889 sowie Fn. 890.
1573 Vgl. dazu auch die Nachw. in Fn. 1455.
1574 Im Ausgangspunkt allgM. Vgl. bereits die obigen Nachw. in Fn. 1265. Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).
1575 Hierzu soweit ersichtlich nur *Kuntz/Stegemann*, ZIP 2016, 2341, 2343.
1576 Eingehend hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb), dort unmittelbar vor (1).
1577 Näher hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd)bbb), dort unmittelbar vor (1).
1578 Vgl. hierzu schon die Nachw. in Fn. 1489.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Jedenfalls aber dürfte die sachliche Rechtfertigung eines entsprechenden Bezugsrechtsausschlusses iaR. an der fehlenden Erforderlichkeit dessen scheitern, existieren doch regelmäßig mildere, aus Aktionärssicht weniger einschneidende, Mittel, z.B. etwa ‚bloße' Distributionsbeschränkungen, die äquivalent geeignet sind, die extraterritoriale Anwendbarkeit konfligierenden Drittstaatenrechts zu unterbinden und dergestalt die Entstehung etwaiger Anmelde-, Genehmigungs- und Publikationserfordernisse sowie hiermit in Verbindung stehende Haftungsrisiken zu vermeiden.

Schließlich widerspräche ein derartiger Bezugsrechtsausschluss ‚ins Blaue hinein' – ohne zu wissen wie viele Anteile überhaupt betroffen sind – allen Regeln, weil die iRd. Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne vorzunehmende Interessenabwägung dergestalt nicht stattfinden kann.

Und selbst wenn man in letzterem Kontext unterstellt, dass lediglich Gesellschaftsanteile von einigen wenigen Prozentpunkten des Grundkapitals an ausländischen Börsen gehandelt werden und sich diese (realitätsnah) in weitem Streubesitz finden, sodass eine Beeinträchtigung etwaiger Minderheitsrechte nicht droht, vermag das Interesse der Gesellschaft unter Berücksichtigung der § 186 Abs. 1 AktG immanenten grundsätzlichen legislatorischen Wertungsentscheidung zulasten von Platzierungsvorteilen für die Gesellschaft und zugunsten des Schutzes der (Alt-)Aktionäre nur in krassen Ausnahmefällen, z.B. in Sanierungssituationen, in denen jegliche Verzögerung der Kapitalaufnahme erhebliche Schäden für die Gesellschaft zur Konsequenz hätte, zu überwiegen. Im Regelfall[1579] fehlt es bzgl. solcher Maßnahmen hingegen an der Verhältnismäßigkeit im engeren Sinn, sodass das Erfordernis einer sachlichen Rechtfertigung der Zulässigkeit eines personellen Teilausschlusses des Rechts zum Nachbezug von Aktien zulasten ‚ausländischer' Anteilseigner entgegensteht.

1579 Diesbezüglich ist in jedem Fall eine Abwägung der konkreten Interessen erforderlich.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

f) Strukturierung der Transaktion & Implementierung des *Treasury*-Instruments

Die Erörterung dieser zentralen rechtstechnischen Aspekte der Strukturierungsvariante vorausgeschickt, soll im Folgenden auf die wesentlichen Schritte iRd. Abwicklung einer solchen Transaktion eingegangen werden.

aa) Veröffentlichung der Einladung zur HV

Zu beginnen ist diesbezüglich stets mit der Vorbereitung der Implementierung des *Treasury*-Instruments, die weit, idR. ca. 4–6 Monate, vor dem Tag der Hauptversammlung, die gemäß § 123 Abs. 1 AktG mindestens dreißig Tage vor dem Tage der Versammlung einzuberufen ist, anfängt. Dies aufgrund dessen, dass Vorstand und Aufsichtsrat die Gegenstände der Tagesordnung, über die die Hauptversammlung beschließen soll, gemäß § 124 Abs. 3 S. 1 AktG bereits in der Einladung zur Hauptversammlung anzugeben sowie Vorschläge zur Beschlussfassung zu machen haben.

Dementsprechend hat die Einladung zur Hauptversammlung im Kontext der Offerte einer als Ausschüttung einer wahlweisen (vgl. §§ 262 ff. BGB) echten Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG konzipierten Scrip Dividend einen Gewinnverwendungsvorschlag sowie, soweit man annimmt, es handle sich bei der in diesem Rahmen erfolgenden Wiederveräußerung eigener Aktien um eine „andere Veräußerung“[1580] iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG und keine entsprechende ‚Wiederveräußerungsermächtigung‘ vorhanden ist, einen Vorschlag bzgl. der Beschlussfassung über die (Ermächtigung zur) Wiederveräußerung eigener Aktien iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG iRd. Ausschüttung als wahlweise ‚echte‘ Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG zu enthalten.

Insofern im Zentrum der rechtstechnischen Strukturierung einer Scrip Dividend als wahlweise, vgl. §§ 262 ff. BGB, ‚echte‘ Sachausschüttung iSd. § 58 Abs. 5 AktG ein iRd. Arbeit als Wahldividendenbeschluss bezeichneter Gewinnverwendungsbeschluss steht,[1581] der seinerseits gemäß der obigen Ausführungen in Kapitel B.I[1582] und II primär voraussetzt, dass der HGB-Abschluss einen ausschüttungsfähigen Bilanzgewinn für das letzte Geschäftsjahr ausweist sowie dass die Gesellschaft über einen ausreichen-

1580 Eingehend hierzu die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.a)dd).
1581 Eingehend hierzu die Ausf. in Kapitel Kapitel D.III.1.c)dd).
1582 S. in diesem Kontext auch insbesondere die Ausf. in Fn. 199.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

den[1583] Bestand an gemäß § 71 Abs. 1 AktG erworbenen eigenen Aktien verfügt, die sie gemäß der obigen Ausführungen in Kapitel D.III.1.a)cc) zur Ausschüttung iRe. (wahlweisen, vgl. §§ 262 ff. BGB) Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG verwenden kann, hat sich dies freilich im zu veröffentlichenden Gewinnverwendungsvorschlag niederzuschlagen. Ein solcher könnte wie folgt lauten:

> Aufsichtsrat und Vorstand schlagen vor, den aus dem Geschäftsjahr [Jahr] zur Verfügung stehenden Bilanzgewinn in Höhe von € [Betrag] zur Ausschüttung einer Dividende in Höhe von € [Betrag] je dividendenberechtigter Stückaktie, die wahlweise in bar oder in Form von Aktien der Gesellschaft geleistet wird, zu verwenden, und den verbleibenden Betrag in Höhe von € [Betrag] als Gewinnvortrag auf neue Rechnung vorzutragen.
>
> Die Dividende wird wahlweise als Bardividende oder für einen Teil der Dividende zur Begleichung der Steuerschuld in bar und für den verbleibenden Teil der Dividende als Sachdividende im Sinne des § 58 Abs. 5 AktG in Form von eigenen Aktien der Gesellschaft geleistet.
>
> [bzw. alternativ zu letzterem Absatz, so die Ausschüttung in vollem Umfang aus dem steuerlichen Einlagekonto iSd. § 27 KStG erfolgt]:
>
> Die Dividende wird wahlweise in bar oder als Sachdividende im Sinne des § 58 Abs. 5 AktG in Form von eigenen Aktien der Gesellschaft geleistet.
>
> Die Einzelheiten zur Bar- sowie zur Sachausschüttungskomponente werden in einem Dokument erläutert, das den Aktionären über die Internetseite der [Name der Gesellschaft] zur Verfügung gestellt wird und insbesondere Informationen über die Anzahl und die Art der Aktien enthält und in dem die Gründe und Einzelheiten zum Dividendenwahlrecht dargelegt werden.
>
> Die Zahlung der Dividende erfolgt voraussichtlich am [Datum].[1584]
>
> Sofern die Zahl der aufgrund der Ausübung des Wahlrechts zu liefernden Aktien jedoch die Zahl der zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden Aktien übersteigt, kann eine Auszahlung der Dividende auf-

1583 S. in diesem Kontext auch die Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb) zu den Aspekten der Angebotskontingentierung sowie der Repartierung.

1584 S. in diesem Kontext bereits die Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(d).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

grund der dann notwendigen verhältnismäßigen Zuteilung erst am [Datum] erfolgen.

Die Dividende unterliegt der Besteuerung. Daher wird das Wahlrecht dergestalt restringiert, dass ein Teilbetrag in Höhe von etwa 28 % der Dividende je Stückaktie zwingend in bar ausgeschüttet und in Abhängigkeit vom steuerlichen Status der jeweiligen Aktionäre ganz oder teilweise an die Steuerbehörden abgeführt wird.

[bzw. alternativ zu letzterem Absatz, so die Ausschüttung in vollem Umfang aus dem steuerlichen Einlagekonto iSd. § 27 KStG erfolgt]:

Da die Dividende in vollem Umfang aus dem steuerlichen Einlagekonto im Sinne des § 27 des Körperschaftsteuergesetzes (nicht in das Nennkapital geleistete Einlagen) geleistet wird, erfolgt die Auszahlung ohne Abzug von Kapitalertragsteuer und Solidaritätszuschlag. Bei inländischen Aktionären unterliegt die Dividende damit nicht der Besteuerung. Dies gilt sowohl für die Barausschüttung als auch soweit die Dividende als Sachausschüttung im Sinne des § 58 Abs. 5 AktG in Form von Aktien geleistet wird. Eine Steuererstattungs- oder Steueranrechnungsmöglichkeit ist mit der Dividende nicht verbunden. Die Ausschüttung mindert nach Auffassung der deutschen Finanzverwaltung die steuerlichen Anschaffungskosten der Aktien. Übersteigt jedoch die Ausschüttung die Anschaffungskosten des Aktionärs, ist der entstehende Gewinn zu versteuern.

Es ist diesbezüglich völlig legitim, im Gewinnverwendungsvorschlag (wie auch im späteren Beschluss) auf die Darstellung weiterer Einzelheiten der Bar- und Sachdividendenkomponente zu verzichten und stattdessen auf das zu veröffentlichende prospektbefreiende Dokument sowie ggf. ein ergänzend hierzu, zumeist in Q&A-Form, veröffentlichtes freiwilliges ‚Informationspapier', das die praktisch relevanten Fragen zur Aktiendividende zusammenfassend in prägnanter Form beantwortet, zu verweisen.[1585]

1585 S. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Verw. in den Fn. 1094 und 1095.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bb) Veröffentlichung der nach WpPG/EU-ProspektVO erforderlichen Dokumentation: Prospektpflichtigkeit & prospektbefreiendes Dokument

Während die Veröffentlichung eines entsprechenden ‚Informationsmemorandums' aber freiwillig erfolgt, liegt es bzgl. der Veröffentlichung eines prospektbefreienden Dokuments mitnichten so.[1586]

aaa) Grundsatz: Prospektpflichtigkeit

Insofern könnte man zunächst gar meinen, die Gesellschaft wäre gemäß § 3 Abs. 1 WpPG (§ 3 Abs. 1 WpPG a.F.[1587]) iVm. § 2 Nr. 2 WpPG (§ 2 Nr. 4 WpPG a.F.[1588]) zur Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts verpflichtet, ergibt sich doch aus dem Umstand, dass die EU-ProspektVO für Bezugsrechtsemissionen Erleichterungen bzgl. des Inhalts des Wertpapierprospekts vorsieht,[1589] dass solche grundsätzlich als prospektpflichtiges öffentliches Angebot anzusehen sind.[1590]

bbb) Ausnahme von der Prospektpflichtigkeit: Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F.[1591])

Allerdings darf diesbezüglich nicht die in Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F.) vorgesehene Ausnahme vernachlässigt

---

1586 S. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Verw. in den Fn. 1094 und 1095.

1587 Durch das Gesetz zur weiteren Ausführung der Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen v. 8. Juli 2019, BGBl. I, S. 1002 ff., erfuhr das WpPG fundamentale Änderungen. Vgl. dazu e.g. die Ausf. bei *Groß*, KapMR, 7. Aufl., Vorb. zum WpPG, Rn. 9.

1588 S. in diesem Kontext schon die obigen Ausf. in Fn. 1589.

1589 Vgl. Anhänge XXIII und XXIV EU-ProspektVO.

1590 S. *Gätsch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 7 Rn. 14; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 51; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 690 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 33.

1591 S. in diesem Kontext schon die obigen Ausf. in Fn. 1589. In diesem Sachzusammenhang ist ferner darauf hinzuweisen, dass sich sämtliche der 2019er Scrip Dividend-Offerten freilich auf den Prospektbefreiungstatbestand des § 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F. stützen, trat das Gesetz zur weiteren Ausführung der Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen v. 8. Juli 2019, BGBl. I, S. 1002 ff., doch erst zum 21. Juli 2019 in Kraft, sodass für die

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

werden, derer nach die Pflicht zur Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts für an die Aktionäre ausgeschüttete Dividenden in Form von Aktien derselben Gattung wie die Aktien, für die solche Dividenden ausgeschüttet werden, unter der Auflage der Veröffentlichung eines prospektbefreienden Dokuments[1592] entfällt.

Ob des interpretationsbedürftigen Wortlauts der Regelung soll primärer Anwendungsbereich der Norm ausweislich der Gesetzesbegründung[1593] die Ausschüttung von Sachdividenden iSd. § 58 Abs. 5 AktG, iRd. Aktien derselben Gattung ausgeschüttet werden, wie die Aktien, für die diese als Dividende ausgeschüttet werden, sein.[1594]

Doch ist überaus zweifelhaft, ob es sich insofern überhaupt um ein die Prospektpflicht auslösendes öffentliches Angebot iSd. § 3 Abs. 1 WpPG (§ 3 Abs. 1 WpPG a.F.) iVm. § 2 Nr. 2 WpPG (§ 2 Nr. 4 WpPG a.F.) handeln kann. Dies aufgrund dessen, dass Sachdividenden iSd. § 58 Abs. 5 AktG (in Form von eigenen Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG) nicht angeboten, sondern – und zwar ohne dass einzelne Aktionäre eine Entscheidung über den Kauf oder die Zeichnung der Wertpapiere iSv. § 2 Nr. 2 WpPG (§ 2 Nr. 4 WpPG a.F.) treffen könnten – auf Grundlage eines entsprechenden Hauptversammlungsbeschlusses ausgeschüttet werden, den Anteilseignern im Regelfall der girosammelverwahrten Aktien am ‚Ex-Tag'[1595] also ohne deren Mitwirkung schlicht giromäßig zugebucht werden, sodass ein öffentliches Angebot schon terminologisch nicht vorliegen kann.[1596]

---

betreffenden Angebote einer Wahldividende noch die Rechtslage vor der Novellierung maßgeblich war.

1592 Vgl. den jeweiligen Wortlaut der Regelungen: „[...], sofern ein Dokument zur Verfügung gestellt wird, das Informationen über die Anzahl und die Art der Aktien enthält und in dem die Gründe und Einzelheiten zu dem Angebot dargelegt werden.".

1593 Begr. RegE Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz (Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 203/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG), BT-Drs. 14/4999, S. 30.

1594 S. hierzu e.g. auch die Ausf. bei *Straßner/Grosjean*, in: Heidel, WpPG, § 4 Rn. 6; *Groß*, KapMR, 6. Aufl., § 4 WpPG Rn. 5 bzw. *ders.*, KapMR, 7. Aufl., Art. 1 EU-ProspektVO, Rn. 34.

1595 Tag der giromäßigen Einbuchung der Dividende, sprich der Tag, ab dem die Aktien ohne das Recht auf die Dividende wieder gehandelt werden.

1596 S. hierzu e.g. die Ausf. bei *Straßner/Grosjean*, in: Heidel, WpPG, § 4 Rn. 6; *Groß*, KapMR, 6. Aufl., § 4 WpPG Rn. 5 mwN. in Fn. 39 bzw. *ders.*, KapMR, 7. Aufl., Art. 1 EU-ProspektVO, Rn. 34 mwN. in Fn. 54; *Heidelbach*, in: Schwark/Zimmer, KMK § 4 WpPG, Rn. 17; *Holzborn/Mayston*, in: Holzborn,

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

So jedoch der von der Hauptversammlung gefasste Wahldividendenbeschluss (vgl. §§ 262 ff. BGB) dem Aktionariat in der präsent thematisierten Konstellation ein Wahlrecht zwischen einer Bardividende und der Sachausschüttung (§ 58 Abs. 5 AktG) eigener Aktien (§§ 71 ff. AktG) eröffnet, braucht man sich der vorerörterten Querele gar nicht erst zu widmen. Die Aktionäre haben in diesem Fall unweigerlich eine Investitionsentscheidung iSd. § 2 Nr. 2 WpPG (§ 2 Nr. 4 WpPG a.F.) zu treffen, entspricht die Ausübung des Wahlrechts zugunsten der Sachausschüttungskomponente doch aus wirtschaftlicher Perspektive einem Verzicht auf die äquivalente Barausschüttung bzw. kommt – zumindest im wirtschaftlichen Ergebnis – einer Reinvestition letzterer gegen Gewährung von *Treasury Shares* iSd. §§ 71 ff. AktG gleich.

Damit hatte die Vorschrift des § 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F. bzw. hat Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO, so deren bzw. dessen Anwendbarkeit auf klassische Sachdividenden iSd. § 58 Abs. 5 AktG in Form eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG äußerst fragwürdig scheint, jedenfalls im Bereich der als wahlweise Sachausschüttung (vgl. §§ 262 ff.) konzipierten Scrip Dividend einen originären Anwendungsbereich.[1597] Dementsprechend braucht für das Bezugsangebot kein Wertpapierprospekt, sondern lediglich ein im Vergleich zu einem solchen wesentlich weniger umfangreiches, primär über ‚technische' Aspekte der geplanten Transaktion Auskunft gebendes, prospektbefreiendes Dokument veröffentlicht zu werden.

---

§ 4 Rn. 8; *Schlitt*, in: Assmann/Schlitt/v. Kopp-Colomb, § 4 Rn. 20; *Schnorbus*, in FK WpPG, § 4 Rn. 35.

1597 So auch ganz explizit *Groß*, KapMR, 7. Aufl., Art. 1 EU-ProspektVO, Rn. 34, dessen Ausf. in der zugehörigen Fn. 56 allerdings insofern fehlgehen, als iRd. dort in Bezug genommene Scrip Dividend-Offerte der *Telekom* keine wahlweise Ausschüttung von Aktien in Gestalt einer Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG erfolgte. Zu letzterem s. auch nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.3.b)aa) sowie die Ausf. bei *Schnorbus*, in FK WpPG, § 4 Rn. 39: „Die Behandlung von Scrip Dividends nach § 4 Abs. 1 Nr. 4 [a.F., nunmehr ist Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO die diesbezüglich einschlägige Vorschrift] ist nicht unproblematisch, da der Wortlaut des Gesetzes offensichtlich von einer durch die Gesellschaft direkt an die Aktionäre ausgeschütteten Sachdividende (etwa im Zuge einer Sachausschüttung nach Maßgabe des § 58 Abs. 5 AktG) ausgeht und nicht von der Einbringung eines Dividendenanspruchs im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung.".

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ccc) Inhaltliche Anforderungen an das prospektbefreiende Dokument

Den Inhalt eines solchen prospektbefreienden bzw. -ersetzenden Dokuments, das teilweise auch als ‚kleiner Prospekt' bezeichnet wird, betreffend finden sich in den Empfehlungen der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde[1598] (*European Securities and Markets Authority – ESMA*) nähere Spezifikationen.

Diesen nach hat das prospektersetzende Dokument zunächst einmal Angaben zur Identität des Emittenten, dessen Grundkapitalstruktur sowie Hinweise über zusätzlich zugängliche Informationen über diesen zu enthalten. Daneben sind darin ebenso Angaben zu den Gründen für das Angebot und dessen Kosten und Nutzen für die Gesellschaft sowie nähere Angaben zum Bezugsangebot bzw. zum Angebot des Wahlrechts selbst zu machen, insbesondere zu den berechtigten Aktionären, der Zahl der auszugebenden Aktien und deren Ausstattung, dem zeitlichen Ablaufplan der Transaktion, deren technischer Abwicklung und einer etwaigen Kontingentierung des Angebots. Ferner ist dort auf die Einzelheiten bzgl. der Wahl der Dividende in bar sowie derjenigen in Form von Aktien einzugehen. Hierunter fallen unter anderem Informationen zur Ausstattung der Aktien, zu Bezugspreis, -verhältnis und -frist, zur steuerlichen Behandlung der Ausschüttung sowie zu den durch den Bezug von Aktien entstehenden Kosten und Gebühren als auch zum *Settlement*. Erwähnenswert ist insofern allerdings, dass die Angaben im Vergleich zu den an ein Wertpapierprospekt gestellten Anforderungen (deutlich) abgekürzt/zusammengefasst werden können.[1599]

Was Bezugspreis und -verhältnis betrifft, so werden diese im Regelfall[1600] unter Inanspruchnahme des sog. ‚flexiblen Preisfestsetzungsverfahrens'[1601] erst gen Ende der Bezugsfrist festgelegt und veröffentlicht, wes-

1598 S. ESMA/2013/319, Ziff. 173 ff.

1599 Vgl. hierzu auch die Ausf. bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 693 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 45.

1600 Dies aufgrund dessen, dass sich dergestalt das Ausmaß von Spekulationsmöglichkeiten, die in Anbetracht etwaiger Kursschwankungen während der Bezugsfrist bestehen, stark eindämmen lässt, wodurch der – zum Zwecke der Sicherstellung der Attraktivität der Bezugsbedingungen über den gesamten Zeitraum der Angebotsdauer hinweg – zu gewährende Sicherheitsabschlag (s. in diesem Kontext bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(2)) erheblich reduziert werden kann. Zu Ausnahmen von der Inanspruchnahme des ‚flexiblen Preisfestsetzungsverfahren' s. bereits die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(4).

1601 S. in diesem Kontext bereits die eingehenden obigen Ausf. in Fn. 1226.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

halb das prospektersetzende Dokument diese Daten anfangs – im Laufe der Transaktion, insbesondere dann, wenn Bezugspreis und -verhältnis festgelegt wurden, wird es durch ergänzende Veröffentlichungen bzw. Publikation überarbeiteter Versionen (idR. Fassungen mit Markups) aktualisiert – freilich nicht enthalten kann. Stattdessen stellt dieses bei Erstveröffentlichung dann nur die Grundlagen der Preisberechnung dar und enthält iaR. eine Beispielsrechnung zu Explikationszwecken.[1602]

Abseits dessen darf das als sog. ‚kleines Prospekt' bezeichnete prospektbefreiende Dokument ebenso wenig wie dessen ‚großer Bruder', das Prospekt, einen werbenden Charakter haben, sich insbesondere nicht allein auf die Wiedergabe positiver Daten beschränken. Vielmehr hat dieses als das die Grundlage der aktionärischen Investitionsentscheidung bildende Informationsdokument eine ausgewogene Darstellung der Daten und Fakten zu enthalten.[1603]

Der Billigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) bedarf das prospektbefreiende Dokument ebenso wenig, wie es – im Gegensatz zu einem Wertpapierprospekt – nicht breit zu veröffentlicht werden braucht. Stattdessen genügt es, den bezugsberechtigten Aktionären als potenziellen Beziehern der Aktien das prospektbefreiende Dokument zugänglich zu machen, was idR. durch Veröffentlichung auf der Homepage der Gesellschaft erfolgt.[1604]

Hierbei sollte das prospektersetzende Dokument aus Gründen der Vorsicht[1605] ob dessen, dass die Veröffentlichung des Bezugsangebots, an die die Unterlage maßgeblich anknüpft, erst weitaus später, idR. einen Tag nach der Hauptversammlung, erfolgt, bereits mit der Einladung zur Hauptversammlung publiziert werden, da rechtlich ungesichert ist,[1606] ob nicht bereits die Veröffentlichung der Hauptversammlungseinladung ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Aktien darstellt.

1602 Vgl. hierzu auch die Ausf. bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 693 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 45.

1603 Vgl. hierzu e.g. *Schlitt*, in: Assmann/Schlitt/v. Kopp-Colomb, § 4 Rn. 31; *ders./Kreymborg*, AG 2018, 685, 693 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 45; *Khol/Berghammer*, § 43 Rn. 60.

1604 Vgl. dazu auch die Ausf. bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 693 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 46.

1605 Zu Rechtsfolgen einer Verletzung der Prospektpflicht s. e.g. die Ausf. bei *Groß*, KapMR, 7. Aufl., § 3 WpPG Rn. 8 ff.

1606 S. *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 690 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 33; *Sickinger/Zipperle*, AG 2015, R189, R190.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

cc) Gewinnverwendungsbeschluss: Ausschüttung einer wahlweisen ‚echten' Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG

Orientiert sich die Hauptversammlung wie üblich an dem Gewinnverwendungsvorschlag von Vorstand und Aufsichtsrat (vgl. §§ 170 Abs. 2, 124 Abs. 3 S. 1 AktG) und fasst den Gewinnverwendungsbeschluss, den sie grundsätzlich, d.h. wenn nicht die Satzung der Gesellschaft ein anderes vorsieht,[1607] gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, 133 Abs. 1 AktG mit einfacher Stimmenmehrheit zu fassen vermag, entsprechend diesem, so entsteht mit Beschlussfassung der Aktionäre ein Anspruch auf wahlweise (vgl. §§ 262 ff. BGB) Ausschüttung einer ‚echten' Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG.

dd) Bezugsfrist, Bezugsberechtigung & Bezugsrechtsausschluss

Die weitergehende Implementierung des *Treasury*-Instruments erfolgt sodann dergestalt, dass einen Tag nach Fassung des betreffenden Gewinnverwendungsbeschluss die Dividendenbekanntmachung sowie das Bezugsangebot – unter Hinweis auf das prospektbefreiende Dokument[1608] – entsprechend den Verpflichtungen aus § 49 Abs. 1 WpHG im Bundesanzeiger und auf der Website der Gesellschaft veröffentlicht werden.[1609]

aaa) (Analoge) Anwendung des Abs. 1 S. 2 & Abs. 2 des § 186 AktG iRd. Wiederausgabe eigener Aktien

Damit wird zugleich die (auch iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien in analoger Anwendung des § 186 Abs. 1 S. 2 AktG zu gewährende)[1610] zwei-

1607 AllgM. Vgl. anstatt vieler *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 80, dort mwN. in Fn. 227.

1608 Eingehend zum prospektbefreienden Dokument bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.f)bb)ccc).

1609 Zu diesen Veröffentlichungsvorgaben s. anstatt vieler *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 65.

1610 Eingehend zu diesem Aspekt bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(1).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

wöchige, iRv. Scrip Dividends aus abwicklungstechnischen Gründen teilweise länger angesetzte,[1611] Bezugsfrist für die Aktionäre in Gang gesetzt.

bbb) Bezugsberechtigung & Bezugsrechtsausschluss

Bezugsberechtigt sind, so die Strukturierung als Bezugsrechtsemission die iRv. Scrip Dividends weit überwiegend anzutreffende Transaktionsform ist,[1612] grundsätzlich sämtliche Aktionäre, die zum Dividendenstichtag, also dem Tag der Hauptversammlung,[1613] über dividendenberechtigte Aktien der Gesellschaft in ihrem Depot verfügen.[1614]

Wie mittels der eingehenden Ausführungen in Kapitel D.III.1.e) dargelegt, ist die Strukturierung als Bezugsrechtsemission aber keinesfalls zwingend. Stattdessen ist es auch denkbar, zwar allen dividendenberechtigten Aktionären unter Wahrung des allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 53a AktG) das Wahlrecht anzutragen, das Bezugsrecht der Anteilseigner indessen formal insgesamt auszuschließen, um so nicht an die in § 186 Abs. 2 S. 2 AktG[1615] normierte Pflicht zur Bekanntgabe des Ausgabepreises spätestens drei Tage vor Ende der Bezugsfrist gebunden zu sein.[1616]

Hierfür kann, wie sich aus den Analysen in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4) ableiten lässt, soweit vorhanden, auf eine Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs. 3 S. 4 AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG) zurückgegriffen werden.

Wird die Transaktion ob dessen, wie es dem Regelfall iRd. bisherigen Scrip Dividend-Offerten entspricht,[1617] als Bezugsrechtsemission ausgestal-

1611 S. *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 23.

1612 Vgl. hierzu bereits die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa), dort vor (1). IdS. auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 691 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 35.

1613 Vgl. e.g. *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 230 f.; *Höreth*, AG 2017, R. 31, R32; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 28; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 25 mit Abgrenzungen zum Ex-Tag und dem Record Date.

1614 Vgl. dazu auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 25.

1615 Zur analogen Anwendung des § 186 Abs. 2 AktG iRd. Wiederausgabe eigener Aktien s. bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(1).

1616 IdS. auch *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a; *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3; *o. V.*, WM 2015, 1647.

1617 Zu Ausnahmen s. bereits die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(4).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tet, vermag es sich u.U. – entsprechend der Ausführungen in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(2) – anbieten,[1618] analog § 186 Abs. 2 S. 2 AktG das sog. ‚flexible Preisfestsetzungsverfahren' in Anspruch zu nehmen, mithin iRd. Veröffentlichung des Bezugsangebots nur die Grundlagen der Festlegung des Bezugspreises sowie eine Bezugsfrist festzulegen und den Bezugspreis und das sich aus diesem ergebende Bezugsverhältnis erst am vierten Tag vor Ende der Bezugsfrist festzulegen.[1619]

ccc) Bezugs- bzw. Wahlrechtsausübung & Abgabe von Übertragungserklärungen

Innerhalb der Bezugsfrist müssen sich die Aktionäre sodann zwischen dem Bezug der Dividende in bar und derjenigen in Gestalt von Aktien der Gesellschaft entscheiden.

(1) Grundprinzipien

Diejenigen Aktionäre, die das Wahlrecht im hierfür vorgesehenen Zeitraum nicht für sämtliche der von ihnen gehaltenen (Stück-)Aktien ausüben oder gar gänzlich untätig bleiben, erhalten im Fälligkeitszeitpunkt[1620] infolge der ‚*Default*-Option' Barausschüttung[1621] eine reine Barzahlung auf die grundsätzlich einen Tag nach der Hauptversammlung eingebuchten Wahldividendenansprüche.[1622]

Vice versa müssen die Anteilseigner aktiv werden und gegenüber der Gesellschaft eine entsprechende, nach gebräuchlichem Gebaren in Papierform zu übermittelnde,[1623] Bezugs- bzw. Ausübungserklärung, für die ih-

1618 Vgl. dazu auch die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(4).

1619 S. in diesem Kontext bereits die eingehenden obigen Ausf. in Fn. 1226.

1620 Vgl. hierzu bereits die obigen, auf diese Strukturierungsvariante grundsätzlich uneingeschränkt übertragbaren, Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(d).

1621 Hierzu schon die Darlegungen in Kapitel D.III.1.c)bb) sowie diejenigen in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(c).

1622 Vgl. hierzu auch die auf die präsent thematisierte Konstellation übertragbaren Ausf. bei *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 231; *Damanik,* Aktiendiv., S. 2; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 26; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695, 2696.

1623 Für die Möglichkeit einer elektronischen Ausübung des Bezugsrechts *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 f. = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 27.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nen im Nachgang zur Hauptversammlung ein entsprechendes Formular zur Verfügung gestellt wird,[1624] abgeben, um die Aktienkomponente zu beanspruchen. Dabei kann das Wahlrecht freilich in kombinierter Form ausgeübt werden, sodass für einen Teil der Dividendenansprüche die Sachausschüttungskomponente und für einen anderen Teil die Bardividende beansprucht wird.

Die in diesem Bezugsrahmen anzudenkende Möglichkeit eines Widerrufs der Wahlrechtsausübung vor Ende der Bezugsfrist sollte im Bezugsangebot (vorsichtshalber) mit einer Klausel à la ‚Aktionäre, die ihr Wahlrecht ausgeübt haben, können diese einmal getroffene Wahl nicht widerrufen.' ausgeschlossen und die Aktionäre dergestalt an ihrer einmal getroffenen Entscheidung festgehalten werden. Dies deshalb, weil mit der Möglichkeit einer Revision der Wahlrechtsausübung ein erheblicher abwicklungstechnischer Zusatzaufwand für die Gesellschaft bzw. involvierte Depotbanken zu befürchten stünde, der jedenfalls dazu geeignet wäre, die Transaktion in ihrer Gesamtheit zu verzögern, schlimmstenfalls sogar dazu, die ordnungsgemäße Durchführung insgesamt zu gefährden.

(2) Exkurs: Einschaltung von Intermediären

An den vorskizzierten Prinzipien ändert der Umstand, dass in der Praxis zum Zwecke der Entlastung der Gesellschaft bzw., so die Gesellschaft den Aufwand in Anbetracht des Umfangs bzw. der Komplexität der Transaktion nicht selbst zu bewältigen vermag, iaR. Intermediäre, namentlich auf Seiten der Aktionäre deren Depotbanken sowie auf derer der Gesellschaft eine Transaktionsbank,[1625] eingeschaltet werden, nichts.

1624 S. dazu auch die auf die präsent thematisierte Konstellation übertragbaren Ausf. bei *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 231; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 26; *Sickinger/Zipperle*, AG 2015, R189, R190.

1625 Eingängig hierzu *Messemer*, BZ 194/2014, 10: „Die begleitende Bank sollte bei der Koordination aller wesentlichen Aufgaben zur Seite stehen, um eine reibungslose Abwicklung der Wahldividende zu garantieren. Hierzu zählen die Durchführung der wertpapierrechtlichen Schritte und die Begleitung bei der Erstellung der gesamten Dokumentation mit der Börse und den Depotbanken. Auch bei der Koordination aller Maßnahmen im Zusammenhang mit der Sachkapitalerhöhung und bei der Planung der technischen Aufgaben und Schritte des Depotbankapparats sollte der Kunde durch eine Hausbank unterstützt werden.".

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(a) Depotbanken der Aktionäre als Intermediäre

Zentral ist es insofern, im Vorfeld der Transaktion ausreichend Zeit für Harmonisierungsgespräche mit den Depotbanken einzuplanen, ist deren rechtzeitiger Einbezug sowie deren genaue Instruktion[1626] doch essenziell für eine friktionslose Durchführung.[1627]

Im Übrigen handelt es sich bei denjenigen Faktizitäten, dass die Aktionäre das Bezugs- bzw. Ausübungserklärungsformular in der Praxis nicht direkt von der Gesellschaft sondern von ihrer Depotbank zur Verfügung gestellt bekommen und sich infolge auch gegenüber dieser erklären, sowie dass die betreffenden Depotbanken die Bezugs- und Übertragungserklärung der Einzelaktionäre bündeln und in einer Sammelbezugserklärung[1628] an die transaktionsbegleitende Bank weiterleiten, um Diskrepanzen rein technischer Natur.

(b) Transaktionsbegleitende Bank als Intermediär

Hingegen geht mit der Einschaltung einer Transaktionsbank eine geringfügige rechtstechnische Abweichung vom bisher Erörterten einher, übernimmt diese doch iaR. zum Zwecke der Vereinfachung der Transaktionsdurchführung eine treuhänderische Funktion.

1626 Insofern fallen die technischen Richtlinien für die Depotbanken iRe. Scrip Dividend-Offerte idR. deutlich detaillierter und dementsprechend umfangreicher als iRe. ‚normalen' Bezugsrechtskapitalerhöhung aus.

1627 S. *Messemer*, BZ 194/2014, 10.

1628 Eingängig hierzu *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 693: „In dieser [gemeint ist die Sammelbezugserklärung] versichert die Sammeldepotbank gegenüber der transaktionsbegleitenden Bank, dass die Bezugs- und Übertragungserklärungen durch die das Bezugsrecht ausübenden Depotkunden unverändert, vollständig ausgefüllt und rechtsverbindlich unterschrieben übermittelt wurden. Gleichzeitig erklärt die Depotbank, Clearstream beauftragt zu haben, die Miteigentumsanteile am Inhaberglobalgewinnanteilschein, der die übertragenen anteiligen Dividendenansprüche verbrieft, künftig für die Depotbank zu halten und dass die übertragenen anteiligen Dividendenansprüche entsprechend der Weisung der Depotkunden umgebucht wurden. Außerdem verzichtet die Depotbank gegenüber der Transaktionsbank auf ein [ihr] etwaig zustehendes gesetzliches oder sonst nichtindividualvertragliches Depotpfandrecht an den übertragenen anteiligen Dividendenansprüchen.".

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Diesbezüglich schließen Gesellschaft und Transaktionsbank idR. bereits zu Transaktionsbeginn eine Mandatsvereinbarung (*Engagement Letter*)[1629] sowie später, idR. zeitgleich mit Einberufung der Hauptversammlung, einen hierauf fußenden Transaktionsvertrag ab, der die wechselseitigen Rechte und Pflichten iRd. Transaktionsimplementierung festhält.[1630]

So verpflichtet sich im Transaktionsvertrag einerseits die Gesellschaft dazu, die erforderliche Anzahl an *Treasury Shares* iSd. §§ 71 ff. AktG zu veräußern sowie die wesentlichen Transaktionsdokumente (Bezugsangebot, Festlegung von Bezugspreis und Bezugsverhältnis, prospektbefreiendes Dokument) vor deren Veröffentlichung mit der transaktionsbegleitenden Bank abzustimmen.[1631]

Andererseits – und hierauf kommt es im präsenten Kontext an – verpflichtet sich letztgenannte in ihrer Rolle als *Settlement Agent* dazu, das Bezugsangebot iRd. Wahldividendenofferte technisch abzuwickeln, mithin sich zunächst die das Bezugsrecht inkarnierenden[1632] (anteiligen[1633]) Wahldividendenansprüche unter Einbindung der Depotbanken seitens der bezugswilligen Aktionäre durch Abschluss entsprechender Abtretungsverträge mit diesen zedieren zu lassen, sodann treuhänderisch Aktien für die beziehenden Aktionäre zu ordern bzw. zu ‚zeichnen', sprich die kumulierten Wahlrechte auszuüben, und die infolge dieser Zeichnung nach Durchführung der Transaktion seitens der Gesellschaft an die Transaktionsbank zu-

1629 S. dazu *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 692: „In diesem Engagement Letter beauftragt die Gesellschaft die Transaktionsbank mit der Vorbereitung und technischen Abwicklung der Transaktion. Dabei werden die Details und Rahmenbedingungen der Transaktionsvorbereitung und -durchführung zwischen den Parteien vereinbart (Transaktionsstruktur und -zeitplan, Order bzw. ‚Zeichnung' der wiederauszugebenden Aktien, *Settlement*, Vergütung, Auslagenersatz, Haftungsfreistellung zugunsten der Transaktionsbank).".

1630 Vgl. hierzu auch die Ausf. bei *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 231; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 692 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 39.

1631 Hierbei enthält die Vereinbarung idR. einen Katalog von Garantien und Gewährleistungen, eine Freistellungsklausel, eingeschränkte Abstandnahme- bzw. Kündigungsrechte sowie gewisse Informationsrechte der Transaktionsbank, s. *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 692 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 42.

1632 Eingehend zum Aspekt der ‚Inkarnation' des Bezugsrechts im Wahldividendenanteil die nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(3).

1633 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

geteilten Aktien an die betreffenden Aktionäre zu liefern[1634].[1635] Ferner übernimmt die Transaktionsbank iRd. Transaktionsvertrags idR. auch die Funktion als *Paying Agent* (Zahlstelle)[1636], in derer es ihr obliegt, die von der Gesellschaft zur Barausschüttung bereitgestellten Beträge an diejenigen Aktionäre, die untätig geblieben sind bzw. die sich für den Bardividendenanspruch entschieden haben bzw. denen gegenüber ein Restausgleich in bar vorzunehmen ist, auszuzahlen.[1637]

Entsprechend diesen Ausführungen bestimmen die Aktionäre mittels der Ausübungserklärung entsprechend den dortigen Vorsehungen nicht nur, dass sie das Bezugsangebot annehmen, sondern treten gleichzeitig ihre (anteiligen[1638]) Dividendenansprüche an die Transaktionsbank ab und beauftragen diese damit, das in den anteiligen[1639] Dividendenansprüchen inkarnierte[1640] Wahlrecht (vgl. §§ 262 ff. BGB) treuhänderisch im eigenen Namen auf Rechnung der betreffenden Anteilseigner auszuüben, mithin

1634 Soweit die Transaktionsbank iRd. Transaktionsvertrags zu Order bzw. Zeichnung sowie Übernahme und Lieferung der seitens der Gesellschaft wiederauszugebenden Aktien verpflichtet wird, begründen die sich hierauf beziehenden Regelungen im Transaktionsvertrag einen echten Vertrag zu Gunsten Dritter iSd. § 328 BGB zugunsten derjenigen Aktionäre, die sich für die Aktienkomponente entschieden haben. Die betreffenden Aktionäre erhalten dadurch insbesondere das (einklagbare) Recht, nach Maßgabe des Bezugsangebots die Lieferung der georderten bzw. gezeichneten Aktien von der transaktionsbegleitenden Bank verlangen zu können, vgl. *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 692 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 40. Insoweit gilt also nichts anderes als iRe. jeden Bezugsrechtsemission unter Einschaltung eines Emissionsunternehmens gilt. Zu letzterem vgl. anstatt vieler *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 156., dort mwN. in Fn. 498.

1635 S. hierzu auch die auf diese Konstellation übertragbaren Ausf. bei *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 231 sowie diejenigen bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 692 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 40 und *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24, 25.

1636 So in diesem Kontext grundsätzlich mit einem anderen Kreditinstitut eine generelle Zahlstellenvereinbarung besteht, wird diese idR. für die Dauer der Transaktion aufgehoben, s. *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 692, dort mit Fn. 62 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 41, dort mit Fn. 62.

1637 Vgl. hierzu auch die Ausf. bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 692 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 41.

1638 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1639 S. dazu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1640 Eingehend zum Aspekt der ‚Inkarnation' des Bezugsrechts im Wahldividendenanteil die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(3).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

eine entsprechende Anzahl an Aktien zu ordern sowie die infolge bezogenen Aktien an die Aktionäre zu liefern.[1641]

ddd) *Settlement*: Volumenfestlegung, Lieferung der Aktien & Ausschüttung der Bardividende

Nach Ablauf der Bezugsfrist eruiert der Vorstand sodann durch Auszählung der Bezugserklärungen das ‚Abstimmungsergebnis', legt infolge die Bar- sowie die Sachausschüttungsquote fest.[1642]

So in diesem Kontext infolge einer Angebotskontingentierung eine Überzeichnung erfolgt ist, hat er diesbezüglich die korrespondierende Repartierung vorzunehmen.[1643]

Daneben ist iRd. vorzunehmenden Bestimmung des ‚Abstimmungsergebnisses' selbstverständlich auch zu berücksichtigen, dass (ganze/anteilige) ‚überschießende' Wahldividendenanteile bzw. Bezugsrechte eines Aktionärs, auf die infolge des festgelegten Bezugsverhältnisses keine ganze neue Aktie entfällt, durch Zahlung des Restbetrages in bar auszugleichen sind.

Schließlich erfolgt am im Gewinnverwendungsbeschluss festgelegten (hinausgeschobenen) Fälligkeitszeitpunkt[1644] die Ausschüttung der Dividende in bar sowie die Lieferung der eigenen Aktien an diejenigen Aktionäre, die sich für die Aktienkomponente entschieden haben.

g) Validität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments

Nachdem bereits mittels der Ausführungen in Kapitel D.III.1.c) umfassend aufgezeigt wurde, dass sich das wesensprägende Element der Scrip Dividend, namentlich ein Wahlrecht zwischen einer Dividende in bar und

1641 S. hierzu auch die auf diese Konstellation übertragbaren Ausf. bei *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 231 sowie diejenigen bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 f. = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 28.

1642 Vgl. in diesem Kontext auch die eingehenden Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(2).

1643 Zu Angebotskontingentierung und Repartierung vgl. bereits die eingehenden Ausf. oben in Kapitel D.III.1.d)bb).

1644 Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(d).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

einer solchen in Aktien der Gesellschaft,[1645] per einem die Alternativobligation vorsehenden, hier als Wahldividendenbeschluss (§ 58 Abs. 5 AktG iVm. §§ 262 ff. BGB) bezeichneten, Hauptversammlungsbeschluss konzipieren lässt, bleibt abschließend zu analysieren, inwiefern die thematisierte Ausgestaltungsvariante dem zweiten Hauptzweck von Scrip Dividends, namentlich der Liquiditätserhaltung, dienlich ist.

In diesem Bezugsrahmen ist streng zwischen zwei durchaus unterschiedlich gearteten und infolge konträr zu jurierenden Konstellationen zu differenzieren.

aa) Variante 1: Kein ausreichender Bestand an *Treasury Shares*

Soll der Bilanzgewinn nämlich ganz oder teilweise (iRd. § 58 Abs. 5 AktG) in Form von *Treasury Shares* ausgeschüttet werden, ist an Liquiditätsschonung bzw. -erhaltung jedenfalls nur insofern zu denken, als die Gesellschaft einen zulänglichen Bestand an eigenen Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG hält, den sie zur Befriedigung entsprechender Sachausschüttungsansprüche bereitstellen kann.

Diesbezüglich liegt auf der Hand, dass der Gesellschaft Liquidität jedenfalls in dem Umfang nicht erhalten bleibt, als sich das Wahlrecht auf eine bestimmte Anzahl an Aktien restringiert findet und infolge dieser Kontingentierung bzw. der Vornahme einer Repartierung zwingend ein Teil der Dividende in bar ausgeschüttet wird.[1646]

Allerdings ist auch im Übrigen nur insoweit an einen Liquiditätserhalt zu denken, wie die Gesellschaft bereits vor Auflage der Scrip Dividend über ein hinreichendes Kontingent an *Treasury Shares* verfügte.[1647] Ein gesellschaftsseitiger Rückkauf von Aktien spezifisch zum Zwecke des Angebots einer Wahldividende scheint nämlich nicht nur aus rechtlicher Perspektive mit Blick auf die Regelung in § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 2 AktG, die den

1645 Dazu schon die Ausf. in Kapitel B.III.2.e). Vgl. i.Ü. anstatt vieler *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 2.

1646 Dazu bereits die Nachw. in Fn. 1187. Zur Angebotskontingentierung und den Konsequenzen einer solchen bzw. denjenigen des Eingreifens einer Repartierungsregelung infolge einer Überzeichnung s. auch schon die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb), dort insbesondere unter fff).

1647 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1187.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Handel in eigenen Aktien strikt untersagt, überaus bedenklich,[1648] vielmehr präsentiert sich ein entsprechendes Vorgehen auch aus Praktikabilitätsaspekten heraus als völlig sinnentleert. Infolge eines derartigen Vorgehens flösse der Gesellschaft letzten Endes nämlich unter Berücksichtigung der mit dem Rückkauf verbundenen Transaktionskosten und in Anbetracht des dem Aktionariat zur Attraktivitätssteigerung des Aktienbezugs idR. angebotenen Discounts zum Börsenkurs[1649] sowie etwaiger Honorarzahlungen nicht nur mehr Liquidität ab, als die anschließende Verteilung des Bilanzgewinns in Gestalt der zugekauften *Treasury Shares* einsparen würde, wodurch die (gewünschte) Einsparung von Barmitteln passé wäre,[1650] auch würde die Transaktion so zu einem defizitären und ertragsschmälernden Geschäft.

Hierbei wird spezifisch ersterer Aspekt zusätzlich dadurch verstärkt, dass ex ante iaR. nur über die Annahmequote spekuliert werden kann[1651] und daher im Zweifelsfall – um eine Repartierung[1652] möglichst zu vermeiden – zulasten des Bestandes liquider Mittel eine zu große Anzahl eigener Aktien ins Portefeuille der Gesellschaft gekauft werden müsste,[1653] auf dem die Gesellschaft sodann aller Wahrscheinlichkeit nach zu Teilen ‚sitzen bleibt', während sich der Aspekt, dass die Strukturierung einer Scrip Dividend – wie bereits aufgezeigt – kostenintensiv ist,[1654] nicht nur liquiditätsmindernd, sondern v.a. auch aufwandserhöhend und damit negativ auf den Jahresüberschuss auswirkt. Zuletzt holte man sich dergestalt aus Perspektive der Gesellschaft für die Zeit zwischen Anschaffung und Ausschüttung der *Treasury Shares* ein (unnötiges) Volatilitätsrisiko ins Portefeuille.

1648 AA.: *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 84a: „Wenn die Hauptversammlung den Vorstand nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG allgemein zum Aktienrückkauf ermächtigt, ist auch die spätere Verwendung der Aktien als scrip dividend ein zulässiger Erwerbszweck und muss in der Rückkaufsermächtigung nicht speziell benannt sein.". IdS. wohl auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 16: „Will die Gesellschaft eigene Aktien verwenden, muss die Verwendung als Aktiendividende von der Verwendungsbestimmung in der Ermächtigung zum Rückkauf eigener Aktien gedeckt sein.".

1649 S. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 327. Zu Discounts als Kaufanreizmarge s. schon die Nachw. in Fn. 39.

1650 So ganz explizit *Wegmann,* HV Magazin 04/2014, 24.

1651 Vgl. hierzu auch die Nachw., Ausf. und Verw. in Fn. 701.

1652 Hierzu eingehend in Kapitel D.III.1.d)bb), dort insbesondere unter ccc).

1653 Vgl. auch *Wolf*, BZ 243/2014, 9.

1654 S. hierzu die obigen Ausf. in Kapitel C.III.2.a).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Dementsprechend dürfte es sich bei dieser Variante um eine bloß theoretisch denkbare handeln,[1655] eine entsprechende Praktik ist wirtschaftlich schlichtweg nicht sinnvoll.

bb) Variante 2: Ausreichender Bestand an *Treasury Shares*

Demgegenüber leuchtet das Argument der Einsparung liquider Mittel in der Konstellation, in der ein ausreichender Bestand an *Treasury Shares* vorhanden ist, prima facie – entgegen dem von *Nitsche*[1656] kolportierten, der diese Variante zu übersehen scheint – durchaus ein, so man im Ausgangspunkt auf den Vergleich der Scrip Dividend mit einer Bardividende abstellt: In dem Umfang, in dem eigene Aktien anstelle von Barmitteln ausgekehrt werden, wird die Liquidität des Unternehmens geschont.

Die Skurrilität dieser Argumentation hingegen verdeutlicht erst ein eingehender zweiter Blick, der offen legt, dass der vorgehend skizzierte Gedankengang in verschiedentlicher Hinsicht zu kurz greift.

aaa) ‚Einpreisung' des iRd. Aktienrückkaufs erfolgten Liquiditätsabflusses

Diesbezüglich ist zunächst der Umstand in den Blick zu nehmen, dass die Gesellschaft die sich zum Zeitpunkt der Ausschüttung im Eigenbestand befindlichen Aktien zuvor wird käuflich erworben haben, mithin zu einem früheren Zeitpunkt durchaus entsprechende Liquidität aufgewendet hat. Dieser Liquiditätsabgang darf aber nicht völlig unberücksichtigt gelassen werden, könnte man doch ansonsten selbst dann von einer (ausweislich der vorstehenden Ausführungen in Kapitel D.III.1.g)aa) in einer entsprechenden Konstellation freilich nicht gegebenen) Liquiditätsschonung bzw. -erhaltung durch die Scrip Dividend sprechen, wenn in der logischen Sekunde vor dem Beschluss über die Wahldividende ein derivativer Erwerb eigener Aktien gemäß §§ 71 ff. AktG zum Zwecke der Erfüllung der Dividendenansprüche mittels Hingabe dieser erfolgt.

Allerdings scheint es in dieser Beziehung mit Blick auf die Praxis auch kaum angebracht, einen gewissen zeitlichen Abstand zwischen dem Rückerwerb der eigenen Aktien und der Wahldividendenofferte zu verlangen, um von einer Liquiditätsschonung bzw. -erhaltung sprechen zu dürfen.

1655 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1187.
1656 S. dazu bereits die betreffenden Ausf. und Nachw. 833.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Ansonsten würde nämlich vernachlässigt, dass ein langfristiger Plan nicht immer der Realität entspricht. Vielmehr liegt nahe, dass die Gesellschaft zu früheren Zeitpunkten aus gewissen Gründen ein oder mehrere Aktienrückkaufsprogramm(e) aufgelegt und dergestalt einen Bestand an *Treasury Shares* aufgebaut hat, bzgl. dessen die Scrip Dividend nunmehr ein elegantes Vehikel zur Ausplatzierung bildet: Die Aktien werden der traditionellen und loyalen Investorenbasis zur Ausschüttung angeboten, wobei eine weitere Verwässerung der existierenden Aktionäre verhindert wird.[1657]

Infolge hat die Tatsache, dass für die eigenen Aktien irgendwann in der Vergangenheit Liquidität aufgewandt wurde, bei der Frage, wie die Dividendenausschüttung liquiditätsschonend gestaltet werden kann, grundsätzlich keine Rolle zu spielen, würde vielmehr nur in der wohl nur theoretisch denkbaren Konstellation[1658] relevant, in der ein Erwerb eigener Aktien spezifisch zum Zwecke der Erfüllung der Dividendenansprüche mittels dieser erfolgt. In dieser Hinsicht genießt das Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsargument also grundsätzlich unbegrenzte Validität.

bbb) *Treasury Shares* als anderweitig liquiditätserhöhend verwertbares *Asset*

Aus anderem Blickwinkel hingegen, namentlich unter Fokussierung der Faktizität, dass die Gesellschaft mit den eigenen Aktien ein (wenn auch seit der Reform des Bilanzrechts durch das BilMoG[1659] nicht mehr zu aktivierendes[1660]) *Asset* besitzt, das nicht nur allgemein anderweitig liquiditätserhöhend veräußert werden könnte,[1661] sondern auch spezifisch zu dem Zwecke, die zur Erfüllung der Dividendenansprüche erforderlichen flüssigen Mittel zu generieren, präsentiert sich das Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsargument in der thematisierten Konstellation allerdings als invalide. Zumal die Ausplatzierung der eigenen Aktien iRe. Scrip Dividend-

1657 IdS. auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 18; *Schwendemann*, AG 2015, R41: „Die Aktiendividende bietet [...] einen eleganten Weg zur Ausplatzierung eigener Anteile."; *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8.

1658 S. dazu auch schon die Ausf. in Kapitel D.III.1.g)aa) a.E.

1659 Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz – BilMoG) v. 25.05.2009, BGBl. I, S. 1102 ff.

1660 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 929.

1661 Zu diesem Aspekt soweit ersichtlich allein *Rieckers*, AR 2015, 179.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Offerte in Anbetracht von deren Beratungs- und Kostenintensität[1662] im direkten Vergleich mit dem Ausverkauf des Eigenbestands an Aktien über die Börse unterm Strich gar eine negative Liquiditätsbilanz hinterlässt, ganz davon abgesehen, dass sich die betreffenden Aufwendungen ergebnismindernd niederschlagen.

cc) Zwischenfazit

Als Zwischenfazit kann infolge festgehalten werden, dass das Argument der Liquiditätsschonung bzw. -erhaltung jedenfalls in Bezug auf solche rechtliche Strukturierungsvarianten der Scrip Dividend, die unter Rückgriff auf eigene Aktien der Gesellschaft iSd. §§ 71 ff. AktG konzipiert werden, grundsätzlich keine Validität zu besitzen scheint.

Nicht zuletzt dürfte dies auch den maßgeblichen Grund dafür bilden, dass sich derart konzipierte rechtsarchitektonische Ausgestaltungsvarianten der Scrip Dividend in der Praxis nur wenig verbreitet finden.[1663]

dd) Liquiditätsgenerierung durch Rückführung der eigenen Aktien in den organisierten Handel als ‚bloße Scheinoption'

Andererseits offenbart letzterer Umstand gleichsam, dass die Invalidität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments unter Rückgriff auf *Treasury Shares* konzipierten Wahldividendenofferten dennoch nicht die Daseinsberechtigung entzieht.

In diesem Bezugsrahmen ist vielmehr noch einmal der bereits statuierte Umstand in den Blick zu nehmen, dass es sich in der Praxis iaR. dergestalt zugetragen haben wird, dass ohne langfristigen Plan aus entsprechenden Gründen (vgl. hierzu § 71 Abs. 1 Nr. 1–8 AktG) Aktienrückkäufe stattgefunden haben und dergestalt eigene Aktien im Depot der Gesellschaft gelandet sind, zu deren Wiederausgabe die Scrip Dividend ein probates Mittel bietet.

1662 S. hierzu die obigen Ausf. in Kapitel C.III.2.a).
1663 S. dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel C.V.6.b) a.E.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aaa) Möglichkeit anderweitiger liquiditätserhöhender derivativer Veräußerung des Bestandes an *Treasury Shares*

Diesbezüglich ist zwar richtig, dass die betreffenden *Treasury Shares* auch anderweitig liquiditätserhöhend veräußert werden könnten, weshalb die vorgehenden Ausführungen dem Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsargument schließlich auch die Validität absprechen.

bbb) Gefahr: Aussendung eines negativ konnotierten Signals

Nicht unbesehen bleiben darf jedoch, dass die schlichte Rückführung in den freien Handel für die Gesellschaft iaR. kein geeignetes Mittel dafür sein dürfte, den Bestand an eigenen Aktien zu reduzieren bzw. sich von diesem zu trennen.

Der Grund hierfür liegt im Signal, das die Gesellschaft mittels der Veräußerung eigener Anteile an die anderen Kapitalmarktteilnehmer aussenden würde.[1664] Diesbezüglich reflektiert die Veräußerung des Eigenbestands an Aktien nämlich grundsätzlich Sorgen des Managements um (sowie fehlendes Vertrauen in) die zukünftigen Ertragsaussichten der Gesellschaft und signalisiert dem Kapitalmarkt dergestalt, dass die Unternehmensleitung die Aktie aufgrund der dieser (infolge der Leitungsdelegation[1665]) zur Verfügung stehenden (besseren[1666]) Informationen für überbewertet hält, der tatsächliche Wert der Aktien also den gegenwärtigen Kurswert übertrifft.[1667]

1664 S. in diesem Kontext auch die eingehenden Ausf. zu den *Signalling*-Theorien oben in Kapitel B.III.1.a).

1665 Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 222.

1666 Infolge der Leitungsdelegation verfügt das Management iaR. über einen Informationsvorsprung bzgl. der Ertragsaussichten des Unternehmens, vgl. dazu schon die obigen Nachw. in Fn. 223.

1667 Zum umgekehrten Effekt durch Auflage von Aktienrückkaufsprogrammen e.g. *Asquith/Mullins*, FM 15 (1986), 27, 33 f.; *Benckendorff*, Eigene Aktien, S. 56; *Bezzenberger*, Eigene Aktien, Rn. 79; *Hampel*, Eigene Aktien, S. 6; *Kindl*, DStR 1999, 1276, 1277; *Lüken*, Eigene Aktien, S. 73; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 1 a.E.; *Posner*, AG 1994, 312, 314. Vgl. insbesondere auch die empirischen Untersuchungen von *Wansley/Lane/Sarkar*, FM 18 (1989), 97 ff.: Die von diesen durchgeführte Umfrage unter CFOs amerikanischer Gesellschaften brachte hervor, dass eine nach Auffassung des Managements gegebene Unterbewertung der eigenen Aktien den Hauptbeweggrund für Aktienrückkäufe darstellt.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Und so davon auszugehen ist, dass die Anleger einem solchen Signal Vertrauen schenken, ist logische Konsequenz, dass seitens derer ebenfalls Aktienverkäufe stattfinden werden,[1668] letztlich also ein Kursverfall in Gang gesetzt wird.

ccc) Diametral entgegengesetzte Marktinterpretation von Scrip Dividends

Scrip Dividends hingegen werden vom Kapitalmarkt diametral entgegengesetzt, nämlich äußerst positiv,[1669] interpretiert, sodass diese der Gesellschaft ein geeignetes Vehikel bieten, den Bestand an eigenen Aktien zu reduzieren bzw. sich von diesem zu trennen, ohne dem Markt damit gleichsam eine Überbewertung des Unternehmens zu signalisieren und damit verbunden ein Absinken des Aktienkurses hinnehmen zu müssen.[1670]

Dergestalt genießt das Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsargument schließlich auch in dieser Variante zumindest bedingte Validität: Ist nämlich die Generierung von Liquidität durch Rückführung der *Treasury Shares* in den organisierten Handel keine Option, so steht die Gesellschaft am Dividendenstichtag vor der Frage, wie sie die Gewinnausschüttungsansprüche der Aktionäre befriedigt.

Kann ein Liquiditätsabfluss zu diesem Zeitpunkt aber dadurch vermieden werden, dass anstelle der Barzahlung eigene Aktien hingegeben werden, wird der Bestand an flüssigen Mitteln hierdurch völlig unzweifelhaft geschont, wenn auch effektiv nur in Höhe der Differenz, die zwischen dem Betrag, um den der Liquiditätsabfluss vermindert werden konnte, und den Implementierungskosten[1671] des *Treasury*-Instruments liegt.

ee) Conclusio

Nach alledem ist das vielfach propagierte Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsargument bezogen auf die präsent thematisierte Strukturierungsvariante in weiten Teilen Augenwischerei. So nämlich zur Implementie-

---

1668 IdS. auch *Lüken*, Eigene Aktien, S. 73.

1669 Vgl. *David/Ginglinger*, JCF 40 (2016), 174, 175: „*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.*".

1670 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1657.

1671 Vgl. hierzu auch bereits die Ausf. oben in Kapitel C.III.2.a).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

rung der Transaktion zunächst Aktien am Kapitalmarkt seitens der Gesellschaft zurückgekauft werden müssen, wäre die Einsparung von Barmitteln hierdurch passé. Besitzt die Gesellschaft hingegen einen ausreichenden Pool an eigenen Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG zur Durchführung einer Scrip Dividend, so ist darin gleichsam ein anderweitig liquiditätserhöhend veräußerbares *Asset* zu sehen.

Doch wird mit Blick auf die *Signalling*-Theorien in letzterem Kontext deutlich, dass der Kapitalmarkt die Wiederveräußerung eigener Aktien völlig anders goutiert als Wahldividendenofferten, entsprechende Ankündigungen nämlich als negatives Signal bzgl. der Ertragsaussichten der Gesellschaft wertet.[1672] Insofern kann das Argument, es handle sich bei *Treasury Shares* um ein (ohne Weiteres) anderweitig liquiditätserhöhend veräußerbares *Asset*, freilich nicht unbesehen akzeptiert werden.

So halten Scrip Dividends in vorgehend letztbezeichneter Konstellation gemäß den Resultaten der empirischen Studie von *David/Ginglinger*, die hervorbrachte, dass die Ankündigung von Scrip Dividend-Offerten positive Marktreaktionen verursacht,[1673] doch einen entscheidenden Vorteil dergestalt für die Gesellschaft bereit, dass sie die Ausplatzierung eigener Anteile ermöglichen, ohne dass damit die Aussendung eines negativen Signals verbunden wäre. So Scrip Dividends hiernach – im Direktvergleich zum Abverkauf der eigenen Aktien – allerdings ebenfalls eine Rückführung der *Treasury Shares* in den Markt bewirken, diesem gegenüber vom Aktionariat aber wohlwollend beäugt werden, mutieren sie in Konstellationen, in denen die Gesellschaft über einen ausreichenden Bestand an eigenen Aktien verfügt, schließlich doch in Höhe der Differenz, die zwischen dem Betrag, um den der Liquiditätsabfluss vermindert werden konnte, und den Implementierungskosten[1674] des *Treasury*-Instruments liegt,[1675] zum Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsinstrument.

1672 S. hierzu die Ausf. in Kapitel D.III.1.g)dd)bbb).

1673 S. dazu bereits den Nachw. in Fn. 1669.

1674 Vgl. hierzu auch bereits die Ausf. oben in Kapitel C.III.2.a).

1675 Die Implementierungskosten des *Treasury*-Instruments schlagen sich in weiten Teilen, so e.g. in Gestalt der Zahlung des Honorars bzw. der Vergütung an die transaktionsbegleitende Kanzlei und Bank, in einer Reduktion der flüssigen Mittel nieder.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

h) Fazit zur Strukturierung einer Scrip Dividend als wahlweise ‚echte' Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG

Die Erkenntnisse des Kapitels D.III.1 zusammenfassend ist schließlich zu konstatieren, dass es grundsätzlich möglich ist, dem tragenden Grundkonzept der Scrip Dividend unter Anwendung des § 58 Abs. 5 AktG sowie unter Rückgriff auf die §§ 262 ff. BGB gerecht zu werden. Per – die Alternativobligation vorsehenden, hier als Wahldividendenbeschluss bezeichneten – Hauptversammlungsbeschluss kann dem Aktionariat ein entsprechendes Wahlrecht eingeräumt werden, das jedem einzelnen Anteilseigner die Option zwischen drei Ausschüttungsvarianten eröffnet: Der jeweilige Aktionär kann sowohl eine reine Bar- als auch eine reine Sachdividende (in Form der Ausschüttung von *Treasury Shares*) beanspruchen oder beide Dividendenformen kombinieren, indem er entsprechend partiell optiert.[1676]

Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass die Gesellschaft zum betreffenden Zeitpunkt über einen hinreichenden Bestand an eigenen Aktien verfügt, die sie zuvor derivativ gemäß § 71 Abs. 1 AktG erworben hat, sowie dass, soweit aus den zum Erwerb genutzten Erlaubniskorridoren des § 71 Abs. 1 AktG eine ‚Veräußerungsbeschränkung' resultiert, eine ‚Um-' bzw. ‚Entwidmung' vorgenommen wird, die die Verwendung der *Treasury Shares* zum Zwecke der Offerte einer Wahldividende gestattet.[1677]

Ein gesonderter, neben dem Beschluss über die Sachausschüttung stehender, zur Wiederveräußerung der eigenen Aktien (ermächtigender) Hauptversammlungsbeschluss gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG ist hingegen nicht erforderlich, da eine Ungleichbehandlung der Aktionäre aufgrund des Umstandes, dass mit dem Wirksamwerden[1678] eines entsprechenden Gewinnverwendungsbeschlusses sämtliche Aktionäre Inhaber von auf wahlweise Zuteilung eigener Aktien gerichteten Sachausschüttungsansprüchen werden, die ihre anteilsmäßige Konkretisierung gemäß § 60 Abs. 1 AktG ipso iure erfahren, ausgeschlossen ist, es sich mithin nicht um eine „andere Veräußerung" iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 1 AktG handelt.

Bezüglich der Strukturierung der Scrip Dividend empfiehlt sich aus steuerlichen Gründen iaR., so die Ausschüttung nicht ausnahmsweise aus dem steuerlichen Einlagekonto gemäß § 27 KStG erfolgt, eine Festsetzung im Wahldividendenbeschluss dahingehend, dass ein zur Abführung der in-

1676 Zu alledem die Ausf. in Kapitel D.III.1.c).
1677 Zu diesem Aspekt s. die Ausf. in Kapitel D.III.1.a)bb).
1678 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 14.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

folge der Ausschüttung entstehenden Steuerschuld zu verwendender Teil der Dividende (Sockeldividendenanteil) stets zwingend in bar ausgezahlt wird, mithin nicht der ‚Thesaurierungsentscheidung' des Aktionariats unterliegt.[1679]

Ferner ist es für Gesellschaften, die nur ein bestimmtes Kontingent an eigenen Aktien zur Ausschüttung iRd. Scrip Dividend zur Verfügung stellen können bzw. wollen unerlässlich, im betreffenden Hauptversammlungsbeschluss sowie anschließend im Bezugsangebot eine entsprechende Restriktion zu verankern. Ebenso ist es in diesem Bezugsrahmen unumgänglich, in Bezug auf infolge einer entsprechenden Kontingentierung denkbare Fälle der Überzeichnung im Hauptversammlungsbeschluss über die wahlweise Ausschüttung einer Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG sowie anschließend im Bezugsangebot eine proratarische Zuteilung vorzusehen.[1680]

Diesbezüglich bietet sich aufgrund des hiermit verbundenen Vereinfachungseffektes für die Gesellschaft die Zugrundelegung eines von der Zuteilung nach Beteiligungsquoten abweichenden Repartierungsmaßstabes dahingehend an, dass eine Zuteilung im Verhältnis der Gesamtzahl der angebotenen eigenen Aktien zur Anzahl der insgesamt subskribierten, also aufgrund entsprechender Ausübung des Wahlrechts zu liefernden Aktien, erfolgt. Festzulegen ist überdies, dass soweit Aktien infolgedessen, dass die Repartierungsklausel im Falle der Überzeichnung des Angebots zur Anwendung gelangt und Aktien infolge nicht zugeteilt werden, die Dividende in entsprechender Höhe zwingend in bar ausgezahlt wird.

Vor so manche Hürden vermag die Gesellschaft die nach hier vertretener Ansicht[1681] nicht überzeugende pauschale Annahme der hM.[1682] dahingehend, dass iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien aufgrund einer Gesamtanalogie zu § 186 AktG ein dem gesetzlichen Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 S. 1 AktG nachempfundenes,[1683] gegenüber diesem schwächeres,[1684] vorrangiges Erwerbsanrecht besteht, stellen. Um Wiederholungen zu vermeiden ist bzgl. der mit dieser Annahme verbundenen, eingehend in Kapitel D.III.1.e) behandelten, Probleme auf die Zusammenfassung der Er-

1679 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.
1680 Hierzu im Kontext von Scrip Dividends soweit ersichtlich nur *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 690 f. = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 28.
1681 Eingehend zu diesem Aspekt die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)aa)aaa).
1682 S. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 891.
1683 Vgl. dazu bereits die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 889.
1684 Hierzu schon die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 890.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

kenntnisse zum ‚Problemkreis' des Bezugsrechts in Kapitel D.III.1.e)ff) zu verweisen.

Abschließend ist im Kontext dieser Strukturierungsvariante zu statuieren, dass das durchweg undifferenziert propagierte Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsargument immer dann, wenn die Scrip Dividend unter Rückgriff auf derivativ erworbene Aktien konzipiert wird, grundsätzlich invalide ist.

Diesbezüglich ist die Offerte einer Wahldividende nämlich ohnehin nur dann sinnvoll, wenn die Gesellschaft bereits einen zureichenden Bestand an *Treasury Shares* hält, den sie hierfür verwenden kann, so die intendierte Einbehaltung von Barmitteln passé wäre, müssten zunächst Anteile am Markt rückerworben werden.

Und vermag es zwar mit isoliertem Blick auf den Ausschüttungszeitpunkt, in welchem – freilich sofern die Aktionäre entsprechend optieren – anstatt flüssigen Mitteln eigene Aktien hingegeben werden, prima vista so scheinen, als würde unter der Prämisse, dass die Gesellschaft zuvor einen ausreichenden Bestand an *Treasury*-Shares besaß, die Liquidität der Gesellschaft geschont, ist dies doch bloß Augenwischerei. Denn: Insofern besitzt die Gesellschaft in Gestalt der eigenen Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG schlicht ein *Asset*, dass auch anderweitig liquiditätserhöhend eingesetzt werden könnte, bspw. auch, um damit die für die Dividendenzahlung erforderliche Liquidität zu generieren.

Der wahre Grund der Attraktivität einer Wahldividendenofferte liegt in diesem Hinblick vielmehr in dem Umstand begraben, dass die Wiederveräußerung eigener Aktien dem Markt eine Überbewertung des Unternehmens signalisiert und damit sinkende Kurse zur Konsequenz haben dürfte, wohingegen es die Scrip Dividend der Gesellschaft erlaubt, den Bestand an eigenen Anteilen abzubauen oder aufzulösen, ohne ein entsprechendes Signal an die anderen Kapitalmarktteilnehmer auszusenden und hieraus resultierende Nachteile in Kauf nehmen zu müssen.

Ist aber die Wiederveräußerung der eigenen Anteile im freien Handel deshalb kein probates Mittel der Liquiditätsgenerierung für die Gesellschaft, weil eine solche mit der Aussendung eines negativen Signals an die Anleger verbunden ist, während die Scrip Dividend letztlich ebenfalls eine Rückführung der *Treasury Shares* in den Markt bewirkt, jedoch vom Aktionariat wohlwollend beäugt wird, mutiert sie in der Konstellation, in der die Gesellschaft über einen ausreichenden Bestand an eigenen Aktien verfügt, schließlich doch, wenn auch nur in Höhe der Differenz, die zwischen dem Betrag, um den der Liquiditätsabfluss vermindert werden kann, und

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

den Implementierungskosten des *Treasury*-Instruments liegt, zum Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsinstrument.

2. Die Scrip Dividend als *Forward*-Struktur ‚Modell E.ON'

Von der vorgehend thematisierten Strukturierungsvariante abzugrenzen sind die eingangs dieser Arbeit in Kapitel A.II.2 in ihrem Grundkonzept vorgestellten *Forward*-Strukturen.

Dies insbesondere deshalb, weil *Forward*-Strukturen primär auf einem ‚normalen', auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteten, Gewinnverwendungsbeschluss basieren, während dem Aktionariat zeitgleich seitens der Gesellschaft die Option angetragen wird, die mit Wirksamwerden[1685] des Gewinnverwendungsbeschlusses gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 1, 58 Abs. 3 AktG iVm. § 58 Abs. 4 AktG genesenden Bardividendenansprüche[1686] (anteilig[1687]) zum Bezug von (neuen) Aktien einzusetzen.

Hierbei entstammen die als Rekompens für die ‚Einbringung' der (Nettobar-[1688])Dividendenansprüche zu gewährenden Anteile iRd. nachfolgend zu thematisierenden, in der Praxis bisher die Ausnahme gebliebenen,[1689] Scrip Dividend ‚Modells *E.ON*' dem zuvor seitens der Gesellschaft derivativ gemäß §§ 71 ff. AktG erworbenen Eigenbestand an Aktien.

1685 Der Gewinnverwendungsbeschluss wird grundsätzlich mit Beschlussfassung durch die Hauptversammlung wirksam. Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass der Gewinnverwendungsbeschluss ordnungsgemäß gefasst wird. Ein Ausschüttungsanspruch der Aktionäre wird dementsprechend nicht begründet, wenn der Gewinnverwendungsbeschluss aufgrund eines eigenen Mangels oder infolge der Nichtigkeit des Jahresabschlusses, auf dem er beruht, nichtig ist. Vgl. hierzu anstatt vieler *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 105 mwN. in Fn. 281.

1686 Für einzelne Dividendenansprüche kann idR. aufgrund des (Börsen-)Wertes der Aktie keine ganze (neue) Aktie gewährt werden. S. in diesem Zusammenhang auch die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)bb) zum Bezugsrechtsausschluss für ‚Spitzenbeträge' sowie aus der Praxis bspw. das Bezugsangebot der *Telekom* aus 2017, das ein Bezugsverhältnis von 26,8:1 vorsah.

1687 Aus steuerlichen Gründen findet sich das Wahlrecht iaR. auf die Nettobardividende restringiert. Eingehend hierzu die Ausf. in Kapitel D.III.1.d)aa).

1688 Hierzu schon die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

1689 S. dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel C.V.6.b) a.E.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

a) Abgrenzung zur Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG

Freilich weist eine dergestalt konzipierte Wahldividende starke Ähnlichkeiten mit der Sachausschüttung eigener Aktien gem. §§ 71 ff. AktG iRe. Sachausschüttung iSd. § 58 Abs. 5 AktG auf, noch stärkere mit der vorgehend in Kapitel D.III.1 thematisierten Ausschüttung von *Treasury Shares* iRe. wahlweisen (vgl. §§ 262 ff. BGB) echten Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG.

Allerdings bestehen gleichsam einige zentrale Unterschiede, auf die im Folgenden eingegangen werden soll.

So unterscheidet sich eine (reine) Sachdividende in Gestalt gesellschaftseigener Aktien iRd. § 58 Abs. 5 AktG maßgeblich dadurch von der Rechtsarchitektonik einer jeden Scrip Dividend, als den Aktionären iRe. Sachdividende kein Wahlrecht zwischen der Dividende in bar sowie derjenigen in Form eigener Aktien der Gesellschaft eröffnet wird.[1690]

b) Gemeinsamkeiten der *Forward*-Struktur ‚Modell E.ON' mit der wahlweisen ‚echten' Sachausschüttung von *Treasury Shares* iRd. § 58 Abs. 5 AktG

Insofern es jedoch – wie in Kapitel D.III.1.c)dd) aufgezeigt – durchaus möglich ist, unter Ausnutzung des § 58 Abs. 5 AktG sowie unter Rückgriff auf die §§ 262 ff. BGB mittels eines iRd. Arbeit als Wahldividendenbeschluss bezeichneten Beschlusses ein Wahlrecht zwischen einer Dividende in bar und einer solchen in Gestalt eigener Aktien der Gesellschaft zu konzipieren, weisen die beiden Strukturierungsvarianten erstaunliche Ähnlichkeiten auf.

Dergestalt darf, so iRd. Implementierung beide Male auf einen vorhandenen Pool eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG zurückgegriffen wird, bzgl. der Fragen nach der Notwendigkeit einer ‚Verwendungsbefugnis' iSd. § 71 AktG[1691] sowie nach dem Erfordernis eines zur entsprechenden Wiederveräußerung der eigenen Aktien (ermächtigenden) Hauptversammlungsbeschlusses vollumfänglich auf die Ausführungen in Kapitel D.III.1.a) verwiesen werden.

1690 Dazu bereits eingehend in Kapitel D.III.1.c), dort vor bb). Vgl. in diesem Kontext insbesondere auch die Ausf. und Nachw. in Fn. 1007.

1691 Vgl. hierzu bereits obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.a)cc).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Ebenso präsentiert es sich bzgl. der Aspekte der Festlegung eines Sockeldividendenanteils[1692], der Angebotskontingentierung[1693] und Repartierung[1694] sowie der Ausführungen rund um das Bezugsrecht,[1695] wobei auf die Besonderheit hinzuweisen ist, dass es sich bei den beiden *Forward*-Strukturen, hier des ‚Modells *E.ON*', faktisch um die einzig denkbaren Konstellationen der Ausgabe bzw. Emission von Aktien gegen Sachleistung bzw. -einlage unter Gewährung eines Bezugsrechts handelt.

Schließlich darf auch vollumfänglich an die obigen Ausführungen zur Validität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments überwiesen werden.[1696]

c) Abgrenzung der *Forward*-Struktur ‚Modell E.ON' zur wahlweisen ‚echten' Sachausschüttung von *Treasury Shares* iRd. § 58 Abs. 5 AktG

aa) Gewinnverwendungsbeschluss: Barausschüttung versus wahlweise ‚echte' Sachausschüttung

Der maßgebende Unterschied zwischen den beiden vorbezeichneten Strukturierungsvarianten liegt nach alledem allein darin, dass im Zentrum der präsent zu betrachtenden rechtstechnischen Konzeption ein auf die Ausschüttung einer Bardividende gerichteter Gewinnverwendungsbeschluss (§§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 1 AktG, 58 Abs. 3 AktG) steht, während die in Kapitel D.III.1 thematisierte Konstruktion zumindest partiell auf einem Sachausschüttungsbeschluss (§§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 2 AktG, 58 Abs. 3 AktG iVm. § 58 Abs. 5 AktG) gründet.

bb) Tauschangebot iSd. § 480 BGB versus originäres Wahlrecht

Insofern richtet sich das Wahlrecht der Aktionäre iRd. *Forward*-Struktur ‚Modell *E.ON*' auf Abgeltung des – infolge des Barausschüttungsbeschlusses gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 1, 58 Abs. 3

1692 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.
1693 Zu diesem Aspekt bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb)aaa).
1694 S. dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb)ccc).
1695 Hierzu bereits obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e).
1696 S. zu diesem Aspekt die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.g).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

AktG iVm. § 58 Abs. 4 Akt zur Entstehung gelangenden – Barausschüttungsanspruches durch Hingabe eigener Aktien der Gesellschaft iSd. §§ 71 ff. AktG. Die Optionalität wird durch die Fassung eines auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteten Gewinnverwendungsbeschlusses in Kombination mit einem Tauschangebot iSd. § 480 BGB, mithin als ‚Doppelmaßnahme', konzipiert.

cc) Kein originärer Sachausschüttungsanspruch iSd. § 58 Abs. 5 AktG infolge Wahlrechtsausübung

Dergestalt kommt es also iRd. *Forward*-Struktur ‚Modell *E.ON*' – anders als iRe. ‚echten' wahlweisen (vgl. §§ 262 ff. BGB) Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG – infolge entsprechender Ausübung des angetragenen Wahlrechts auch nicht zur Entstehung eines ‚originären' Anspruches auf Zuteilung eigener Aktien der Gesellschaft iSe. auf Auskehrung einer Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG gerichteten Ausschüttungsanspruchs.

Vielmehr wird das Wahlrecht, das dem Aktionär die Möglichkeit zur Beanspruchung der Zuteilung eigener Aktien anstatt der Bardividende eröffnet, eben nur derivativ in einem der Fassung eines auf Barausschüttung gerichteten Gewinnverwendungsbeschlusses nachgelagerten Schritt, namentlich durch Unterbreitung eines entsprechenden Tauschangebots iSd. § 480 BGB, seitens der Gesellschaft konzipiert.

aaa) Bezugs- bzw. Wahlrechtsausübung & Abgabe von Übertragungserklärungen

Während der in vorbezeichneter Tauschofferte iSd. § 480 BGB vorgesehenen Bezugsfrist müssen sich die Aktionäre dann zwischen dem Bezug der Dividende in bar und derjenigen in Gestalt von Aktien der Gesellschaft entscheiden.[1697]

1697 Auf die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.f)dd)ccc) zur Empfehlung, die Möglichkeit eines Widerrufs der Ausübungserklärung per entsprechender Regelung in den Bezugsbedingungen zu versagen, wird an dieser Stelle verwiesen.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(1) Grundprinzipien

Diejenigen Aktionäre, die das Tauschangebot im hierfür vorgesehenen Zeitraum nicht für sämtliche der von ihnen gehaltenen (Stück-)Aktien annehmen oder gar gänzlich untätig bleiben, erhalten im Fälligkeitszeitpunkt[1698] infolge der (partiellen) Nichtannahme des Tauschangebots standardmäßig eine reine Barzahlung auf die Wahldividendenansprüche, die ihnen grundsätzlich einen Tag nach der Hauptversammlung eingebucht werden.[1699]

Vice versa müssen die Anteilseigner zur Beanspruchung der Aktienkomponente aktiv werden und gegenüber der Gesellschaft eine entsprechende Bezugs- bzw. Ausübungserklärung abgeben, für die ihnen im Nachgang zur Hauptversammlung ein entsprechendes Formular zur Verfügung gestellt wird.[1700] Dabei kann das Wahlrecht freilich in kombinierter Form ausgeübt werden, sodass ein Teil der Dividendenansprüche in Aktien umgetauscht wird, während für einen anderen Teil eine Bardividende beansprucht wird.

Insoweit sich der jeweilige Aktionär zur Annahme der Tauschofferte entscheidet, kommt infolge rechtzeitigen Zugangs der Erklärung bei der Gesellschaft durch Angebot und Annahme gemäß §§ 145 ff. BGB – vorbehaltlich einer lediglich teilweisen Berücksichtigung von Annahmeerklärungen[1701] – ein Tauschvertrag iSd. § 480 BGB zwischen den Parteien zustande. Hieraus resultiert einerseits ein Anspruch des Aktionärs gegen die Gesellschaft auf Lieferung von Aktien in entsprechendem Umfang, andererseits ein gegenläufiger, auf Zession (vgl. §§ 398 ff. BGB) von Dividendenforderungen in korrespondierendem Maße gerichteter, Anspruch der Gesellschaft. Denkbar ist daneben auch, dass als seitens des Aktionärs zu erbringende Gegenleistung die Zustimmung zu einem Erlassvertrag iSd. § 397 BGB oder, jedoch in der Praxis eher unüblich, die Zustimmung zu

1698 Vgl. hierzu bereits die obigen, auf diese Strukturierungsvariante grundsätzlich uneingeschränkt übertragbaren, Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(d).

1699 Vgl. hierzu auch die auf diese Konstellation übertragbaren Ausf. bei *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 231; *Damanik*, Aktiendiv., S. 2; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 26; *Schmidtmann*, DB 2017, 2695, 2696.

1700 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1624.

1701 Vgl. hierzu bereits die Ausf. in Kapitel D.III.2.b) iVm. denjenigen aus Kapitel D.III.1.d)bb)ccc).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

einer Verrechnungsabrede iSd. §§ 387 ff. BGB vereinbart wird[1702]. Im Abtretungsfall erlischt der Anspruch des Aktionärs auf Barausschüttung sodann infolge der Vornahme der Zession durch Konfusion, in den Übrigen Fällen durch entsprechende Erteilung der Zustimmung.

Gleichsam findet sich die vorbezeichnete, nach gebräuchlichem Gebaren in Papierform zu übermittelnde,[1703] Ausübungserklärung[1704] in der Praxis zum Zwecke der Vermeidung weiterer Komplexitäten iaR. derart ausgestaltet, dass mittels ihr drei Erklärungen, namentlich Bezugs-, Übertragungs- und Unterlassungserklärung, zugleich abgegeben werden.

Dergestalt bestimmen die zugunsten der Aktienkomponente votierenden Anteilseigner mittels Abgabe der Ausübungserklärung erstens, dass sie das Tauschangebot annehmen (Bezugserklärung), zweitens erklären sie, vorbehaltlich des Zugangs der Bezugserklärung nach Ablauf der Bezugsfrist sowie vorbehaltlich einer lediglich teilweisen Berücksichtigung von Bezugserklärungen,[1705] die Übertragung der (anteiligen[1706]) Dividendenansprüche in korrespondieren Umfang (Übertragungserklärung), sowie drittens, bis zum Abschluss der Abwicklung des Bezugsangebots keine (weiteren) Erklärungen bezogen auf eine Verfügung über ihre Dividendenansprüche abzugeben (Unterlassungserklärung).[1707]

Die die Abgabe vorerwähnt zweiterer Erklärung betreffende Übertragung der (anteiligen[1708]) Dividendenansprüche erfolgt hierbei, wie bereits angedeutet, in gängiger Praxis im Wege der Zession, verbunden mit einer

---

1702 Einer Aufrechnung gemäß §§ 387 ff. BGB bzw. einem Erlassvertrag gemäß § 397 BGB stehen die Regelungen in § 66 Abs. 1 S. 1 und 2 AktG in dieser Konstellation – anders als den *Forward*-Strukturen unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung, vgl. dazu die Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(4)(c) – deshalb nicht entgegen, weil derivativ seitens der Gesellschaft zurückerworbene eigene Anteile iSd. §§ 71 ff. AktG bereits voll eingezahlt sind, mithin kein Fall der von § 66 Abs. 1 S. 1 und 2 AktG untersagten Konstellation der Aufrechnung gegenüber bzw. des Erlasses von Einlageschulden iSd. § 54 Abs. 1 AktG vorliegt.

1703 Vgl. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1623.

1704 Zu der Empfehlung, die Wahlrechtsausübung unwiderruflich zu gestalten und den Hintergründen hierfür s. bereits die Ausf. in Kapitel D.III.1.f)dd)ccc).

1705 Vgl. hierzu bereits die Ausf. in Kapitel D.III.2.b) iVm. denjenigen aus Kapitel D.III.1.d)bb)ccc).

1706 S. dazu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1707 S. hierzu auch die Ausf. bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 f. = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 28.

1708 S. dazu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Übertragung der Miteigentumsanteile an den Inhaberglobalgewinnanteilsscheinen, die die Dividendenansprüche verbriefen.[1709]

(2) Exkurs: Einschaltung von Intermediären

Die iaR. erfolgende Einschaltung von Intermediären betreffend ist zum Zwecke der Vermeidung von Wiederholungen auf die im Wesentlichen auf diese Konstellation übertragbaren Ausführungen in Kapitel D.III.1.f)dd)ccc)(2) zu verweisen.[1710]

Diesbezüglich ergeben sich allein daraus, dass in der präsent thematisierten Strukturierungsvariante nicht ein originäres Ausschüttungswahlrecht existiert, sondern ein Wahlrecht erst ‚auf dem Umweg' eines im Nachgang zur Beschlussfassung über die Ausschüttung einer Bardividende unterbreiteten Tauschangebots konzipiert wird, was seinerseits wiederum die treuhänderische Funktion der transaktionsbegleitenden Bank affektiert, geringfügige Differenzen zu den Ausführungen in Kapitel D.III.1.f)dd)ccc)(2)(b).

Insofern nämlich in der präsent thematisierten Konstellation die (anteiligen[1711]) Bardividendenansprüche als (Sach-)Gegenleistung für die Zuteilung von eigenen Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG in die Gesellschaft einzubringen sind, hat sich die Transaktionsbank die (anteiligen[1712]) Ausschüttungsansprüche der Aktionäre mit Bezugswunsch nicht nur abtreten zu lassen, sondern diese im Anschluss hieran in einem weiteren Schritt kumuliert (fremdnützig) in die Gesellschaft einzubringen.

Dazu schließen Gesellschaft und transaktionsbegleitende Bank nach Ablauf der analog § 186 Abs. 1 S. 2 AktG zu gewährenden Bezugsfrist einen Einbringungsvertrag, auf Grundlage dessen letztere die kumulierten (anteiligen[1713]) Dividendenforderungen mit der Konsequenz, dass sich Forderung und Schuld vereinen und die Dividendenforderungen infolge durch Konfusion bei der Gesellschaft erlöschen, (fremdnützig) einlegt.[1714]

1709 S. hierzu auch die Ausf. bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 f. = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 28.

1710 Vgl. in diesem Kontext auch den Nachw. oben in Fn. 1625.

1711 S. dazu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1712 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1713 Dazu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1714 Die Hauptleistungspflichten des Einbringungsvertrags werden in der Praxis idR. durch eine Reihe von Gewährleistungen flankiert. So sichert die Gesellschaft typischerweise zu, dass die wiederzuveräußernden Aktien bei Übertra-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Die Einbringung sowie die Order bzw. Zeichnung von Aktien durch die Transaktionsbank erfolgt hierbei im Innenverhältnis für Rechnung derjenigen Aktionäre, die ihre (anteiligen[1715]) Dividendenansprüche auf die Bank übertragen haben.[1716]

Gemäß diesen Ausführungen bestimmen die Aktionäre mittels der Ausübungserklärung entsprechend den dortigen Vorsehungen nicht nur, dass sie das Bezugsangebot annehmen, sondern treten gleichzeitig ihre (anteiligen[1717]) Dividendenansprüche an die Transaktionsbank ab und beauftragen diese damit, die zedierten (Nettobar-[1718])Dividendenansprüche treuhänderisch im eigenen Namen auf Rechnung der betreffenden Anteilseigner als Sachgegenleistung an die Gesellschaft abzutreten, eine entsprechende Anzahl an Aktien zu ordern bzw. zu zeichnen sowie die nach Durchführung der Transaktion von der Gesellschaft bezogenen Aktien an die betreffenden Aktionäre zu liefern.[1719]

dd) Kein Erfordernis einer besonderen Satzungsermächtigung

Um nach diesem Exkurs wieder auf die grundlegenden Diskrepanzen zwischen der wahlweisen ‚echten' Sachausschüttung von *Treasury Shares* iRd. § 58 Abs. 5 AktG und der *Forward*-Struktur ‚Modell *E.ON*' zu sprechen zu kommen, zeigt sich die Verschiedenheit der Gestaltungen über die genannten Aspekte hinaus auch deutlich darin, dass es zur wahlweisen ‚echten' Sachausschüttung von *Treasury Shares* iRd. § 58 Abs. 5 AktG nach der in letztgenannter Regelung zum Ausdruck kommenden legislatorischen Vorstellung unter dem Gesichtspunkt des ‚Überraschungsschutzes des Aktionärs'[1720] einer besonderen, Sachausschüttungen zulassenden, Satzungs-

---

gung an die Transaktionsbank rechtswirksam ausgegeben wurden sowie frei von Rechten Dritter als auch frei übertragbar sind, während die transaktionsbegleitende Bank iaR. gewährleistet, dass sie Inhaberin der einzubringenden (anteiligen – dazu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16) Dividendenforderungen ist und frei über diese verfügen kann, s. *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 692.= *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 43.

1715 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1716 S. dazu auch die Ausf. bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 690 und 692.= *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 30 und 43.

1717 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1718 Dazu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1719 Dazu auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 f. = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 28.

1720 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 763.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ermächtigung bedarf.[1721] An den Hauptversammlungsbeschluss über die Ausschüttung einer Bardividende sind hingegen aufgrund dessen, dass das Gesetz dem Leitbild der Bardividende folgt,[1722] keine weiteren Anforderungen zu stellen sind; eine Bardividende kann (vorbehaltlich einer anderen Regelung in der Satzung der Gesellschaft[1723]) gemäß § 133 Abs. 1 AktG ohne Weiteres mit einfacher Stimmenmehrheit beschlossen werden[1724].

ee) Implikationen des Kapitalerhaltungsgebots aus § 57 AktG

Ein weiterer wesentlicher Unterschied liegt zudem darin, dass die in Bezug auf die Ausschüttung einer wahlweisen ‚echten' Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(b) thematisierte Problematik eines möglichen Konflikts mit dem Kapitalerhaltungsgebot des § 57 AktG iRd. präsent thematisierten Strukturierungsvariante grundsätzlich nicht besteht, bzw. soweit ein derartiger Konflikt anzudenken ist, jedenfalls in strukturell abgewandelter Form.

aaa) Keine ‚Bewertungsproblematik'

Während es nämlich oben mit Blick auf eine ‚überwertige' Sachdividendenkomponente entscheidend auf die Wertungen des § 57 Abs. 1 S. 1, Abs. 3 AktG ankam, steht im Zentrum der *Forward*-Struktur ‚Modell *E.ON*' die Ausschüttung einer Bardividende, die nicht mit der betreffenden ‚Bewertungsproblematik' (Ausschüttung zum Buch- oder Verkehrswert[1725]) konfrontiert.

Insofern sind allenfalls mit Blick auf die das Wahlrecht generierende Tauschofferte iSd. § 480 BGB, die den Aktionären die Möglichkeit eröffnet, deren Bardividendenansprüche (anteilig[1726]) durch Abtretung gemäß §§ 398 ff. BGB bzw. durch Zustimmung zu einem Erlassvertrag gemäß § 397 BGB oder einer Verrechnungsabrede gemäß §§ 387 ff. BGB als (Sach-)Gegenleistung für die Gewährung von Aktien aus dem Bestand der

1721 S. zum Ganzen bereits die Ausf. in Kapitel D.III.1 vor a).
1722 Dazu bereits die Ausf. in Kapitel D.II.
1723 S. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 84, dort mwN. in Fn. 228.
1724 Hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 765.
1725 S. dazu bereits die Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(b).
1726 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Gesellschaft in letztere ‚einzubringen', Konflikte mit dem Kapitalerhaltungsgebot aus § 57 AktG denkbar.

bbb) *Dealing at arms' length*: Kein Anwendungsfall des § 57 AktG

Allerdings ist – die Einhaltung der bislang iRd. Arbeit vorgestellten Strukturierungsempfehlungen unterstellend – der Anwendungsbereich der Norm gar nicht erst eröffnet.

So sich die Scrip Dividend nämlich vermöge des Merkmals ‚echter' Optionalität charakterisiert findet,[1727] sprich die mit dem *Treasury*-Instrument bezweckte adäquate Adressierung der heterogenen Ausschüttungspräferenzen des Aktionariats den vorgehenden Ausführungen nach nur dergestalt zu besorgen ist, dass sich Bar- und Aktienkomponente bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise annäherungsweise äquivalent lukrativ ausgestaltet finden,[1728] erfolgt iRd. Tauschofferte eine derivative ‚Veräußerung' der *Treasury Shares* iSd. §§ 71 ff. AktG zu einem börsenkursnahen[1729] Preis, sodass es sich bei dem Austausch um ein marktübliches bzw. neutrales (Dritt-)Geschäft (*dealing at arms' length*) handelt, das der Gesellschaft nach allgM.[1730] ohne Weiteres gestattet ist. Mit anderen Worten formuliert handelt es sich um ein Geschäft, das § 57 AktG mit seinem Zweck der Vermögensbindung[1731] nicht betrifft und infolge aus dessen Anwendungsbereich fällt[1732].[1733]

1727 Hierzu bereits in Kapitel B.III.2.e). Vgl. i.Ü. anstatt vieler *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 2.

1728 Dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(b).

1729 Eingehend hierzu die nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(a). Vgl. in diesem Kontext ferner auch schon die Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(b).

1730 Vgl. hierzu e.g. aus der Rspr. BGH, Urt. v. 20.11.2006 – II ZR 176/05, AG 2007, 120, 121; OLG Koblenz, Urt. v. 10.02.1977 – 6 U 847/75, AG 1977, 231. Aus der Lit. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 57 Rn. 48 ff., 152, *Drygala*, in: KK, AktG, § 57 Rn. 41, 54 f.; *Henze*, in: GK, AktG, § 57 Rn. 35; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 8.

1731 S. hierzu bereits die eingehenden Ausf. oben in Kapitel B.I.1.

1732 Explizit idS. e.g. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 57 Rn. 48 ff.; *Henze*, in: GK, AktG, § 57 Rn. 35.

1733 IdS. zu interpretieren wohl auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 686 f. = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 7.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Daran ändert auch der iRv. Scrip Dividends idR. gewährte Discount iHv. 2–3 %[1734] ob dessen, dass der Marktpreis, bei börsennotierten Gesellschaften also der Börsenkurs,[1735] iRd. derivativen Veräußerung eigener Aktien grundsätzlich[1736] nicht unterschritten werden darf,[1737] aus den bereits in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(b) erörterten Gründen, respektive aufgrund der Funktion dessen als Sicherheitsabschlag[1738] und Kaufanreizmarge[1739], nichts.

ccc) Keine Anwendung der gläubigerschützenden Kapitalaufbringungsregeln des Gründungs- und/oder Kapitalerhöhungsrechts

Naheliegen mag es in diesem Kontext allerdings, die gläubigerschützenden Kapitalaufbringungsregeln des Gründungs- und Kapitalerhöhungsrechts auf die Wiederveräußerung eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG anzuwenden, lässt sich doch gut hören, es handle sich hierbei um einen kapitalerhöhungsähnlichen Vorgang.[1740] In den Händen der Gesellschaft haben eigenen Aktien nämlich weder einen Wert[1741] noch gewähren sie Rechte (vgl. § 71b AktG), sodass sich der Interimszeitraum der Eigenhaltung in wirtschaftlicher Hinsicht als eine „Kapitalherabsetzung auf Zeit“[1742] präsentiert. Gleichsam führt die spätere Wiederveräußerung der eigenen Akti-

---

1734 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.

1735 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1059.

1736 Vgl. dazu die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 1060.

1737 Explizit idS. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 57 Rn. 75. I.E. wohl ebenso sämtliche der in Fn. 177 Genannten.

1738 Zum Aspekt von Discounts als Sicherheitsabschlag s. die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(2).

1739 Zur Funktion des Discounts als Kaufanreizmarge s. schon die Nachw. in Fn. 39.

1740 So die in Fn. 860 Genannten. Auch die Gesetzesbegründung spricht in diesem Kontext von einer „wirtschaftliche[n] Kapitalerhöhung“, vgl. hierzu bereits den Nachw. in Fn. 859.

1741 S. hierzu auch die eingängigen Ausf. bei *Bezzenberger*, 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.“.

1742 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 860.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

en dazu, dass diese als Vermögenswert und Bündel von Rechten beim Erwerber wieder aufleben, quasi neu entstehen.[1743] Infolge liegt die Conclusio nahe, der Erwerber leiste nicht nur ein ‚Austauschentgelt', sondern erbringe der Sache nach eine Einlage, die zur Aufnahme in die Gesellschaft bzw. zur Aufstockung des Anteilsbesitzes an der Gesellschaft führt.[1744]

Dies vernachlässigt jedoch zweierlei zentrale rechtstechnische Unterschiede zwischen Wiederveräußerung eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG und Kapitalerhöhung.

Erstens findet iRd. Wiederveräußerung von *Treasury Shares* (iSd. §§ 71 ff. AktG) keine Schaffung neuer Aktien statt; die derivativ seitens der Gesellschaft erworbenen und nunmehr zur Wiederveräußerung anstehenden Anteile sind bereits voll eingezahlt, sodass deren Wiederausgabe nicht zur Entstehung von Einlageschulden iSd. § 54 Abs. 1 AktG führt.

Zweitens findet auch keine Erhöhung des Grundkapitals statt.[1745] Mit dem Rückerwerb wie auch der Wiederausgabe der eigenen Aktien geht keine Satzungsänderung in Gestalt einer originären Modifikation der Grundkapitalstruktur einher;[1746] vielmehr stellt die Wiederveräußerung eigener Aktien nur eine mit der satzungsgemäßen Eigenkapitalstruktur korrespondierende Verteilung der Mitgliedschaftsrechte wieder her[1747].

Dementsprechend ist die Wiederausgabe ein von den gläubigerschützenden Kapitalaufbringungsregeln des Gründungs- und Kapitalerhöhungsrechts abgekoppelter Vorgang. Das Verbot der Unterpariemission gilt insofern ebenso wenig, wie das Gebot der Offenlegung und die Pflicht zur Werthaltigkeitsprüfung von Sacheinlagen greift; auch findet eine registergerichtliche Kapitalaufbringungskontrolle nicht statt.[1748]

ddd) Veröffentlichung der nach WpPG erforderlichen Dokumentation: Prospektpflicht & prospektbefreiendes Dokument

Einmal mehr wirkt sich die divergierende rechtstechnische Strukturierung schließlich im Kontext prospektrechtlicher Fragen aus.

1743 IdS. auch *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 79.
1744 Vgl. *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 2.
1745 Explizit idS. auch *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 79.
1746 S. die Nachw. in Fn. 861.
1747 So auch *Broichhausen*, Finanzierungsinstr., S. 149 f.
1748 Explizit idS. auch *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 79.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Dies insofern, als iRd. präsent thematisierten rechtstechnischen Konzeptualisierungsvariante – und damit in Abweichung zu den Ausführungen in Kapitel D.III.1.f)bb)bbb) – zunächst ein auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteter Gewinnverwendungsbeschluss gefasst wird, sodass die Voraussetzungen des Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F.) dessen Wortlaut nach insoweit nicht vorliegen, als *Treasury Shares* iSd. §§ 71 ff. AktG auf Grundlage eines Tauschvertrags, der durch Angebot und Annahme gemäß §§ 145 ff. BGB zustande kommt, ausgegeben und gerade nicht als ‚Dividende in Form von Aktien' ausgeschüttet werden; ein originärer Sachausschüttungsanspruch iSd. § 58 Abs. 5 AktG entsteht in dieser Konstellation gerade nicht.[1749]

Wie bereits aufgezeigt vermag es aber im Umkehrschluss zu den Ausführungen in Kapitel D.III.1.f)bb)bbb) gleichsam nicht zu überzeugen, die Regelung allein deshalb nicht zur Anwendung gelangen zu lassen, weil die Aktien den Aktionären nicht infolge eines entsprechend gefassten Sachausschüttungsbeschlusses automatisch eingebucht werden, sondern stattdessenn eine Bardividende beschlossen und per Tauschangebot iSd. § 480 BGB ein Wahlrecht konzipiert wird.

Denn: Ohne Wahlrecht hätten die Aktionäre schon gar keine Investitionsentscheidung zu treffen, die jedoch gemäß § 2 Nr. 2 WpPG (§ 2 Nr. 4 WpPG a.F.) Voraussetzung für das Vorliegen eines öffentlichen Angebots und folglich auch Voraussetzung für eine Prospektpflicht gemäß § 3 Abs. 1 WpPG (§ 3 Abs. 1 WpPG a.F.) und damit wiederum Grundlage der Anwendung des Prospektbefreiungstatbestands aus Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F.) ist.[1750]

Infolge darf iRd. Auslegung des Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F.) nicht bei dessen Wortlaut stehen geblieben werden. In diesem Sachzusammenhang eröffnet ein Blick in die Historie der Norm, dass der heutige Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 1

1749 IdS. wohl auch bzw. soweit ersichtlich allein *Schnorbus*, in FK WpPG, § 4 Rn. 39, dort allerdings mit Bezug zur *Forward*-Struktur ‚Modell *Telekom*': „Die Behandlung von Scrip Dividends nach § 4 Abs. 1 Nr. 4 [a.F., nunmehr ist Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO die diesbezüglich einschlägige Vorschrift] ist nicht unproblematisch, da der Wortlaut des Gesetzes offensichtlich von einer durch die Gesellschaft direkt an die Aktionäre ausgeschütteten Sachdividende (etwa im Zuge einer Sachausschüttung nach Maßgabe des § 58 Abs. 5 AktG) ausgeht und nicht von der Einbringung eines Dividendenanspruchs im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung.".

1750 S. hierzu auch die eingängigen Ausf. bei *Krause*, ZHR 2017, 641, 649. IdS. wohl auch die in Fn. 1596 Zitierten.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Nr. 4 WpPG a.F.) auf Art. 4 der Prospektrichtlinie[1751] (Prospekt-RL) gründet sowie ein Blick in die zugehörigen Gesetzgebungsmaterialien herausschält, dass die betreffende Ausnahme von der Prospektpflicht dem Willen des Gesetzgebers nach aus der Tatsache resultieren soll, „dass bestimmte Wertpapiertypen [...] angeboten werden, für die die entsprechenden Informationen dem Anlegerpublikum oder den Aktionären bereits zur Verfügung gestellt werden bzw. wurden."[1752], sodass letztlich kein neuerliches Informationsbedürfnis besteht.

In eben diesem Sinne wird jedoch das Interesse der Aktionäre an einer hinreichenden Information iRd. präsent thematisierten Konstellation gleich in zweierlei Hinsicht gewahrt. Zum einen dadurch, dass es sich bei den iRd. Tauschofferte auszugebenden Aktien um solche handelt, die die Gesellschaft derivativ gemäß §§ 71 ff. AktG vom Markt zurückerworben hat, sprich um Anteile, die sich zu einem früheren Zeitpunkt bereits im Umlauf befanden und für die iRd. ursprünglichen Emission bereits ein Wertpapierprospekt veröffentlicht wurde. Zum anderen dergestalt, dass bereits ein Prospekt für diejenigen Aktien existiert, die zur Entstehung derjenigen (anteiligen[1753]) Dividendenansprüche geführt haben, die ihrerseits iRd. Tauschangebots gegen eigene Aktien der Gesellschaft iSd. §§ 71 ff. AktG eingetauscht werden können, sodass die Anleger dergestalt ebenfalls bereits durch ein zu einem früheren Zeitpunkt veröffentlichtes Prospekt entsprechend informiert wurden, wobei die Informationen insofern, als dass nunmehr Aktien der gleichen Gattung wiederausgegeben werden, übertragbar sind.

Diese Faktizitäten rechtfertigen es der hier vertretenen Auffassung nach schließlich, Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG bzw.) in Anbetracht von dessen Sinn und Zweck iRe. teleologischen Extension zur Anwendung gelangen zu lassen, sodass unter der Auflage der

1751 RL 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG.

1752 Begr. der Kommission der EG zum geänderten Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist und zur Änderung der Richtlinie 2001/24/EG vom 9. August 2002, ABl. EG Nr. C 20 E/122, S. 131.

1753 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Veröffentlichung eines prospektersetzenden Dokuments[1754] eine Prospektbefreiung anzunehmen ist.

Im Ergebnis entspricht dies auch nicht nur der ghM. im Schrifttum,[1755] sondern ebenfalls der gängigen Marktpraxis sowie der Verwaltungspraxis sowohl der BaFin als auch der Frankfurter Wertpapierbörse.

Erwähnenswert scheint insofern jedoch auch, dass ausländische Aufsichtsbehörden die Fragestellung im Hinblick auf nationale Parallelregelungen zu § 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F. bzw. § 4 Abs. 2 Nr. 4 WpPG a.F. bisher unterschiedlich beantworteten: So entschieden die Behörden in Italien und Spanien wohl wie in Deutschland, wohingegen exempli gratia die norwegische Aufsichtsbehörde das prospektersetzende Dokument im Falle der Zuteilung von Aktien gegen Einbringung des Anspruchs auf Bareinlage nicht ausreichen ließ.[1756]

ff) Terminologische Implikationen

Schließlich ergeben sich aus den vorerörterten Unterschiedlichkeiten bzgl. der rechtstechnischen Ausgestaltung der wahlweisen ‚echten' Sachdividende und der *Forward*-Struktur ‚Modell *E.ON*' auch terminologische Implikationen. So ist es aus terminologischer Sicht nämlich schlicht nicht richtig, im Kontext der *Forward*-Struktur ‚Modell *E.ON*' von einer ‚Dividende in Aktien' bzw. einer ‚Aktiendividende' zu sprechen, denn die Dividende

---

1754 Eingehend zum prospektbefreienden Dokument bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.f)bb)ccc).

1755 Im Schrifttum ist allerdings umstritten, ob die dogmatische Grundlage der Prospektbefreiung Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F.) und bzw. oder Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. g) Alt. 2 EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 2 Nr. 4 WpPG a.F.), jeweils direkt oder analog bildet. Für die direkte Anwendung des Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO *Groß*, KapMR, 7. Aufl., Art. 1 EU-ProspektVO, Rn. 34. Noch unter Geltung des alten Rechts für die direkte Anwendung des § 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG (nunmehr Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO) e.g. *Groß*, KapMR, 6. Aufl., § 4 WpPG Rn. 5; *Krause*, ZHR 2017, 641, 649; *Schnorbus*, in FK WpPG, § 4 Rn. 35. Für dessen analoge Anwendung *Schlitt*, in: Assmann/Schlitt/v. Kopp-Colomb, § 4 Rn. 20 a.E. Für eine Anwendung des § 4 Abs. 2 Nr. 4 WpPG (nunmehr Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. g) Alt. 2 EU-ProspektVO) *Mense/Klie*, GWR 2015, 45, 47; *dies.*, GWR 2016, 111, 113. Für eine Behandlung nach § 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG (nunmehr Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO) und § 4 Abs. 2 Nr. 4 WpPG (nunmehr Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. g) Alt. 2 EU-ProspektVO) *Wegmann,* HV Magazin 04/2014, 24, 25.

1756 S. *Schnorbus*, in FK WpPG, § 4 Rn. 39.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

wird in dieser Konstellation gemäß dem dieser Konzeption zugrundeliegenden, auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteten, Gewinnverwendungsbeschluss zwingend in bar ausgeschüttet.

d) Strukturierung der Transaktion & Implementierung des *Treasury*-Instruments

Bezüglich der Strukturierung und Implementierung dieses rechtstechnischen Konzepts einer Wahldividendenofferte darf aber dennoch weitestgehend an die obigen Ausführungen in Kapitel D.III.1.f) überwiesen werden.

Auf etwaige Unterschiede beider Strukturierungsvarianten einer Scrip Dividend, die sich maßgeblich darin zeigen, dass im Mittelpunkt der präsent thematisierten Konstellation ein auf Barausschüttung gerichteter Gewinnverwendungsbeschluss steht, der dergestalt mit einem Tauschangebot iSd. § 480 BGB kombiniert wird, dass am Ende – rechtsuntechnisch gesprochen und rein wirtschaftlich betrachtetet – ein Dividendenwahlrecht zwischen der Dividende in bar und einer solchen in Form von eigenen Aktien der Gesellschaft steht, sowie hieraus resultierenden Implikationen für den Prozess der Implementierung des *Treasury*-Instruments wurde bereits mittels der Ausführungen in Kapitel D.III.2.c) eingegangen, auf die an dieser Stelle verwiesen werden darf.

e) Exkurs: Teleologische Extension des Gutglaubensschutzes des § 62 Abs. 1 S. 2 AktG auf den Erbringer der Sachgegenleistung/Empfänger der *Treasury Shares*

Für die Praxis besonders interessant dürfte im Kontext dieser Strukturierungsvariante schließlich die Frage der Anwendbarkeit des § 62 Abs. 1 S. 2 AktG für den Fall einer Klage gegen die Wirksamkeit des der Gestaltung zugrundliegenden, auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteten, Gewinnverwendungsbeschlusses sein.

Während sich nämlich in § 62 Abs. 1 S. 1 AktG der das in § 57 AktG normierte Verbot der Einlagenrückgewähr flankierende – und damit der Kapitalerhaltung du dienen bestimmte – spezifische aktienrechtliche Anspruch der Gesellschaft gegen die Aktionäre auf Rückgewähr von entgegen den gesetzlichen Vorschriften von der Gesellschaft bezogenen Leistungen geregelt findet, privilegiert § 62 Abs. 1 S. 2 AktG den gutgläubigen Dividendenempfänger dadurch, dass Beträge, die als Gewinnanteile bezogen wurden,

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nur dann zurückzugewähren sind, wenn die Empfänger wussten oder infolge von Fahrlässigkeit nicht wussten, dass sie nicht zum Bezug berechtigt waren.

Mit anderen Worten löst § 62 Abs. 1 S. 2 AktG den Konflikt zwischen Minderheitenschutz der klagenden Aktionäre und dem Interesse derjenigen Aktionäre, die verbotenerweise Gewinnanteile bezogen haben, am Bestand und Vollzug der Gewinnausschüttung mit Blick darauf, dass Aktionäre iaR. keinen Einblick in die Interna der Gesellschaft haben, die Zulässigkeit einer Gewinnausschüttung (genauer: Mängel bzgl. der Aufstellung des Jahresabschlusses (vgl. §§ 172, 173 AktG) bzw. im Zusammenhang mit der Beschlussfassung über die Gewinnverwendung (vgl. § 174 AktG)) nicht erkennen können und die gezahlte Dividende infolge in der Erwartung empfangen, dass die Leistung rechtmäßig erfolgt, mittels der dort vorgesehenen Exzeption von der rein am objektiven Rechtsverstoß orientierten Rückgewährpflicht des § 62 Abs. 1 S. 1 AktG.[1757]

Dies zum Anwendungsbereich und den Rechtsfolgen des § 62 Abs. 1 S. 2 AktG vorausgeschickt, stellt sich die Frage, welche Implikationen die Norm im Hinblick auf eine erfolgreiche Klage gegen den Gewinnverwendungsbeschluss hat, der die Bardividendenansprüche zur Entstehung hat gelangen lassen, die als Sachgegenleistung für die Gewährung von eigenen Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG an die Gesellschaft zediert werden, sprich ob der in § 62 Abs. 1 S. 2 AktG geregelte Gutglaubensschutz iSe. teleologischen Extension des Anwendungsbereichs der Norm auf den Erbringer der Sachgegenleistung/den Empfänger der eigenen Aktien bzw. den Differenzhaftungsanspruch auszudehnen ist.

Indessen scheint allein eine entsprechende Erstreckung des Gutglaubensschutzes des § 62 Abs. 1 S. 2 AktG konsequent, kann doch nur so die gebotene Gleichbehandlung von denjenigen Aktionären, die die Bardividendenkomponente beanspruchen und denjenigen, die das Tauschangebot annehmen, gewährleistetet werden.

Andersherum betrachtet wäre eine divergierende Behandlung insofern völlig widersprüchlich, als auch die die Tauschofferte annehmenden Aktionäre die „Beträge als Gewinnanteile" erhalten. So in § 62 Abs. 1 S. 2 AktG die gesetzgeberische Wertungsentscheidung zum Ausdruck kommt, dass dem Vollzugs- und Bestandsinteresse der Gesellschaft sowie demjenigen der Leistungsempfänger der Vorrang vor dem Minderheitenschutz zugunsten der klagenden Aktionäre einzuräumen ist, kann in diesem Kon-

---

1757 Zur Rechtfertigung der Privilegierung vgl. die Ausf. bei *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 62 Rn. 63 f.; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 62 Rn. 25.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

text schließlich nichts anderes gelten, als was für die Empfänger der Bardividende selbstverständlich ist.[1758]

Der Gutglaubensschutz des § 62 Abs. 1 S. 2 AktG ist daher richtigerweise iSe. teleologischen Extension des Anwendungsbereichs der Norm auf den Erbringer der Sachgegenleistung und Empfänger der eigenen Aktien bzw. den Differenzhaftungsanspruch zu erstrecken.

Hiernach gilt also, dass selbst wenn eine etwaige Klage gegen den Gewinnverwendungsbeschluss Erfolg hat, die Gegenleistung für die Gewährung der *Treasury Shares* erbracht ist, während die Gesellschaft die Eigenkapitalpositionen, die für die Ausschüttung vorgesehen waren, behält.[1759]

f) Fazit zur Strukturierung einer Scrip Dividend als *Forward*-Struktur ‚Modell E.ON'

Resümierend ist nach alledem festzuhalten, dass die Konstruktion einer Scrip Dividend als *Forward*-Struktur ‚Modell *E.ON*' äußerst starke Parallelen zu derjenigen als wahlweise (vgl. §§ 262 ff. BGB) ‚echte' Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG aufweist.

Infolge kann zum Zwecke der Vermeidung von Wiederholungen in Bezug auf die Aspekte der Festlegung eines Sockeldividendenanteils, der Angebotskontingentierung sowie der Ausführungen zur Validität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments auf die zusammenfassenden Ausführungen in Kapitel D.III.1.h) verwiesen werden.

Selbiges gilt grundsätzlich auch für die Ausführungen rund um die Gewährung eines Bezugsrechts und den Bezugsrechtsausschluss, wobei in diesem Kontext auf die dahingehende Besonderheit der Konzeptualisierungsvariante hinzuweisen ist, dass es sich bei den beiden *Forward*-Strukturen, hier des ‚Modells *E.ON*', faktisch um die einzig denkbaren Konstellationen der Ausgabe bzw. Emission von Aktien gegen Sachleistung bzw. -einlage unter Gewährung eines Bezugsrechts handelt.

Letztlich präsentiert sich die Transaktionsstruktur der Scrip Dividend ‚Modell *E.ON*' im Vergleich zu der in Kapitel D.III.1 thematisierten Konzeptualisierung einer Wahldividende nur marginal anders, nämlich dergestalt, dass die Hauptversammlung nicht per Fassung eines Wahldividendenbeschlusses (vgl. §§ 262 ff. BGB) ein originäres Wahlrecht zugunsten der Aktionäre konzipiert, sodass durch entsprechende Ausübung des

1758 IdS. wohl auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 647.
1759 IdS. wohl auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 647.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Wahlrechts ein originärer Sachausschüttungsanspruch iSd. § 58 Abs. 5 AktG, gerichtet auf Ausschüttung eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG entsteht, sondern zunächst einen auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteten Beschluss fasst und das Wahlrecht erst in einem zweiten Schritt durch Unterbreitung eines Tauschangebots iSd. § 480 BGB eröffnet, iRd. die Aktionäre ihre auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteten Ansprüche als Gegenleistung für die Gewährung von Aktien aus dem Eigenbestand der Gesellschaft (vgl. §§ 71 ff. AktG) abtreten können.

3. *Forward*-Strukturen unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung

Spezifisch diese letztgenannte Faktizität, die die wahlweise ‚echte' Sachausschüttung eigener Aktien maßgeblich von dem Grundprinzip, auf dem die iRd. Arbeit als *Forward*-Struktur bezeichneten Konzeptualisierungen basieren, abgrenzt, bildet die entscheidende Gemeinsamkeit letzterer.

a) Abgrenzung zur *Forward*-Struktur ‚Modell E.ON'

Vice versa findet sich das zur Unterscheidung der verschiedenen Subtypen an *Forward*-Strukturen entscheidende Differenzierungskriterium in der die *Forward*-Struktur ‚Modell *E.ON*' mit der die Ausschüttung einer wahlweisen ‚echten' Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG einenden Gemeinsamkeit wieder.

Während nämlich die beiden in Kapitel D.III.1 sowie in Kapitel D.III.2 thematisierten Strukturierungsvarianten final auf einem Rückgriff auf einen Pool der Gesellschaft an derivativ erworbenen eigenen Anteilen iSd. §§ 71 ff. AktG basieren, werden die als Rekompens für die Einbringung der (Nettobar-[1760])Dividendenansprüche zu gewährenden Aktien iRd. neben der *Forward*-Struktur ‚Modell *E.ON*' stehenden Subtypen der *Forward*-Struktur iRe. Kapitalerhöhung – und zwar entweder, wie es bislang allein die *Mediantis AG* sowie die *Wüstenrot und Württembergische AG* jeweils iR. ihrer 2014 offerierten Wahldividenden praktizierten,[1761] iRe. ordentlichen Kapitalerhöhung, vgl. §§ 182 ff. AktG, oder einer solchen aus genehmig-

1760 Hierzu schon die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.
1761 Vgl. dazu bereits die Ausf. und Nachw. in den Fn. 495 und 496.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tem Kapital, vgl. §§ 202 ff. AktG, wie es iRd. als Scrip Dividend ‚Modell *Telekom*' bezeichneten Ausgestaltung der Fall ist[1762] – geschaffen.[1763]

b) Strukturierung der Transaktion & Implementierung des *Treasury*-Instruments

Diese zentralen Unterschiedlichkeiten vorangestellt soll im Folgenden auf die Details dieser meistverbreiteten,[1764] iRd. Arbeit als *Forward*-Strukturen unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung bezeichneten, Strukturierungsvarianten einer Scrip Dividend eingegangen werden.

aa) Veröffentlichung der Einladung zur Hauptversammlung sowie der nach EU-ProspektVO bzw. WpPG erforderlichen Dokumentation

Zu beginnen ist – wie auch bei den bereits vorgestellten Strukturierungsvarianten – stets mit der Vorbereitung der Implementierung des *Treasury*-Instruments, die weit, idR. ca. 4–6 Monate, vor dem Tag der Hauptversammlung, die gemäß § 123 Abs. 1 AktG mindestens dreißig Tage vor dem Tage der Versammlung einzuberufen ist, anfängt. Dies aufgrund dessen, dass Vorstand und Aufsichtsrat die Gegenstände der Tagesordnung, über die die Hauptversammlung beschließen soll, gemäß § 124 Abs. 3 S. 1 AktG bereits in der Einladung zur Hauptversammlung anzugeben sowie Vorschläge zur Beschlussfassung zu machen haben.

Insofern hat die Bekanntmachung im Kontext der Offerte einer als *Forward*-Struktur unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung konzipierten Scrip Dividend einen Gewinnverwendungsvorschlag sowie einen Vorschlag bzgl. der Beschlussfassung über eine ordentliche Kapitalerhöhung, bzw. (soweit die ‚Dividenden-Aktien' anstatt iRe. ordentlichen Kapitalerhöhung durch Ausnutzung eines genehmigten Kapitals geschaffen werden sollen und kein bzw. kein ausreichendes genehmigtes Kapital vorhanden

1762 Hierzu schon die Nachw. oben in Fn. 20.
1763 S. hierzu bereits die Ausf. in Fn. 21.
1764 S. schon die obigen Ausf. in Kapitel C.V.2 a.E. mit den dortigen Nachw.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ist) einen Beschlussvorschlag zur Schaffung eines genehmigten Kapitals[1765] zu enthalten.

Wie sich bereits bedingt aus den vorstehenden Ausführungen ergibt, steht im Zentrum der rechtsarchitektonischen Konzeptualisierung einer Scrip Dividend als *Forward*-Struktur unter Rückgriff auf eine ordentliche Kapitalerhöhung, vgl. §§ 182 ff. AktG, oder auf eine solche aus genehmigtem Kapital, vgl. §§ 202 ff. AktG, ein auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteter Gewinnverwendungsbeschluss gem. §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 1 AktG, der seinerseits gemäß den obigen Ausführungen in Kapitel B.I[1766] und II voraussetzt, dass der HGB-Abschluss einen ausschüttungsfähigen Bilanzgewinn für das letzte Geschäftsjahr ausweist.

Darüber darf schließlich auch, analog zu den Ausführungen in Kapitel D.III.2.c)aa), nicht diejenige Faktizität hinwegtäuschen, dass iRd. präsent thematisierten *Forward*-Strukturen rechtsuntechnisch gesprochen und aus rein wirtschaftlicher Perspektive betrachtet – soweit der jeweilige Aktionär das Bezugsangebot annimmt und sich damit für die Aktienkomponente entscheidet – eine ‚Verrechnung' der Bardividendenforderung mit der Einlageschuld iSd. § 54 Abs. 1 AktG stattfindet, die letztlich dazu führt, dass gerade keine Ausschüttung erfolgt, sondern der Bilanzgewinn in korrespondierendem Umfang (dergestalt, dass die Einbringung der (Nettobar-[1767])Dividendenansprüche als Sacheinlage iSd. § 27 Abs. 1 S. 1 AktG, die infolge der Wahl- bzw. Bezugsrechtsausübung vorzunehmen ist, dazu führt, dass sich das gezeichnete Kapital iSd. § 272 Abs. 1 HGB sowie, soweit der Betrag, der bei der Ausgabe der Anteile einschließlich von Bezugsanteilen über den Nennbetrag oder, falls ein Nennbetrag nicht vorhanden ist, über den rechnerischen Wert hinaus erzielt wurde (sog. ‚Agio' bei Anteilsausgabe) die Kapitalrücklage iSd. § 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB erhöht,) in Grundkapital umgewandelt wird.

Dergestalt erfolgt zwar – wiederum rechtsuntechnisch gesprochen – im Zuge einer Doppelmaßnahme letztlich eine Abgeltung der (anteiligen[1768]) (Bar-)Dividendenansprüche durch Gewährung neuer Aktien, was aber gerade nicht über den rechtlichen Charakter der Maßnahmen, sprich die

---

1765 Zur Schaffung der ‚Dividenden-Aktien' iRe. ordentlichen Kapitalerhöhung bzw. unter Rückgriff auf ein genehmigtes Kapital sogleich in Kapitel D.III.3.b)cc).

1766 S. in diesem Kontext auch insbesondere die Ausf. in Fn. 199.

1767 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1768 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Kombination verschiedener Rechtsinstrumente, die allein im wirtschaftlichen Ergebnis ein der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG vergleichbares Resultat herbeiführen, in die Irre führen darf.

So im Zentrum der präsent thematisierten *Forward*-Strukturen ein auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteter Gewinnverwendungsbeschluss steht, der den Aktionären gleichsam bereits die unterschiedlichen Ausschüttungsvarianten (Dividende in bar oder in Gestalt von neuen Aktien der Gesellschaft bzw. Kombination beider Dividendenformen dergestalt, dass für einen Teil des Anteilsbesitzes zugunsten der Aktienkomponente, für den anderen Teil zugunsten der Bardividende optiert wird) ‚anpreist', könnte der betreffende Gewinnverwendungsvorschlag von Vorstand und Aufsichtsrat (vgl. §§ 170 Abs. 2, 124 Abs. 3 S. 1 AktG) wie folgt lauten:

> Aufsichtsrat und Vorstand schlagen vor, den aus dem Geschäftsjahr [Jahr] zur Verfügung stehenden Bilanzgewinn in Höhe von € [Betrag] zur Ausschüttung einer Dividende in Höhe von € [Betrag] je dividendenberechtigter Stückaktie zu verwenden, und den verbleibenden Betrag in Höhe von € [Betrag] als Gewinnvortrag auf neue Rechnung vorzutragen.
>
> Die Dividende wird wahlweise in bar oder für einen Teil der Dividende zur Begleichung der Steuerschuld in bar und für den verbleibenden Teil der Dividende ‚in Form von Aktien' der Gesellschaft geleistet.
>
> [bzw. alternativ zu letzterem Absatz, so die Ausschüttung in vollem Umfang aus dem steuerlichen Einlagekonto iSd. § 27 KStG erfolgt]:
>
> Die Dividende wird wahlweise in bar oder ‚in Form von Aktien' der Gesellschaft geleistet.
>
> Die Einzelheiten zur Barausschüttung und der Möglichkeit der Aktionäre zur Wahl der Aktienkomponente werden in einem Dokument erläutert, das den Aktionären über die Internetseite der [Name der Gesellschaft] zur Verfügung gestellt wird und insbesondere Informationen über die Anzahl und die Art der Aktien enthält und in dem die

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Gründe und Einzelheiten zu dem angebotenen Wahlrecht dargelegt werden.

Die Zahlung der Dividende erfolgt am [Datum].[1769]

Die Dividende unterliegt der Besteuerung. Daher wird das Wahlrecht dergestalt restringiert, dass ein Teilbetrag in Höhe von etwa 28 Prozent der Dividende je Stückaktie zwingend in bar ausgeschüttet und in Abhängigkeit vom steuerlichen Status der jeweiligen Aktionäre ganz oder teilweise an die Steuerbehörden abgeführt wird.

[bzw. alternativ zu letzterem Absatz, so die Ausschüttung in vollem Umfang aus dem steuerlichen Einlagekonto iSd. § 27 KStG erfolgt]:

Da die Dividende in vollem Umfang aus dem steuerlichen Einlagekonto im Sinne des § 27 des Körperschaftsteuergesetzes (nicht in das Nennkapital geleistete Einlagen) geleistet wird, erfolgt die Auszahlung ohne Abzug von Kapitalertragsteuer und Solidaritätszuschlag. Bei inländischen Aktionären unterliegt die Dividende damit nicht der Besteuerung. Dies gilt sowohl für die Barausschüttung als auch soweit die ‚Dividende in Form von Aktien' geleistet wird. Eine Steuererstattungs- oder Steueranrechnungsmöglichkeit ist mit der Dividende nicht verbunden. Die Ausschüttung mindert nach Auffassung der deutschen Finanzverwaltung die steuerlichen Anschaffungskosten der Aktien. Übersteigt jedoch die Ausschüttung die Anschaffungskosten des Aktionärs, ist der entstehende Gewinn zu versteuern.

Im Übrigen darf an dieser Stelle zum Zwecke der Vermeidung von Wiederholungen bzgl. der Legitimität des Verzichts auf die Darstellungen weiterer Einzelheiten zum Wahlrecht im Gewinnverwendungsbeschluss und dem stattdessen zu empfehlenden Verweis auf das prospektbefreiende Dokument[1770] sowie ein ggf. ergänzend hierzu, zumeist in Q&A-Form, veröffentlichtes freiwilliges[1771] ‚Informationspapier', das die praktisch relevanten Fragen zur Aktiendividende zusammenfassend in prägnanter Form be-

1769 In diesem Kontext ist auf die obigen, auf die präsent thematisierte Strukturierungsvariante uneingeschränkt übertragbaren, Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(d) zu verweisen.

1770 Eingehend zum prospektbefreienden Dokument bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.f)bb)ccc).

1771 S. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 1094.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

antwortet,[1772] auf die Ausführungen in Kapitel D.III.1.f)aa) verwiesen werden.

Ferner ist im spezifischen Kontext der Veröffentlichung der nach EU-ProspektVO bzw. WpPG erforderlichen Dokumentation bzw. des Ausreichens der Publikation eines prospektbefreienden Dokuments[1773] auf die obigen Ausführungen in Kapitel D.III.2.c)ee)ddd) hinzuweisen. Analog zu den dortigen Ausführungen ist auch die Behandlung von als Sachkapitalerhöhung gegen Einbringung der (Nettobar-[1774])Dividendenansprüchen konzipierten Scrip Dividends nach Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F.) bzw. Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. g) Alt. 2 EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 2 Nr. 4 WpPG a.F.), der in dieser Konstellation ebenfalls von Relevanz ist, weil die iRd. Kapitalerhöhung neu geschaffenen Aktien zum geregelten Markt zuzulassen sind, nicht unproblematisch, gehen die Wortlaute der Normen doch relativ eindeutig von einer durch die Gesellschaft an die Aktionäre ausgeschütteten Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG aus, nicht hingegen von der Gewährung junger Aktien gegen Einbringung (anteiliger[1775]) Bardividendenansprüche als Sacheinlage iRe. (Sach-)Kapitalerhöhung.[1776]

Und ebenso wenig kann – wiederum analog zu den an vorbezeichneter Stelle zu findenden Ausführungen – derjenige Umstand, dass dem Aktionär in dieser Konstellation nicht automatisch auf Basis eines entsprechenden Gewinnverwendungsbeschlusses der Hauptversammlung ‚Dividenden-Aktien' eingebucht werden, sondern ein Wahlrecht dahingehend besteht, die per Fassung eines auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteten Hauptversammlungsbeschlusses entstehenden Bardividendenansprüche (anteilig[1777]) als Sacheinlage iRe. (Sach-)Kapitalerhöhung gegen Gewährung junger Aktien einzubringen, der Anwendung des Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F.) bzw. Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. g) Alt. 2 EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 2 Nr. 4 WpPG a.F.) entgegenstehen, sondern ist gerade Voraussetzung hierfür.

Denn auch insofern gilt: Ohne Wahlrecht hätten die Aktionäre schon gar keine Investitionsentscheidung zu treffen, die jedoch gemäß § 2 Nr. 2 WpPG (§ 2 Nr. 4 WpPG a.F.) Voraussetzung für das Vorliegen eines öffent-

---

1772 S. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 1095.
1773 Eingehend zum prospektbefreienden Dokument bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.f)bb)ccc).
1774 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.
1775 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.
1776 Hierzu soweit ersichtlich allein *Schnorbus*, in FK WpPG, § 4 Rn. 39.
1777 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

lichen Angebots und folglich auch Voraussetzung für eine Prospektpflicht gemäß § 3 Abs. 1 WpPG (§ 3 Abs. 1 WpPG a.F.) und damit wiederum Grundlage der Anwendung der Prospektbefreiungstatbestände in Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F.) und Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. g) Alt. 2 EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 2 Nr. 4 WpPG a.F.) ist.[1778]

Was die infolge anzustellenden teleologischen Erwägungen zur Anwendbarkeit des Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F.) bzw. des nahezu wortlautidentischen Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. g) Alt. 2 EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 2 Nr. 4 WpPG a.F.) betrifft, liegt es analog zu den Ausführungen in Kapitel D.III.2.c)ee)ddd) so, dass bereits ein Prospekt für diejenigen Aktien existiert, die zur Entstehung der (anteiligen[1779]) Dividendenansprüche geführt haben, die gegen Gewährung junger Aktien als Sacheinlage iRd. Kapitalerhöhung eingebracht werden können, sodass die Anleger bereits durch ein zu einem früheren Zeitpunkt veröffentlichtes Prospekt entsprechend informiert wurden, wobei die Informationen insofern, als dass nunmehr Aktien der gleichen Gattung ausgegeben werden, übertragbar sind.

Diese Faktizität rechtfertigt es der hier vertretenen Auffassung nach schließlich, Art. 1 Abs. 4 lit. h) EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F.) bzw. Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. g) Alt. 2 EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 2 Nr. 4 WpPG a.F.) iRe. teleologischen Extension zur Anwendung gelangen zu lassen, sodass unter der Auflage der Veröffentlichung eines prospektersetzenden Dokuments[1780] eine Prospektbefreiung anzunehmen ist.

Auf die grundsätzlich übertragbaren Ausführungen in Kapitel D.III.2.c)ee)ddd) und die dortigen Nachweise zu dem Aspekt, dass dies letztlich nicht nur der ghM. im Schrifttum,[1781] sondern ebenfalls der gängigen Marktpraxis sowie der Verwaltungspraxis der BaFin als auch der Frankfurter Wertpapierbörse entspricht, sowie den dortigen Hinweis darauf, dass ausländische Aufsichtsbehörden die Fragestellung im Hinblick auf nationale Parallelregelungen zu § 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG a.F. bzw. § 4 Abs. 2 Nr. 4 WpPG a.F. bisher durchaus unterschiedlich beantworteten, sei in diesem Kontext nachdrücklich verwiesen.

1778 Vgl. hierzu insbesondere die Ausf. bei *Krause*, ZHR 2017, 641, 649. IdS. wohl auch die in Fn. 1596 Zitierten.

1779 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1780 Eingehend zum prospektbefreienden Dokument bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.f)bb)ccc).

1781 S. in diesem Kontext bereits die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 1755.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bb) Gewinnverwendungsbeschluss: Ausschüttung einer Bardividende

Orientiert sich die Hauptversammlung schließlich – wie üblich – an dem vorgehend thematisierten Gewinnverwendungsvorschlag von Vorstand und Aufsichtsrat (vgl. §§ 170 Abs. 2, 124 Abs. 3 S. 1 AktG) und fasst den Gewinnverwendungsbeschluss, den sie grundsätzlich, d.h. wenn nicht die Satzung der Gesellschaft ein anderes vorsieht,[1782] gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, 133 Abs. 1 AktG mit einfacher Stimmenmehrheit zu fassen vermag, entsprechend den vorstehenden Ausführungen, so genesen mit dessen Wirksamwerden[1783] gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 1, 58 Abs. 3 AktG iVm. § 58 Abs. 4 AktG Ansprüche der Aktionäre auf Barausschüttung,[1784] deren Fälligkeit entsprechend der Ausführungen in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(d), die uneingeschränkt auf die präsent thematisierte Strukturierungsvariante übertragbar sind, aufzuschieben ist.

cc) Schaffung der ‚Dividenden-Aktien' durch Kapitalerhöhung

In einem nächsten Schritt sind sodann die ‚Dividenden-Aktien' zu schaffen. Dies geschieht iRd. präsent thematisierten Konzeptualisierungsvariante im Zuge einer Kapitalerhöhung, und zwar entweder iRe. ordentlichen Kapitalerhöhung gemäß §§ 182 ff. AktG oder einer solchen aus genehmigtem Kapital gemäß §§ 202 ff. AktG.

Zentraler Vorteil hierbei ist, dass es in Abgrenzung zu den bisher vorgestellten Strukturierungsvarianten, bei denen die im Gegenzug für die Einbringung der (anteiligen[1785]) Barausschüttungssprüche zu gewährenden Aktien dem Eigenbestand der Gesellschaft iSd. §§ 71 ff. AktG entstammen, grundsätzlich[1786] nicht zu der problematischen Situation kommen muss, dass sich nach Ablauf der Bezugsfrist herausstellt, dass der Bestand an *Treasury Shares* iSd. §§ 71 ff. AktG nicht ausreicht, um sämtlichen Aktionären ihren Bezugswunsch zu erfüllen bzw. sämtlichen Aktionären ‚anstelle' der Bardividende eigene Aktien zu gewähren. Insofern nämlich kann die Kapi-

1782 S. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 58 Rn. 84, dort mwN. in Fn. 228.
1783 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 14.
1784 Vgl. in diesem Kontext auch bereits die Ausf. in Kapitel D.III.2.c)aa).
1785 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.
1786 Voraussetzung ist hierbei freilich, dass ausreichend genehmigtes Kapital vorhanden ist.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

talerhöhung grundsätzlich schlicht in dem Umfang durchgeführt werden, in dem die Anteilseigner sich für die Aktienkomponente entscheiden, kann also an die Nachfrage angepasst werden. Dementsprechend bedarf es grundsätzlich auch keiner Angebotskontingentierung[1787] und infolge keiner Repartierung[1788], die zum einen die Aktionäre in ihrer Erwartung, eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem Discount[1789] zu erhalten, enttäuscht, zum anderen aber auch dazu führt, dass die vielfach im Kontext der Scrip Dividend propagierte liquiditätsschonende Wirkung nur bedingt greift[1790].

Bei alledem ist der Umfang der Kapitalerhöhung und damit letztlich der für die die Bardividenden beanspruchenden (Alt-)Aktionäre eintretende Verwässerungseffekt durchaus überschaubar, da sich die Volumina entsprechender Kapitalerhöhungen typischerweise zwischen 1–3 % des Grundkapitals bewegen.[1791]

aaa) Ordentliche Kapitalerhöhung versus Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital

In der bisherigen Praxis wurden die erforderlichen ‚Dividenden-Aktien' in der weit überwiegenden Anzahl von Scrip Dividend-Offerten, nämlich in 36 von 47 Fällen,[1792] durch Ausnutzung eines genehmigten Kapitals gemäß §§ 202 ff. AktG geschaffen.

Wie bereits erläutert ist es jedoch ebenfalls möglich, allerdings bislang allein von der *Mediantis AG* sowie der *Wüstenrot und Württembergische AG* jeweils iRd. 2014 offerierten Wahldividenden dergestalt praktiziert,[1793] die ‚Dividenden-Aktien' iRe. ordentlichen Kapitalerhöhung, vgl. §§ 182 ff. AktG, zu schaffen.[1794]

Doch fehlt es der zuletzt in Bezug genommen Strukturierungsvariante nicht ohne Grund an praktischer Relevanz, ermangelt es dieser doch

1787 Zu diesem Aspekt bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb)aaa).
1788 S. dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb)ccc).
1789 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 1121.
1790 Eingehend dazu bereits die Ausf. in den Kapiteln D.III.1.d)bb)fff) und D.III.1.g)aa).
1791 S. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(b) sowie auch die zugehörigen Nachw. in Fn. 1348.
1792 S. hierzu bereits die Ausf. oben in Kapitel C.V.2 a.E.
1793 Vgl. dazu bereits die Ausf. und Nachw. in den Fn. 495 und 496.
1794 S. hierzu bereits die Ausf. in Fn. 21.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gleich in mehrerlei Hinsicht an Charme im Hinblick auf eine reibungslose Implementierung der Scrip Dividend.

Während nämlich eine Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital, freilich ein ausreichendes (Rest-)Volumen an solchem vorausgesetzt, schlicht vom Vorstand unter Zustimmung des Aufsichtsrats beschlossen werden kann, setzt eine ordentliche Kapitalerhöhung gemäß § 182 Abs. 1 S. 1 AktG grundsätzlich, d.h. vorbehaltlich einer anderen Regelung in der Satzung der Gesellschaft, vgl. § 182 Abs. 1 S. 2 AktG, einen mit einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst, zu fassenden Hauptversammlungsbeschluss voraus, ist infolge mit erheblichen Unsicherheiten dahingehend belastet, ob der Beschlussvorschlag bei der erforderlichen Mehrheit Anklang findet und infolge auch entsprechend gefasst wird.

Überdies braucht – ganz abgesehen von dem mit einer entsprechenden Beschlussfassung durch die Hauptversammlung einhergehenden erhöhtem Anfechtungsrisiko – im Falle des Rückgriffs auf ein genehmigtes Kapital auch nicht der Ablauf der einmonatigen Anfechtungsfrist des § 246 Abs. 1 AktG abgewartet zu werden,[1795] der die Handelsregistereintragung und damit auch die Durchführung der Kapitalerhöhung um diesen Zeitraum verzögert, sowie auch die Gefahr, im Falle einer erfolgten Anfechtung ein zeitaufwändiges Freigabeverfahren gemäß § 246a AktG einleiten zu müssen, nicht droht[1796].

bbb) Kapitalerhöhungsbeschluss

Im Übrigen jedoch sind die rechtstechnischen Unterschiede zwischen den beiden Spielarten jedenfalls in Bezug auf die Konsequenzen für die Implementierung durchaus gering.

1795 Dazu soweit ersichtlich allein *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 17.

1796 IdS. auch *Rieckers*, AR 2015, 179; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 17; *Schwendemann*, AG 2015, R40, R41.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(1) Ordentliche Kapitalerhöhung gemäß §§ 182 ff. AktG durch Beschluss der Hauptversammlung

So ist im Falle des Rückgriffs auf eine ordentliche Kapitalerhöhung im Anschluss an die Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Gewinnverwendung durch selbige über eine ordentliche Kapitalerhöhung gemäß §§ 182 ff. AktG Beschluss zu fassen, wobei letzterer Beschluss, anders als ersterer, der grundsätzlich, d.h. vorbehaltlich einer anderen Satzungsregelung, gemäß § 133 Abs. 1 AktG mit einfacher Stimmenmehrheit gefasst werden kann, wie bereits ausgeführt grundsätzlich gemäß § 182 Abs. 1 S. 1 AktG mit Dreiviertelmehr zu fassen ist.

(2) Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital gemäß §§ 202 ff. AktG durch Beschlüsse von Vorstand & Aufsichtsrat

Parallel hierzu hat der Vorstand in derjenigen Konstellation, in der die ‚Dividenden-Aktien' unter Rückgriff auf ein genehmigtes Kapital, vgl. §§ 202 ff. AktG, geschaffen werden sollen, im unmittelbaren Anschluss an die Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses durch die Hauptversammlung mit Zustimmung des Aufsichtsrats über die Ausnutzung des vorhandenen[1797] genehmigten Kapitals zu beschließen.

(3) Strukturierung als ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung[1798]

Unabhängig von der Art der Kapitalerhöhung (ordentliche Kapitalerhöhung oder Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital) kann das Kapitalerhöhungsvolumen hierbei aufgrund dessen, dass im Vorhinein nicht bekannt ist, in welchem Maße die Anteilseigner zugunsten der Aktienkomponente optieren, iRd. Beschlussfassung über die Kapitalerhöhung noch nicht fix festgelegt werden. Um diesbezüglich sicherzustellen, dass keine

1797 Voraussetzung ist diesbezüglich selbstverständlich, dass die Hauptversammlung in der Vergangenheit ein entsprechendes genehmigtes Kapital geschaffen hat, das noch nicht ausgelaufen (vgl. § 202 Abs. 1 AktG) und auch nicht bereits anderweitig seinem Volumen nach ausgeschöpft wurde.

1798 Zur ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung s. bereits die Erläuterungen in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(2)(b).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nicht bezogenen Aktien ‚übrig' bleiben[1799] bzw. um nicht mit der emissionsbegleitenden Bank eine Festübernahme vereinbaren bzw. einen *Backstop-Investor*[1800] zur Platzierung des Rumpfs finden zu müssen, letztlich also um zu gewährleisten, dass die Kapitalerhöhung tatsächlich nur in dem Maße durchgeführt wird, in dem sich die Aktionäre zum Bezug von Aktien entscheiden, ist die Kapitalerhöhung als sog. ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung[1801] durchzuführen.[1802]

(4) Strukturierung als Barkapitalerhöhung

Fraglich ist jedoch, wie der in der Einbringung von (Teil-[1803])Dividendenansprüchen gegen Anteilsgewährung liegende *Debt-Equity-Swap*,[1804] der das mit Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses entstehende und aus Sicht der Gesellschaft eine Verbindlichkeit darstellende Forderungsrecht in Eigenkapital ‚umwandelt', rechtstechnisch vonstattengeht.[1805]

(a) Entstehung von Einlageschulden iSd. § 54 Abs. 1 AktG

Zu konstatieren ist in diesem Bezugsrahmen jedenfalls zunächst einmal, dass, soweit die Anteilseigner das Bezugsangebot durch eine entsprechende Ausübungserklärung annehmen, Einlageschulden iSd. § 54 Abs. 1 AktG entstehen. Damit liegt die Frage, wie das Erlöschen der infolge entsprechender Wahlrechtsausübung zugunsten der Aktienkomponente entste-

1799 Vgl. auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 21.

1800 Zu Backstop-Strukturen s. e.g. die Ausf. bei *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 186 Rn. 29; *Gehling*, ZIP 2011, 1699 f.; *Meyer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 7 Rn. 40a; *Schlitt/Schäfer*, CFL 2011, 415 f.; *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 186 Rn. 21.

1801 Zur ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung s. bereits die Erläuterungen in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(2)(b).

1802 Vgl. auch *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a; *Ries*, in: Schlitt/Grunewald, KapMR, S. 54; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 21; *Schwendemann*, AG 2015, R40, R41.

1803 Hierzu bereits die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

1804 S. bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 130.

1805 Zu diesem Aspekt bislang soweit ersichtlich allein *Schüppen*, in: MAH AktR, § 30 Rn. 41.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

henden Einlageschulden iSd. § 54 Abs. 1 AktG bewirkt werden kann, auf der Hand.

(b) Zession der (Nettobar-[1806])Dividendenansprüche an die Aktiengesellschaft gemäß §§ 398 ff. BGB

Denkbar ist insofern, dass im Aktienübernahmevertrag (vgl. § 185 AktG, ggf. iVm. § 203 Abs. 1 S. 1 AktG) die Festsetzung getroffen wird, dass die Erfüllung der Einlageschulden iSd. § 54 Abs. 1 AktG durch Zession der (Nettobar-[1807])Dividendenansprüche an die Aktiengesellschaft gemäß §§ 398 ff. BGB erfolgt, wodurch letztere durch Konfusion erlöschen.

(c) § 66 Abs. 1 S. 1, 2 AktG: Keine Aufrechnung gegenüber bzw. kein Erlass von Einlageschulden iSd. § 54 Abs. 1 AktG

Der Weg über einen gegenseitigen Erlassvertrag iSd. § 397 BGB, mittels dessen der Aktionär der Aktiengesellschaft die auf Ausschüttung einer Bardividende gerichtete Forderung und die Aktiengesellschaft diesem im Gegenzug die Einlageforderung iSd. § 54 Abs. 1 AktG erlässt, ist hingegen nicht gangbar, steht die Regelung des § 66 Abs. 1 S. 1 AktG dem Erlass von Forderungen aus dem Aktienübernahmevertrag (vgl. § 185 AktG, ggf. iVm. § 203 Abs. 1 S. 1 AktG) doch explizit entgegen.[1808] Ebenso wenig ist an eine aktionärsseitige Aufrechnung iSd. §§ 387 ff. BGB zu denken, verbietet § 66 Abs. 1 S. 2 AktG die einseitige Aufrechnung durch den Einlageschuldner doch strikt und ausnahmslos, es sei denn es handelt sich um die Aufrechnung mit einer Forderung aus der Überlassung eines Sachwerts

1806 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.
1807 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.
1808 Hierzu im Kontext von Scrip Dividends soweit ersichtlich allein *Krause*, ZHR 2017, 641, 646.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

iRe. ordnungsgemäß festgesetzten Sachübernahme iSd. § 27 Abs. 1 S. 1 AktG[1809].[1810]

Eine Aufrechnung von Seiten der Gesellschaft untersagt § 66 Abs. 1 S. 2 AktG hingegen offensichtlich nicht, verbietet die Regelung deren eindeutigem Wortlaut nach doch nur die Aufrechnung gegenüber Einlageverpflichtungen durch Aktionäre.[1811] Ein gangbarer Weg scheint infolge die Forderungstilgung durch gesellschaftsseitige Aufrechnungserklärung (vgl. § 388 BGB), sprich dass die Einlageforderung iSd. § 54 Abs. 1 AktG durch Aufrechnung von Seiten der Gesellschaft gegenüber dem Gewinnausschüttungsanspruch des Inferenten ihre Neutralisierung findet.

(d) Faktische gesetzliche Konzeption eines indirekten Zwangs zur Sachkapitalerhöhung

Doch darf sowohl in letzterem Kontext als auch in denjenigem der Erfüllung der Einlageschuld durch Zession der (Nettobar-[1812])Dividendenansprüche an die Aktiengesellschaft nicht verkannt werden, dass der Gesell-

1809 S. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 66 Rn. 46. Vgl. ferner auch die Ausf. zur GmbH bei *Bayer*, in: Lutter/Hommelhoff, GmbHG, § 19 Rn. 26; *Lieder*, in: MüKo, GmbHG, § 56 Rn. 104; *Schwandtner*, in: MüKo, GmbHG, § 19 Rn. 81 mwN. in Fn. 165. Vgl. in diesem Nexus auch die Ausf. unten in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(6).

1810 AllgM. S. hierzu bereits die Nachw. und Verw. in Fn. 1809. Vgl. ferner auch *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 66 Rn. 23; *Drygala*, in: KK, AktG, § 66 Rn. 21; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 66 Rn. 7; *Gehrlein*, in: GK, AktG, § 66 Rn. 34 mwN. aus der älteren Lit. und Rspr. in Fn. 116; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 66 Rn. 6; *Kraft/Rieckers*, in: MHdb. GesR IV, § 16 Rn. 29; *Westermann* in: Bürgers/Körber, AktG, § 66 Rn. 7. Für die GmbH e.g. *Bayer*, in: Lutter/Hommelhoff, GmbHG, § 19 Rn. 24; *Fastrich*, in: Baumbach/A. Hueck, GmbHG, § 19 Rn. 30.

1811 IdS. auch *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 66 Rn. 49; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 66 Rn. 24; *Drygala*, in: KK, AktG, § 66 Rn. 22; *Fleischer*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 66 Rn. 7, 9; *Gehrlein*, in: GK, AktG, § 66 Rn. 35; *Habersack/Weber*, ZGR 2014, 509, 516; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 66 Rn. 6; *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 66 Rn. 8; *Lange*, in: Hennsler/Strohn, GesR, § 66 Rn. 5; *Kraft/Rieckers*, in: MHdb. GesR IV, § 16 Rn. 29; *Verse*, ZGR 2012, 875, 892 f.; *Westermann* in: Bürgers/Körber, AktG, § 66 Rn. 7. Wohl auch *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 66 Rn. 7, 8 allerdings unglücklich und widersprüchlich in der Formulierung. Gleichsam entspricht es der allgM., dass die Aufrechnung nicht unbeschränkt, sondern nur gegenüber vollwertigen, fälligen und liquiden Forderungen, zulässig ist, Nachw. wie vorstehend.

1812 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

schaft in beiden Konstellationen entgegen dem ‚Gebot der endgültigen freien Verfügung' das sich in den §§ 54 Abs. 3, 36 Abs. 2 AktG sowie mittels der Formulierung „Es ist nachzuweisen, dass der eingezahlte Betrag endgültig zur freien Verfügung des Vorstands steht." in äußerst eingängiger Form in § 37 Abs. 1 S. 2 AktG niedergelegt findet, kein Geld zufließt.

So handelt es sich doch infolge des Bestehens einer entsprechenden Abrede, die iRd. Konzeptualisierungen vorauszusetzen wäre, um eine – den Umgehungsschutzgedanken des § 27 Abs. 3 AktG aufs Tapet rufende – verdeckte Sacheinlage iSd. § 27 Abs. 3 S. 1 AktG.[1813]

Dies wiederum mit der Folge, dass § 27 Abs. 3 S. 1 AktG der Aufrechnung die in § 389 BGB vorgesehene bzw. der Abtretung die vereinbarte Rechtsfolge der Erfüllung in einem ersten Schritt versagt, während in einem zweiten Schritt die Anrechnungslösung des § 27 Abs. 3 S. 3 AktG greift.[1814]

So in diesem Kontext für anderweitige ‚Umgehungsstrukturen', also bspw. dann, wenn die Bareinlage zunächst erbracht, sodann aber zum Zwecke der Forderungstilgung sogleich wieder an den zeichnenden Gläubiger ausgezahlt wird, freilich nichts anderes gilt,[1815] konzipiert die Gesetzessystematik faktisch einen indirekten Zwang zur Sachkapitalerhöhung.[1816]

(aa) Traditionelles deutsches Verständnis von der Sacheinlage versus Interpretation der EU-Gesellschaftsrechts-RL[1817]

Allerdings bestehen gegen dieses tradierte deutsche Rechtsverständnis, demnach es sich bei der Einbringung von Forderungen des Inferenten gegen die Gesellschaft um Sacheinlagen handelt,[1818] ob dessen, dass auch der

1813 S. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1350.

1814 Zu den Rechtsfolgen einer verdeckten Sacheinlage s. anstatt vieler *Katzenstein*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 27 Rn. 174 ff.; *Pentz*, in: MüKo, AktG, § 27 Rn. 111 ff.

1815 S. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1813.

1816 So ganz explizit *Ekkenga*, in: KK, AktG, § 183 Rn. 78; *ders.*, ZGR 2009, 581, 589 f.; *Lutter*, in: KK[2], AktG, § 186 Rn. 80 sowie § 183 Rn. 29, 30. Vgl. zudem auch *Drygala*, in: KK, AktG, § 66 Rn. 23. Implizit auch *Baums*, Unternehmensfin., § 48 Rn. 33; *Röhricht*, in: GK[4], AktG, § 27 Rn. 206 mwN. in Fn. 218; *Schall*, in: GK, AktG, § 27 Rn. 24; *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 183 Rn. 14; *Westermann* in: Bürgers/Körber, AktG, § 66 Rn. 7.

1817 Vgl. hierzu bereits den obigen Nachw. in Fn. 1158.

1818 S. dazu bereits die Nachw. oben in Fn. 1350.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

BGH in der Vergangenheit bereits mehrfach einen entsprechenden Standpunkt vertreten hat,[1819] dahingehend erhebliche Bedenken, als dieses in gewissem Widerspruch zu den das Recht der Kapitalmaßnahmen – und damit auch das der Kapitalerhöhung (s. die Art. 68–72) – prägenden Wertungen der EU-Gesellschaftsrechts-RL[1820] stehen mag.

Obgleich die EU-Gesellschaftsrechts-RL[1821] nämlich in vielen Aspekten dem Vorbild des deutschen Rechts nachempfunden ist, ist durchaus fraglich, ob derer nach in Bezug auf die Einbringung von Forderungen gegen die Gesellschaft tatsächlich ebenso strenge Anforderungen gestellt werden, wie sie das deutsche Recht stellt. Diesbezüglich lässt sich vor dem Hintergrund der EU-Gesellschaftsrechts-RL[1822], wie dies schon unter Geltung der – dem Regelungsgehalt nach in erstgenannte übernommenen[1823] – Kapital-RL[1824] der Fall war, nämlich gut und gerne vertreten, dass die Einbringung einer gegen die Gesellschaft gerichteten fälligen und liquiden Forderung einer Geldzahlung gleichzustellen ist, die betreffende Forderung mithin als Bareinlage eingebracht werden kann.[1825]

Der EuGH jedoch, dem hierfür, da es in der Sache um die autonome Auslegung von Europarecht geht, das alleinige Auslegungsmonopol zu-

---

1819 Vgl. die obigen Nachw. in Fn. 1350.

1820 Vgl. hierzu bereits den Nachw. oben in Fn. 1158.

1821 Vgl. dazu den obigen Nachw. in Fn. 1158.

1822 S. hierzu bereits den Nachw. oben in Fn. 1158.

1823 Die EU-Gesellschaftsrechts-RL (vgl. hierzu bereits den Nachw. in Fn. 1158) ersetzt (unter anderem) die mittels Art. 166 RL 2017/1132/EU aufgehobene Kapital-RL (vgl. hierzu bereits den obigen Nachw. in Fn. 1157). Gleichsam sollen damit keine inhaltlichen Veränderungen verbunden sein. Der Regelungsgehalt der Kapital-RL wurde in die ‚neue' Richtlinie übernommen. Die Entsprechungstabelle in Anhang IV zu RL 2017/1132/EU führt die neuen Standorte der Artikel der ‚alten' Richtlinie auf.

1824 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 754.

1825 Der Generalanwalt des EuGH, *Tesauro*, interpretiert die Kapital-RL jedenfalls im vorstehenden Sinne, s. *Tesauro*, ZIP 1992, 1036, 1041; *ders.*, in: FS Meilicke, S. 714, 724 ff.), lässt dabei allerdings offen, welche Bedeutung Liquidität in diesem Kontext hat und wie diese festzustellen ist. IdS. auch *Wansleben*, WM 2012, 2083, 2091 f.; dagegen (und für die Behandlung als Sacheinlage): *Arnold*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 29, 32; *Drinkuth*, Kapital-RL, S. 156 ff.; *Kindler*, in: FS Boujong, S. 299, 305 ff.; *Lösekrug*, Kapital-RL, S. 104 ff.; *Schillerwein*, Debt-Equity-Swaps, S. 173 ff. S. zum Ganzen auch bei *Wiedemann*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 1387, 1390 f.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

kommt, hatte bislang nach wie vor keine Gelegenheit,[1826] sich zu der Querele zu äußern und mittels einer entsprechenden Entscheidung das maßgebende gemeinschaftsautonome Verständnis[1827] zu manifestieren. Wie der EuGH die Frage im Falle der Vorlage aber entscheiden würde, ist mit Blick auf die Faktizität, dass andere europäische Rechtsordnungen in diesem Kontext deutlich liberaler als das deutsche Recht verfahren,[1828] sowie angesichts der von Generalanwalt *Tesauro*[1829] offenbarten liberalen Tendenz im Hinblick auf die Qualifikation eines Einlagegegenstandes als Bareinlage – völlig offen.

(e) Conclusio

Dennoch ist die Strukturierung von Scrip Dividends als Kapitalerhöhung gegen Bareinlage unter Berufung auf die Rechtsauffassung, derer nach die Einbringung von ‚bargeldgleichen' Forderungen, im präsenten Kontext diejenige des gegen die Gesellschaft gerichteten Anspruchs auf Ausschüttung einer Bardividende, einer Geldzahlung gleichzustellen ist,[1830] aufgrund der hiermit verbundenen Rechtsunsicherheiten jedenfalls aus praktischer Sicht nicht zu empfehlen. Insofern scheint es vor dem Hintergrund

---

1826 So der BGH bereits Gelegenheit zur Vorlage der Frage gehabt hätte, vertrat dieser mit Urt. v. 15.01.1990 – II ZR 164/88, NJW 1990, 982 ff. die Auffassung, die Kapital-RL stelle im Bereich der Kapitalaufbringung nur Mindeststandards auf (idS. auch *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 183 Rn. 15) und enthalte e.g. keine Vorschriften zu Aufrechnung, Kaduzierung, Haftung der Vormänner oder den Empfängern verbotener Zahlungen, weshalb in den tradierten Regelungen zur verdeckten Sacheinlage eine zulässige Verschärfung des Umgehungsschutzes auf nationaler Ebene läge, sowie dass diese Rechtslage so offen zu Tage trete, dass nach der Acte-Clair-Doktrin eine Vorlagepflicht an den EuGH entfalle. Zur Kritik an letzterem vgl. e.g. die Ausf. bei *Schall*, in: GK, AktG, § 27 Rn. 34.

1827 S. e.g. *Tesauro*, Schlussanträge v. 08.04.1992 – Rs. C-83/91, ECLI:EU:C:1992:178, Rn. 13; *Drinkuth*, Kapital-RL, S. 154 ff.; *Edwards*, EC Company Law, S. 64; *Frankhauser*, Kapital-RL, S. 142; *Meilicke*, DB 1989, 1067, 1072; *Meilicke*, DB 1990, 1173, 1175. AA.: *Wiedemann*, JZ 1997, 1058, 1059, der für die Zuordnung zu Bar- und Sacheinlagen nach nationalem Recht plädiert.

1828 Zu diesem *Local Hill-Phänomen* s.auch die Ausf. bei *Krolop*, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, § 19 Rn. 34 mwN. in Fn. 104. Zum englischen Recht s. auch die Ausf. bei *Schall*, in GK, AktG, § 27 Rn. 23.

1829 S. hierzu die Nachw. in Fn. 1827.

1830 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1825.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

der tradierten deutsch-rechtlichen Abgrenzungspraktik[1831] zwischen Bar- und Sacheinlagen nämlich wahrscheinlich, dass der Vorgang als verdeckte Sacheinlage iSd. § 27 Abs. 3 AktG klassifiziert würde.[1832]

(5) Einbringung der Dividendenansprüche in analoger Anwendung der Vorschriften über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln

Prima vista denkbar scheint hingegen die Einbringung der (Nettobar-[1833])Dividendenansprüche durch sinngemäße Anwendung der §§ 207 ff. AktG.

(a) Sachkapitalerhöhung & Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln als divergierenden Regelungsregimen unterfallende Kapitalerhöhungsarten

Das vermag zwar zunächst deshalb befremdlich klingen, weil Sachkapitalerhöhung (§ 182 Abs. 1 AktG iVm. § 183 Abs. 1 AktG bzw. § 202 Abs. 1 AktG iVm. § 205 AktG, jeweils iVm. §§ 33 Abs. 3–5, 34 und 35 AktG) und Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff. AktG) völlig divergierenden Regelungsregimen unterfallen sowie die Aktionäre nur iRd. Sachkapitalerhöhung, nicht hingegen iRd. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, eine individuelle Investitionsentscheidung treffen und infolge der Entscheidung zur Mittelthesaurierung eine Einlage iSd. § 54 Abs. 1 AktG zu erbringen haben.

(b) Similaritäten zwischen Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln & Sachkapitalerhöhung gegen Einbringung von Dividendenansprüchen

Dennoch sind die Instrumente der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG und die (Sach-)Kapitalerhöhung durch Einbringung von Dividendenansprüchen aus wirtschaftlicher wie korporations-

1831 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 1350.
1832 Zu den Rechtsfolgen einer verdeckten Sacheinlage s. anstatt vieler *Katzenstein*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 27 Rn. 174 ff.; *Pentz*, in: MüKo, AktG, § 27 Rn. 111 ff.
1833 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

rechtlicher Perspektive eng miteinander verwandt.[1834] Während iRd. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln bilanzielle Eigenkapitalpositionen per entsprechendem Hauptversammlungsbeschluss in Grundkapital umgewandelt werden, vgl. §§ 207 ff. AktG, wird bei der Sachkapitalerhöhung gegen Einbringung von Gewinnansprüchen der Bilanzgewinn als nicht gebundenes Kapital über den Schlenker der Begründung und Wiedereinlage einer Bardividendenforderung, der insofern ‚mit angezogener Handbremse' durchgeführt wird, als dass ein Ausschüttungsanspruch nur begründet wird und infolge alsbaldiger Rückabtretung gemäß §§ 398 ff. BGB durch Konfusion beim Zessionar wieder erlischt, ohne dass je ein effektiver Zahlungsvorgang stattfindet, in gebundenes Kapital konvertiert.[1835]

(c) Der BGH als ‚Retter' einer ‚halb verdeckten' Sacheinlage

Eben diese zentralen Parallelen[1836] veranlassten letztlich auch den BGH zu dem Schluss, dass die Einbringung von Dividendenansprüchen durch sinngemäße Anwendung der Regeln über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff. AktG) erfolgen kann, weil dadurch, so die Aus-

---

1834 IdS. auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 650: „Wirtschaftlich und auch gesellschaftsrechtlich ist die Kapitalerhöhung durch Einbringung von Dividendenansprüchen [...] nur einen Wimpernschlag von der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln entfernt.".

1835 Vgl. hierzu anstatt vieler die Ausf. bei *Lutter/Zöllner*, ZGR 1996, 164, 178 ff. zum sog. ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren: „Die Vergleichbarkeit der Interessenlage [gemeint ist diejenigen zwischen Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und Sachkapitalerhöhung gegen Wiedereinlage von Gewinnausschüttungsansprüchen] ergibt sich vor allem daraus, daß [sic.] die Gesellschaft statt des ARV (Ausschüttungs-Rückhol-Verfahren) den verteilbaren Reingewinn auch den Rücklagen zuführen und daraus sofort eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln durchführen könnte, § 208 Abs. 1 Satz 1 AktG. Das Ergebnis wäre im Hinblick auf das Grundkapital das gleiche, nur ließe sich der Weg über die nominelle Kapitalerhöhung nicht mit den steuerlichen Vorteilen des ARV verbinden, da die Kapitalerhöhung heute unstreitig als Vorgang uno actu verstanden wird und daher nicht als Ausschüttung qualifiziert werden kann.". Vgl. in diesem Kontext ferner auch die prägnanten und eingängigen Ausf. bei *Grund*, Sachdiv., S. 31; *Krause*, ZHR 2017, 641, 650.

1836 S. in diesem Kontext auch die besonders eingängige Formulierung bei *Krause*, ZHR 2017, 641, 644: „Sie [die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln] ist in der Sache eine Kombination aus einer (gedachten) Auskehrung an die Aktionäre und einer (ebenfalls gedachten) Wiedereinlage dieser Mittel in die Gesellschaft.".

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

führungen in den Entscheidungsgründen zum betreffenden Urteil vom 26. Mai 1997, die Kapitalaufbringung in ganz ähnlicher Weise wie bei der Kapitalerhöhung durch Sacheinlagen sichergestellt werden kann.[1837]

Dabei lag der Entscheidung der überaus skurrile Fall einer ‚halb verdeckten' Sacheinlage zugrunde. Durchgeführt worden war eine Kapitalerhöhung im ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren, sprich als Einlage wurden ‚Beträge' geleistet, die zuvor als Gewinn ausgeschüttet worden waren bzw. als solcher ausgeschüttet werden sollten. Hierbei war es jedoch versäumt worden, dies als eigentliche Sacheinlage festzusetzen. Stattdessen lautete es in dem betreffenden Beschluss der Hauptversammlung „Die Leistung der Einlage erfolgt durch entsprechende Umbuchung im Wege des Schütt-aus-hol-zurück-Verfahrens sofort.".[1838] Dabei war der Beschluss der Anmeldung der Kapitalerhöhung zum Handelsregister beigelegt, das Vorgehen mithin gegenüber dem Registergericht offengelegt worden, weshalb sich schließlich auch die vorgehend verwandte Bezeichnung als (nur) ‚halb verdeckte' Sacheinlage anbietet.

So der BGH diese formale Barkapitalerhöhung, die eigentlich eine Kapitalerhöhung gegen (Sach-)Einlagen war, welche infolge des vorerwähnten Versäumnisses als solche allerdings missglückt war, unter großzügiger Anwendung der Regelungen über bzw. die Herausbildung einer Analogie zu den Regeln über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln ‚rettete', hat er gewissermaßen ein zwischen Sachkapitalerhöhung und Barkapitalerhöhung stehendes Kapitalerhöhungsverfahren sui generis entwickelt und dabei freilich gleichsam die Grenze zwischen Sachkapitalerhöhung gegen Einbringung von Dividendenansprüchen und Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln bis ins Unkenntliche verwischt.[1839]

1837 S. BGH, Urt. v. 26.05.1997 – II ZR 69/96, NJW 1997, 2516 f. So schon *Lutter/Zöllner*, ZGR 1996, 164, 178 ff. S. hierzu auch *Priester*, GmbHR 1998, 861 ff.; *Bayer*, ZIP 1998, 1985, 1989. Vgl. auch BGH, Urt. v. 02.12.1999 – IX ZR 415/98, NJW 2000, 725, 726. Zur KGaA jüngst auch OLG Dresden, Urt. v. 12.01.2017 – 8 U 332/16, NZG 2017, 985 ff.

1838 BGH, Urt. v. 26.05.1997 – II ZR 69/96, NJW 1997, 2516, 2517.

1839 IdS. auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 652. Grundlegend hierzu *Lutter/Zöllner*, ZGR 1996, 164, 178 ff.; *Hirte*, JZ 1998, 201 f.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(d) Das vom BGH mittels des Urteils[1840] vom 26. Mai 1997 konzipierte ‚Ausschüttungs-Rückhol'-Verfahren im Überblick

Die in diesem Sachzusammenhang vom BGH zur sinngemäßen Anwendung der Regeln über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln für die Einbringung von Gewinnansprüchen iRd. des ‚Ausschüttungs-Rückhol'-Verfahrens bei der GmbH entwickelten und nach ghM.[1841] uneingeschränkt auf das Aktienrecht übertragbaren Grundsätze können wie nachfolgend ausgeführt zusammengefasst werden.

Erforderlich ist zunächst ein ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Beschluss der Hauptversammlung, sprich ein Kapitalerhöhungsbeschluss, in dem sich festgelegt findet, dass die Einlage durch Abtretung (vgl. §§ 398 ff. BGB) oder Verrechnung (vgl. §§ 387 ff. BGB) stehengelassener Ausschüttungsansprüche (bzw. durch Wiedereinlage ausgeschütteter Dividenden[1842]) erfolgt, wobei analog § 210 Abs. 4 AktG selbiges für die Anmeldung der Kapitalerhöhung zum Handelsregister gilt, sprich es gegenüber dem Registergericht offen zu legen gilt, dass die Kapitalerhöhung im ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren erfolgt.

Ferner muss die der Maßnahme zugrunde gelegte Bilanz einen ausschüttbaren Bilanzgewinn ausweisen, der mindestens der Höhe der zur Ausschüttung beschlossenen Dividende entspricht. Dabei darf der Bilanzstichtag analog §§ 209 Abs. 1, 210 Abs. 2 AktG höchstens acht Monate vor dem Tag der Anmeldung zum Handelsregister liegen sowie die betreffende Bilanz analog § 209 Abs. 1–3 AktG geprüft und mit dem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers versehen zu sein hat.

Überdies haben Vorstand und Vorsitzender des Aufsichtsrats entsprechend §§ 210 Abs. 1 S. 2, 207 Abs. 2 S. 1 AktG iVm. § 184 Abs. 1 AktG in

---

1840 BGH, Urt. v. 26.05.1997 – II ZR 69/96, NJW 1997, 2516 f.

1841 Vgl. e.g. *Arnold*, in: KK, AktG, § 27 Rn. 99; *Katzenstein*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 27 Rn. 154; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 183 Rn. 12; *Pentz*, in: MüKo, AktG, § 27 Rn. 198; *Röhricht*, in: GK[4], AktG, § 27 Rn. 210; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 80; *Servatius*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 188 Rn. 77; *Vedder*, in: Grigoleit, AktG, § 27 Rn. 51; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 183 Rn. 4.

1842 Teile der Literatur erachten ein entsprechendes Vorgehen in Konstellationen, in denen die Dividende tatsächlich bereits an den Aktionär gezahlt wurde und von diesem im Anschluss hieran wieder eingelegt wird, für unzulässig, bejahen die Zulässigkeit dieses Kapitalerhöhungsverfahrens also nur für solche Konstellationen, in denen eine Verrechnung der Einlageforderung mit dem Dividendenanspruch stattfindet. Vgl. hierzu e.g. *Hirte*, in: GK, AktG, § 207 Rn. 11; *ders.*, JZ 1998, 201, 202; *Lutter/Zöllner*, ZGR 1996, 164, 180 ff., 186.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

der Anmeldung zum Handelsregister zum Zwecke der Sicherstellung, dass der in der geprüften Bilanz ausgewiesene und zur Umwandlung bestimmte Betrag im Zeitpunkt der Anmeldung der Kapitalerhöhung zum Handelsregister tatsächlich im Gesellschaftsvermögen vorhanden ist, mithin dass zwischen dem Zeitpunkt Bilanzerstellung und demjenigen der Eintragung der Kapitalerhöhung keine Fehlbeträge entstanden sind, für deren Deckung die umzuwandelnden Rücklagen ganz oder teilweise benötigt werden,[1843] zu erklären, dass nach ihrer Kenntnis seit dem Stichtag der zugrunde gelegten Bilanz bis zum Tag der Anmeldung keine Vermögensminderung eingetreten ist, die der Kapitalerhöhung entgegenstünde, wenn sie am Tag der Anmeldung beschlossen worden wäre.[1844]

Dergestalt tritt letztlich der Bilanzgewinn an die Stelle der üblicherweise – die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln setzt grundsätzlich den Ausweis von Kapital- und Gewinnrücklagen in der letzten Jahresbilanz voraus, während beim ‚Ausschüttungs-Rückhol'-Verfahren der Ausweis eines Bilanzgewinns genügt, der aus einem Gewinnvortrag herrühren oder als Jahresüberschuss erzielt worden sein kann – iRd. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln in Grundkapital umzuwandelnden Kapital- und Gewinnrücklagen (vgl. § 208 Abs. 1 S. 1 a.E. AktG).[1845]

Hierin liegt jedoch ausweislich der Analysen des BGH lediglich ein technischer Unterschied, der eine divergierende Bewertung von Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG und Kapitalerhöhung im ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren insbesondere schon deshalb nicht rechtfertigen soll, weil eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln – wie bereits in Kapitel D.III.1.a)aa)bbb)(2) aufgezeigt – unmittelbar im Anschuss an die Rücklagenbildung aus dem Bilanzgewinn in ein und derselben Hauptversammlung beschlossen werden kann.[1846]

Zu beachten ist jedoch, dass das ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren im Gegensatz zur Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (vgl. §§ 207 ff.

1843 Vgl. e.g. *Hirte*, in: GK, AktG, § 210 Rn. 24; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 210 Rn. 4; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 51; *Simons*, in: Hölters, AktG, § 210 Rn. 7.

1844 S. BGH, Urt. v. 26.05.1997 – II ZR 69/96, NJW 1997, 2516, 2517. So schon *Lutter/Zöllner*, ZGR 1996, 164, 178 ff. S. hierzu auch *Priester*, GmbHR 1998, 861 ff.; *Bayer*, ZIP 1998, 1985, 1989.

1845 S. BGH, Urt. v. 26.05.1997 – II ZR 69/96, NJW 1997, 2516, 2516 f. So schon *Lutter/Zöllner*, ZGR 1996, 164, 178 ff. Vgl. hierzu ferner auch die Ausf. bei *Priester*, GmbHR 1998, 861 ff.; *Bayer*, ZIP 1998, 1985, 1989.

1846 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1845. Zustimmend auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 650 f.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

AktG) durch einen (bei Stehenlassen des Gewinnausschüttungsanspruchs abgekürzten) Aus- und (Wieder-)Einzahlungsvorgang abgewickelt wird. Infolge ist der Anmeldung zum Handelsregister analog § 188 Abs. 2 S. 1 AktG iVm. § 37 Abs. 1 S. 2 AktG die Versicherung des Vorstands beizufügen, dass die Einlagen in voller Höhe zu seiner freien Verfügung geleistet wurden.[1847]

§ 212 AktG, wonach die infolge der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln entstehenden neuen Aktien den Aktionären im Verhältnis ihrer Anteile am bisherigen Grundkapital zustehen,[1848] findet iRd. Kapitalerhöhung im ‚Ausschüttungs-Rückhol'-Verfahren keine Anwendung[1849]. Dergestalt erhalten nur diejenigen Anteilseigner neue Aktien, die sich für die Einbringung ihrer (anteiligen[1850]) Bardividendenansprüche entschieden haben.[1851]

(e) Praktikabilitätserwägungen

So es nach alledem grundsätzlich angängig sein mag, Scrip Dividends nach den vom BGH[1852] zum ‚Ausschüttungs-Rückhol'-Verfahren bei der GmbH entwickelten Grundsätzen in Anlehnung an die Vorschriften über die Ka-

---

1847 S. BGH, Urt. v. 26.05.1997 – II ZR 69/96, NJW 1997, 2516, 2517. Zu Kritik an der Sinnhaftigkeit dieses Erfordernisses soweit ersichtlich allein *Hirte*, in: GK, AktG, § 207 Rn. 10: „Denn diese Versicherung [gemeint ist die Versicherung analog § 57 Abs. 2 S. 1 GmbHG (entsprechend § 188 Abs. 2 S. 1, 36 Abs. 2 S. 1 AktG), dass sich der Gegenstand der Leistung endgültig in der freien Verfügung der Geschäftsführer befindet] ist wertmäßig zu verstehen und daher der bei einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln abzugebenden Versicherung äquivalent. Werden die Gewinnauszahlungsansprüche der Gesellschafter daher unmittelbar mit den Einlageansprüchen der Gesellschaft ‚verrechnet', ist sie eigentlich überflüssig.".

1848 Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.a)aa)bbb)(2).

1849 Hierzu soweit ersichtlich allein *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 80 und *Krause*, ZHR 2017, 641, 651. Allerdings scheint höchst fragwürdig, ob sich dieses erwünschte Ergebnis tatsächlich durch Auslegung oder telelogische Reduktion des § 212 S. 1 AktG herbeiführen lässt, oder vielmehr schlicht dem geltenden Recht widerspricht, sodass das skizzierte Vorgehen nur unter Anpassung des § 212 AktG durch den Gesetzgeber in Betracht käme. Vgl. hierzu auch die Ausf. in Kapitel E sowie insbesondere die dortigen Nachw. in Fn. 2142.

1850 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1851 Hierzu soweit ersichtlich allein *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 57 Rn. 80 und *Krause*, ZHR 2017, 641, 651.

1852 S. BGH, Urt. v. 26.05.1997 – II ZR 69/96, NJW 1997, 2516 f.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

pitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln zu strukturieren, stellt sich schließlich die entscheidende Frage nach der Praktikabilität dieses Vorgehens.

(aa) Vermeintliche Nachteile des Rückgriffs auf die Vorschriften zur Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln

Insofern ist der Rückgriff auf die Vorschriften über die Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln zur Konzeptualisierung einer Scrip Dividend prima vista ebenso uninteressant wie derjenige auf eine ordentliche Kapitalerhöhung.[1853]

So § 207 Abs. 2 S. 1 AktG nämlich auf § 182 Abs. 1 S. 1 AktG verweist, ist eine solche Strukturierung ebenfalls mit den bereits in Kapitel D.III.3.b)cc)aaa) konstatierten Unsicherheiten bzgl. des ‚Ob' der Beschlussfassung durch die Hauptversammlung behaftet, erfordert ein entsprechender Hauptversammlungsbeschluss doch ausweislich der vorgehend letztgenannten Norm grundsätzlich, d.h. vorbehaltlich einer abweichenden Regelung in der Gesellschaftssatzung, vgl. § 207 Abs. 2 S. 1 AktG iVm. § 182 Abs. 1 S. 2 AktG, eine Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst.

Überdies wäre – ganz abgesehen von dem mit einer entsprechenden Beschlussfassung durch die Hauptversammlung einhergehenden erhöhtem Anfechtungsrisiko – ebenso wie im Falle des Rückgriffs auf eine ordentliche Kapitalerhöhung zur Schaffung der ‚Dividenden-Aktien' bei (drohender) Anfechtung nach Beschlussfassung der Ablauf der einmonatigen Anfechtungsfrist des § 246 Abs. 1 AktG abzuwarten,[1854] der die Handelsregistereintragung und damit auch die Durchführung der Kapitalerhöhung um diesen Zeitraum verzögert, sowie im Falle einer erfolgten Anfechtung ein zeitaufwändiges Freigabeverfahren gemäß § 246a AktG einzuleiten wäre.[1855]

1853 S. in diesem Sachzusammenhang die obigen Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)aaa).

1854 Dazu soweit ersichtlich allein *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 17, dort jedoch mit Bezug zur ordentlichen Kapitalerhöhung gemäß §§ 182 ff. AktG.

1855 IdS. auch *Rieckers*, AR 2015, 179; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 17; *Schwendemann*, AG 2015, R40, R41, allerdings jeweils mit Bezug zur ordentlichen Kapitalerhöhung gemäß §§ 182 ff. AktG.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(bb) Keine ‚genehmigte Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln'

Mit Blick auf die Praxis ist insofern insbesondere der Querele nachzugehen, ob eine Kapitalerhöhung im ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren in Anlehnung an die Vorschriften über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln auch auf der Grundlage eines genehmigten Kapitals durchgeführt werden kann.

Dem steht jedoch nicht nur der explizite Wortlaut des § 207 Abs. 1 AktG entgegen, demnach zwingende Voraussetzung einer jeden Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln ein dahingehender Beschluss der Hauptversammlung ist, vielmehr verbieten auch systematische wie teleologische Erwägungen eine Delegation der betreffenden Kompetenz an Vorstand (und Aufsichtsrat).

In letzterem Bezugsrahmen ergibt sich nämlich insbesondere aus § 207 Abs. 1 AktG in Abgrenzung zu § 202 Abs. 1 AktG, dass es für ein ‚genehmigtes Kapital aus Gesellschaftsmitteln' an einer gesetzlichen Grundlage fehlt, weil § 202 Abs. 1 und 2 AktG die Übertragung der Kapitalerhöhungsbefugnis auf den Vorstand ausweislich des klaren Wortlauts der Norm nur für eine Kapitalerhöhung „durch Ausgabe neuer Aktien gegen Einlagen" erlauben.[1856]

Allerdings könnte man auf die Idee kommen, eine Analogie zu den Regelungen über das genehmigte Kapital (§§ 202 ff. AktG) zu bilden und dergestalt die Möglichkeit einer ‚genehmigten Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln' zu schaffen.

Diesbezüglich fehlt es jedoch bereits an der primären Voraussetzung einer jeden Analogie, einer planwidrigen Regelungslücke, steht einem Rückgriff auf das genehmigte Kapital zur Durchführung einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und einer damit verbundenen Typenvermischung innerhalb der verschiedenen Kapitalerhöhungsarten doch ausweislich der Ausführungen in der Regierungsbegründung zum Entwurf des Aktiengesetzes von 1965 expressis verbis der Wille des Gesetzgebers entgegen.[1857]

1856 Explizit idS. auch *Arnold*, in: MüKo, AktG, § 207 Rn. 36; *Lutter*, in: KK, AktG, Vorb. § 207 Rn. 17; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 207 Rn. 9; *Simons*, in: Hölters, AktG, § 207 Rn. 34.

1857 S. Begr. RegE AktG 1965 bei *Kropff*, AktG 1965, S. 309: „[...]. Jede Typenvermischung, etwa eine Verbindung von gewöhnlicher Kapitalerhöhung gegen Einlagen mit einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln in einem Beschluss oder ein ‚genehmigtes Kapital aus Gesellschaftsmitteln' ist daher nach der Vorstellung des Entwurfs unzulässig. [...]".

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Überdies mangelt es aber auch an der Analogieprämisse einer Vergleichbarkeit der Interessenlagen. Während nämlich das genehmigte Kapital gemäß §§ 202 ff. AktG der legislatorischen Vorstellung nach der raschen und flexiblen Eigenkapitalbeschaffung am Markt zu dienen bestimmt ist,[1858] wird mit der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln kein äquivalentes Ziel verfolgt, weshalb es schlicht an einem praktischen Bedürfnis für eine ‚genehmigte Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln' fehlt.[1859]

Insofern sind die Regelungen zur Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln in den §§ 207 ff. AktG als zwingend und abschließend zu begreifen, wie auch die Sondervorschrift in § 204 Abs. 3 AktG für die Ausgabe von Arbeitnehmeraktien zu bekräftigen vermag, die aus historischen Gründen Elemente der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (Umwandlung von möglichen Zuführungen in die Gewinnrücklagen in Grundkapital) in das genehmigte Kapital inkorporiert.[1860]

Hieran vermag schließlich auch die vom BGH mittels Urteil vom 26. Mai 1997[1861] vorgenommene Verortung des ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahrens in der Nähe der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln nichts zu ändern.[1862]

Zwar scheint *Hirte* insofern mit dem Argument, „die Beschränkung des genehmigten Kapitals auf eine Kapitalerhöhung ‚gegen Einlagen' [könne] nicht (mehr) zwingend als Ausschluß [sic.] der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln verstanden werden", hätte ein anderes Ergebnis doch „die absurde Folge, daß [sic.] im Rahmen genehmigten Kapitals unter den Voraussetzungen des § 205 [AktG] eine Schütt-aus-Hol-zurück-Kapitalerhöhung, die den Regeln der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln folgt, zulässig wäre, eine ‚echte' Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln – fast möchte man sagen: das noch korrektere Vorgehen – dagegen nicht."[1863], prima facie den Finger in die Wunde zu legen.

Allerdings verfolgte der BGH mit vorbezeichnetem Urteil lediglich das Ziel, die im Falle der Einlagenleistung iRe. Barkapitalerhöhung durch ‚Umbuchung' der ausschüttungsfähigen Dividendenbeträge wertungstechnisch verfehlten Rechtsfolgen der ‚verdeckten Sacheinlage' abzumil-

1858 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 442.
1859 IdS. soweit ersichtlich allein *Simons*, in: Hölters, AktG, § 207 Rn. 34.
1860 IdS. auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 651. Vgl. ferner auch die Ausf. bei *Hirte*, in: GK, AktG, § 207 Rn. 144.
1861 BGH, Urt. v. 26.05.1997 – II ZR 69/96, NJW 1997, 2516 f.
1862 Explizit idS. soweit ersichtlich allein *Fett/Spiering*, NZG 2002, 358, 368; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 207 Rn. 6.
1863 *Hirte*, in: GK, AktG, § 207 Rn. 146.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

dern[1864] bzw. die Gestaltung vom Vorwurf der ‚verdeckten Sacheinlage' zu befreien[1865] und durch analoge Anwendung der einen ausreichenden Gläubigerschutz gewährleistenden Statuten zur Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff. AktG) zu ‚retten'.[1866] Vor diesem Hintergrund lassen sich aus den Urteilsgründen aber keinerlei Schlussfolgerungen für die atypische Ausgestaltung einer nominellen Kapitalerhöhung ableiten, stellte es sich doch wenig sachgerecht dar, die grundsätzlich allgemein erwünschten Konsequenzen ‚verdeckter Sacheinlagen' zur Begründung eines vermeintlichen Wertungswiderspruches heranzuziehen.[1867]

Im Ergebnis kann eine Kapitalerhöhung im ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren in Anlehnung an die Vorschriften über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln daher nicht auf der Grundlage eines genehmigten Kapitals durchgeführt werden.[1868]

(cc) Zwischenfazit

Als Zwischenfazit ist daher zu konstatieren, dass die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG durch Umwandlung von Gewinn- und/oder Kapitalrücklagen gemäß § 207 Abs. 1 AktG einen Beschluss der Hauptversammlung voraussetzt, wobei eine Delegation dieser Kompetenz in Gestalt eines ‚genehmigten Kapitals aus Gesellschaftsmitteln' nach ghM.[1869] unzulässig ist.

1864 Zu diesem Aspekt soweit ersichtlich nur *Priester*, ZGR 1998, 856, 861, 866; *Rosengarten*, WiB 1997, 917. Vgl. ferner auch *Fett/Spiering*, NZG 2002, 358, 368.

1865 IdS. *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 207 Rn. 6.

1866 S. in diesem Kontext auch schon die obigen Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(5)(c).

1867 Vgl. auch *Fett/Spiering*, NZG 2002, 358, 368; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 207 Rn. 6.

1868 Anders *Krause*, ZHR 2017, 641, 652 f.

1869 So die ghM. Diesbezüglich explizit gegen die Zulässigkeit eines ‚genehmigten Kapitals aus Gesellschaftsmitteln' Begr. RegE AktG 1965 bei *Kropff*, AktG 1965, S. 309; *Arnold*, in: MüKo, AktG, § 207 Rn. 36; *Börner*, DB 1988 1254 f.; *Fett/Spiering*, NZG 2002, 358, 368; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 207 Rn. 6 a.E.; *Lutter*, in: KK, AktG, Vorb. § 207 Rn. 17; § 207 Rn. 3, 16; *Marsch-Barner*, in: Bürgers/Körber, AktG, § 207 Rn. 2, 9; *Parmentier*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 1 Rn. 123; *Simons*, in: Hölters, AktG, § 207 Rn. 34; *Veil*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 207 Rn. 6. Implizit, so die Typenvermischung unterschiedlicher Kapitalerhöhungsarten für unzulässig erachtet wird, e.g. auch *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 45 Rn. 2; *Fock/Wüsthoff*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 207 Rn. 6; *Hermanns*, in: Hennsler/Strohn, GesR, § 207

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(dd) Besonderheiten des ‚Ausschüttungs-Rückhol'-Verfahrens

Allerdings darf ob all dessen nicht verkannt werden, dass es sich beim vom BGH entwickelten ‚Ausschüttungs-Rückhol'-Verfahren der Form nach um eine Barkapitalerhöhung handelt, bzgl. derer – und allein deswegen ist das Vorgehen nicht in Einklang mit der ständigen Rechtsprechung des BGH[1870] als ‚verdeckte Sacheinlage' zu qualifizieren – gegenüber dem Registergericht offengelegt wird, dass die Einlage aus stehengelassenen ausschüttungsfähigen Gewinnbeträgen, letztlich also durch Umwandlung von Bilanzgewinn in Grundkapital mittels Umbuchung, erfolgt.

Insofern handelt es sich beim ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren ob dessen, dass der BGH im vorbesagten Fall schließlich einer ‚halb verdeckten Sacheinlage' durch sinngemäße Anwendung der Regelungen zur Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff. AktG) unter gleichsamer Restriktion des Anwendungsbereichs der Sacheinlagekautelen zur Rettung eilte[1871] und dieses dergestalt in der Nähe der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln ansiedelte, am ehesten um einen Sonderfall der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen,[1872] bzgl. derer die Eigentümlichkeit des Sacheinlagegenstandes die Anwendung der Sacheinlagekautelen in reduzierter Form zu rechtfertigen vermag[1873].

Dem zentralen Unterschied, dass anstelle der Werthaltigkeitsprüfung gemäß der Sacheinlagevorschriften (§§ 33 ff. AktG) eine dreifache Angemessenheitskontrolle der bilanziellen Abbildung des ausschüttungsfähigen Bi-

---

Rn. 10; *Rieder/Holzmann*, in: Grigoleit, AktG, § 207 Rn. 5; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 5; *Wagner*, in: Wachter, AktG, § 207 Rn. 7. Ebenso schon *Beitzke*, in: FS Hueck, S. 295, 302 ff. AA. *Hirte*, in: GK, AktG, § 207 Rn. 145 f.; *ders.*, JZ 1998, 201, 202 f.; *ders./Butters*, ZBB 1998, 286, 303. Für die Zulässigkeit bei der GmbH OLG Düsseldorf, Urt. v. 25.10.1985 – 3 Wx 365/85, NJW 1986, 2060 (allerdings in der spezifischen Konstellation einer personenbezogenen GmbH, bei der alle Gesellschafter der Kapitalerhöhung zustimmten); LG München I, Beschl. v. 20.1982 – 11 HKT 15 989/82, RPfleger 1983, 157. Zum weniger eindeutigen Meinungsstand bzgl. der Parallelfrage im GmbH-Recht vgl. anstatt vieler die Ausf. bei *Lieder*, in: MüKo, GmbHG, § 57c Rn. 13–15 mit den dortigen Nachw. in den Fn. 38-40.

1870 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1350.

1871 S. hierzu bereits die Ausf. oben in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(5)(c).

1872 IdS. auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 652.

1873 So schon *Lutter/Zöllner*, ZGR 1996, 164, 178 ff. Eingängig insofern auch die Formulierung bei *Röhricht*, in: GK[4], AktG, § 27 Rn. 210.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

lanzgewinns tritt, kann hierbei jedoch keinerlei kompetenzrechtliche Dimension zugesprochen werden.[1874]

(ee) Ermächtigung zum ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren

Folglich sollte es auch, spezifisch mit Blick auf § 205 Abs. 1 AktG, der der Hauptversammlung die Kompetenz zur Entscheidung darüber zuspricht, ob der Vorstand anstelle der üblichen Bareinlage auch andere Formen der Einlageleistung zulassen darf,[1875] ohne Weiteres zulässig sein, dass die Hauptversammlung den Vorstand iRe. genehmigten Kapitals zur Durchführung einer Kapitalerhöhung im vom BGH beschriebenen ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren ermächtigt.[1876]

Hierbei sollte der betreffende Ermächtigungsbeschluss analog § 205 Abs. 1 AktG festlegen, dass die Ausgabe der Aktien im ‚Ausschüttungs-Rückhol'-Verfahren, mithin gegen Einbringung von oder gegen Verrechnung mit stehengelassenen Gewinnausschüttungsansprüchen unter sinngemäßer Anwendung der §§ 207 ff. AktG erfolgen darf.[1877]

(ff) Conclusio

Zusammenfassend ist folglich zu statuieren, dass die Ausgabe neuer Aktien bei der Aktiengesellschaft gegen Einbringung von Gewinnausschüttungsansprüchen unter Rückgriff auf eine Ermächtigung zum ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren[1878] nach den vom BGH zur GmbH entwickelten Grundsätzen[1879] in Anlehnung an die Vorschriften der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff. AktG) erfolgen kann. Hierbei sollte es aufgrund der faktischen Nähe des Vorgehens zur Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen möglich sein, auf ein genehmigtes Kapital gemäß §§ 202 ff.

1874 IdS. auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 652 f.

1875 Diese rein kompetenzrechtliche Frage ist streng von derjenigen nach dem dogmatischen Wesen der Vereinbarung einer Sacheinlage zu trennen. Zu letzterem s. die eingehenden Ausf. bei *Pentz*, in: MüKo, AktG, § 27 Rn. 13 f.

1876 IdS. auch *Apfelbacher/Niggemann*, in: Hölters, AktG, § 205 Rn. 3; *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 205 Rn. 11; *Krause*, ZHR 2017, 641, 651 f.; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 59 Rn. 53.

1877 Vgl. hierzu auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 652 f.

1878 S. hierzu die vorgehenden Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(5)(e)(ee).

1879 S. dazu bereits die Ausf. oben in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(5)(d).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

AktG zurückzugreifen, so der Ermächtigungsbeschluss den in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(5)(e)(ee) bezeichneten Anforderungen genügt.

Guten Gewissens kann der Praxis diese Strukturierungsvariante allerdings nur sehr bedingt empfohlen werden, ist doch jedenfalls die Rechtslage um die Zulässigkeit des Rückgriffs auf ein genehmigtes Kapital zur Durchführung der Kapitalerhöhung im ‚Ausschüttungs-Rückhol'-Verfahren, völlig ungeklärt, wenn auch nach hier vertretener Ansicht zulässig.

(6) Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen

Ohne Risiko im vorbezeichneten Sinne möglich ist hingegen die in der Praxis iaR.[1880] anzutreffende Ausgestaltung als Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen gemäß § 182 Abs. 1 AktG iVm. § 183 Abs. 1 AktG bzw. gemäß § 202 Abs. 1 AktG iVm. § 205 AktG, jeweils iVm. §§ 33 Abs. 3–5, 34 und 35 AktG, wobei die seitens der Aktionäre zu erbringende Sacheinlage in den mit Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses durch die Hauptversammlung gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 1, 58 Abs. 3 AktG iVm. § 58 Abs. 4 AktG genesenden (anteiligen[1881]) Bardividendenansprüchen liegt.[1882]

Hierbei werden die im Gegenzug für die Einbringung der (Nettobar-[1883])Dividendenansprüche zu gewährenden neuen Aktien – aufgrund der mit der Schaffung dieser iRe. ordentlichen Kapitalerhöhung gemäß §§ 182 ff. AktG verbundenen Querelen – idR.[1884] unter Ausnutzung eines genehmigten Kapitals (vgl. §§ 202 ff. AktG) geschaffen, wofür eine ‚allgemeine' Ermächtigung iSd. § 202 Abs. 1 bzw. Abs. 2 S. 1 AktG genügt, sofern der Hauptversammlungsbeschluss bestimmt, dass die Ausgabe der neuen Aktien (auch) gegen Sacheinlagen zulässig ist, s. § 205 Abs. 1 AktG.[1885]

Vorstand und Aufsichtsrat haben hierbei jeweils zwei – bzw. so sich die Transaktion wie üblich[1886] als Bezugsrechtsemission[1887] ausgestaltet findet

1880 S. dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel C.V.2 a.E.
1881 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.
1882 So auch in aller Deutlichkeit *Steiner*, in: Heidel, AktG, § 174 Rn. 6.
1883 S. hierzu schon die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.
1884 S. in diesem Kontext bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)aaa).
1885 S. in diesem Sachzusammenhang auch die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 552.
1886 S. dazu bereits die Ausf. oben in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb), dort vor (1).
1887 Hierzu sogleich die Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(7).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

und das ‚flexible Preisfestsetzungsverfahren' gemäß § 186 Abs. 2 S. 2 AktG in Anspruch genommen wird, demnach es ausreicht, zunächst lediglich die Grundlagen für die Festlegung von Bezugspreis und -verhältnis mitzuteilen und den endgültigen Bezugspreis spätestens drei Tage vor Ende der Bezugsfrist zu veröffentlichen, drei – Beschlüsse zu fassen.

(a) Beschlussfassung über die ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital gegen Sacheinlagen durch den Vorstand

Zunächst haben beide Organe unmittelbar im Anschluss an die Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses durch die Hauptversammlung über die ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen unter Ausnutzung des vorhandenen[1888] genehmigten Kapitals zu beschließen. Der betreffende Vorstandsbeschluss könnte dabei exempli gratia wie folgt formuliert werden:

> Beschluss des Vorstands der [Name der Gesellschaft] vom [Datum der Beschlussfassung] zur Ausnutzung des genehmigten Kapitals [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals]
>
> Nach § [Inbezugnahme der Regelung zum genehmigten Kapital in der Satzung der Gesellschaft] der Satzung der Gesellschaft in der derzeit geltenden Fassung ist der Vorstand ermächtigt, das Grundkapital in der Zeit bis zum [Datum, an dem das genehmigte Kapital ausläuft] mit Zustimmung des Aufsichtsrats um bis zu € [bestehendes Volumen an nicht ausgeschöpftem genehmigten Kapital] durch Ausgabe von bis zu [Anzahl der Stückaktien, die unter Rückgriff auf das (verbleibende) genehmigte Kapital ausgegeben werden können] auf den Namen lautenden Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen zu erhöhen. [Im Folgenden sind die Details der Ermächtigung wieder zu geben, wobei vorliegend von einer üblichen weiten Ermächtigung ausgegangen wird] Die Ermächtigung kann vollständig ein oder mehrmals in Teilbeträgen ausgenutzt werden. Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats Spitzenbeträge vom Bezugsrecht der Aktionäre auszunehmen. Der Vorstand ist zudem ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Bezugsrecht der Aktionäre bei Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen auszuschließen, um neue Aktien iRv. Unternehmenszusammenschlüssen oder iRd. Erwerbs von Unternehmen,

1888 S. in diesem Kontext auch die obigen Ausf. in Fn. 1797.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Unternehmensteilen oder Beteiligungen an Unternehmen, einschließlich der Erhöhung bestehenden Anteilsbesitzes oder andere mit einem solchen Akquisitionsvorhaben im Zusammenhang stehenden einlagefähigen Wirtschaftsgütern, einschließlich Forderungen gegen die Gesellschaft, auszugeben. Der Vorstand ist darüber hinaus ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats den weiteren Inhalt der Aktienrechte und die Bedingungen der Aktienausgabe festzulegen (genehmigtes Kapital [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals]).

Dies vorausgeschickt, beschließt der Vorstand der Gesellschaft vorbehaltlich der Zustimmung des Aufsichtsrats hiermit was folgt:

1. Das Grundkapital der Gesellschaft von € [aktuelles Grundkapital in €] wird unter Ausnutzung des genehmigten Kapitals [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals] um bis zu € [maximaler Erhöhungsbetrag] auf bis zu € [neues Grundkapital im Fall der Erhöhung um den Maximalbetrag] durch Ausgabe von bis zu [Anzahl Aktien] neuen, auf den Namen lautenden, Stückaktien (Stammaktien ohne Nennbetrag) mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von € [rechnerischer Anteil je Stückaktie am Grundkapital in €] je Stückaktie gegen Sacheinlagen erhöht („neue Aktien").

2. Die neuen Aktien sind ab dem [Datum, ab dem die neuen Aktien gewinnberechtigt sein sollen] gewinnberechtigt.

3. Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt gegen Einbringung (Sacheinlage) von durch den Beschluss der Hauptversammlung der Gesellschaft vom [Datum der Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses durch die Hauptversammlung] über die Verwendung des Bilanzgewinns des Geschäftsjahres [Jahr] entstehenden Dividendenforderungen, deren Gesamtsumme nach Maßgabe des als Anlage zu diesem Beschluss beigefügten Bezugsangebots noch zu bestimmen ist, durch die [Name und Anschrift der transaktionsbegleitenden Bank].

4. Die neuen Aktien werden zu dem geringsten Ausgabebetrag iSv. § 9 Abs. 1 AktG, d.h. zu einem Ausgabebetrag, der dem rechnerischen Anteil je Stückaktie am Grundkapital entspricht, also zu € [rechnerischer Anteil je Stückaktie am Grundkapital in €] je neuer Stückaktie ohne Agio/Aufgeld ausgegeben.

5. Zur Zeichnung wird die [Name der emissionsbegleitenden Bank] zugelassen. Die neuen Aktien werden den Aktionären der Gesell-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

schaft nach Maßgabe ihrer im jeweiligen auf den Inhaber lautenden Globalgewinnanteilsschein verbrieften Dividendenberechtigung zum Bezug angeboten. Die weiteren Einzelheiten ergeben sich aus dem als Anlage beigefügten Bezugsangebot.

6. Die Kosten der Kapitalerhöhung und ihrer Durchführung werden von der Gesellschaft getragen.
7. Über die Festlegung des Bezugspreises, des Bezugsverhältnisses und der für den Bezug je neuer Aktie zu leistenden Sacheinlage sowie das endgültige Volumen der Kapitalerhöhung und die Gesamtsumme der einzubringenden Dividendenforderungen wird der Vorstand der Gesellschaft gesondert und vorbehaltlich der Zustimmung des Aufsichtsrats der Gesellschaft beschließen.

Der Beschluss wird dem Aufsichtsrat der [Name der Gesellschaft] in der Aufsichtsratssitzung am [Datum der Beschlussfassung] zur Zustimmung vorgelegt.

Anlage: Entwurf des Bezugsangebots

Ort, Datum, Unterschrift(en).

(b) Beschlussfassung über die ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital gegen Sacheinlagen durch den Aufsichtsrat; Delegation der Beschlussfassungskompetenz

Der zustimmende Aufsichtsratsbeschluss (vgl. § 202 Abs. 3 S. 2, § 204 Abs. 1 S. 2 und § 205 Abs. 2 S. 2 AktG) könnte sodann wie folgt formuliert werden:

Beschluss des Aufsichtsrats der [Name der Gesellschaft] vom [Datum der Beschlussfassung] zur Ausnutzung des genehmigten Kapitals [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals] sowie zur Delegation der Kompetenz zur weiteren Beschlussfassung iRd. Maßnahme an den Finanzausschuss des Aufsichtsrats

Der Aufsichtsrat hat in seiner Sitzung am [Datum der Beschlussfassung] folgenden Beschluss gefasst:

Beschlussfassung zur Ausnutzung des genehmigten Kapitals [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals] im Zusammenhang mit der Scrip Dividend-Offerte

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

1. Der Vorstand hat am [Datum der in Bezug genommenen Beschlussfassung durch den Vorstand] über die Ausnutzung des genehmigten Kapitals [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals] im Zusammenhang mit dem Angebot einer ‚Scrip Dividend' beschlossen. Der Aufsichtsrat stimmt diesem Beschluss des Vorstands, der als Anlage beigefügt ist, zu.
2. Der Aufsichtsrat übertragt die ihm als Gesamtorgan iRd. Ausnutzung des genehmigten Kapitals [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals] im Zusammenhang mit dem Angebot einer ‚Scrip Dividend' nach Gesetz (§ 202 Abs. 3 S. 2, § 204 Abs. 1 S. 2 und § 205 Abs. 2 S. 2 AktG) und Satzung der Gesellschaft (§ [Inbezugnahme der Regelung zum genehmigten Kapital in der Satzung der Gesellschaft]) zustehenden weiteren Zustimmungs- und Beschlussbefugnisse (insbesondere bzgl. der Festlegung des Bezugspreises, des Bezugsverhältnisses und der für den Bezug je einer Aktien zu leistenden Sacheinlage sowie des endgültigen Volumens der Kapitalerhöhung und der Gesamtsumme der einzubringenden Dividendenforderungen) sowie die Befugnis für die iRd. Kapitalerhöhung erforderlichen Änderungen der Satzungsfassung auf den gemäß § 107 Abs. 3 S. 1 AktG, § [korrespondierende Satzungsregelung(en)] der Satzung der Gesellschaft iVm. § [korrespondierende Regelung(en) in der Geschäftsordnung des Aufsichtsrats] der Geschäftsordnung des Aufsichtsrats der Gesellschaft gebildeten Finanzausschuss des Aufsichtsrats.[1889]

Anlage: Beschluss des Vorstands zur Ausnutzung des genehmigten Kapitals [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals] vom [Datum der Fassung des in Bezug genommenen Vorstandsbeschlusses] (einschließlich des Entwurfs des Bezugsangebots)

Ort, Datum, Unterschrift(en).

1889 Zwingend ist die unter Nr. 2 angeregte Beschlussfassung, die zunächst einmal voraussetzt, dass der Aufsichtsrat überhaupt einen entsprechenden (Finanz-)Ausschuss gebildet hat, freilich nicht. Vielmehr handelt es sich bei dieser Übertragung der Beschlussfassungskompetenz allein um eine sachgemäße Verfahrenserleichterung, die verhindert, dass der ‚ganze' Aufsichtsrat erneut zum Zwecke der betreffenden Beschlussfassung zusammentreten muss.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(7) (Kein) Zwang zur Strukturierung als Bezugsrechtskapitalerhöhung

So vorgehend iRd. Ausführungen dieses Kapitals von der Transaktionsstruktur Bezugsrechtskapitalerhöhung ausgegangen wurde, fanden sich die bisher seitens deutscher Gesellschaften offerierten, als *Forward*-Struktur unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung konzipierten Scrip Dividend-Offerten zwar stets als solche konzipiert, doch besteht jedenfalls mit Blick auf die Regelung des § 186 Abs. 2 S. 2 AktG aus Perspektive der Gesellschaft ein gewisser Inzentiv dahingehend, das Bezugsrecht der (Alt-)Aktionäre auszuschließen.

Insofern ermöglicht ein Bezugsrechtsausschluss nämlich die Inanspruchnahme flexiblerer (Preisfestsetzungs-)Bedingungen; Bezugspreis und -verhältnis können dergestalt entgegen den Vorsehungen des § 186 Abs. 2 S. 2 AktG (Bekanntgabe spätestens drei Tage vor Ablauf der Bezugsfrist) erst nach Ablauf der Bezugsfrist bekannt gegeben werden, wodurch Spekulationen und Wertschwankungen innerhalb der Dreitagesfrist unterbunden werden,[1890] sodass eine börsenkursnahe Emission und damit eine Maximierung des Platzierungserlöse arrangiert wird.

Fraglich ist daher, ob die Durchführung als Bezugsrechtsemission zwingend ist oder ob das Bezugsrecht vom Vorstand (mit Zustimmung des Aufsichtsrats, vgl. § 204 Abs. 1 S. 2 Hs. 2 AktG) unter Rückgriff auf eine Ermächtigung zum (erleichterten) Bezugsrechtsausschluss iSd. § 203 Abs. 2 S. 1 AktG (iVm. § 186 Abs. 3 S. 4 AktG) ausgeschlossen werden kann.

(a) Erleichterter Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Abs. 3 S. 4 AktG

Dabei liegt die Problematik keinesfalls so trivial, wie *Schlitt/Kreymborg*[1891] glauben zu machen suchen, die formulieren, dass die Transaktion ohne Weiteres als Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital unter Ausschluss des Rechts zum Nachbezug zulasten der Altaktionäre strukturiert werden

1890 Vgl. hierzu e.g. die Ausf. bei *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rn. 33a, der ein solches Vorgehen für bedenklich erachtet, sowie diejenigen bei *Krämer/Sitter*, BZ 101/2015, B 3; *dies.*, GP, Scrip Dividend; *o. V.*, WM 2015, 1647; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 691 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 37 a.E.; *Schwendemann*, AG 2015, R40, R40.

1891 S. *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 691 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 35.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

kann, wenn die Gesellschaft über eine Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs. 3 S. 4 AktG verfügt.[1892]

(aa) Grammatikalische Auslegung: Nichtvorliegen der tatbestandlichen Voraussetzungen des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG

Insoweit statuieren die Vorgenannten zwar richtig, dass die die tatbestandlichen Prämissen Nummer zwei und drei des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG (Begrenzung des Erhöhungsvolumens auf max. 10 % des Grundkapitals[1893] und börsenkursnaher Ausgabebetrag[1894]) iRe. Scrip Dividend-Offerte wohl stets gegeben sein dürften,[1895] lassen aber die maßgebliche, auf einer bewussten legislatorischen Wertungsentscheidung beruhende,[1896] Restriktion des Anwendungsbereichs der Regelung auf Barkapitalerhöhungen schlicht unter den Tisch fallen.[1897]

An eben dieser tatbestandlichen Voraussetzung fehlt es aber iaR., ist eine Strukturierung der Transaktion als Barkapitalerhöhung den vorstehenden Ausführungen[1898] nach aufgrund der damit verbundenen Rechtsunsicherheiten doch nicht zu empfehlen und kommt dementsprechend in der Praxis, die in diesem Bezugsrahmen stets eine Sachkapitalerhöhung vornimmt, auch nicht vor.

(bb) Teleologische Extension des Anwendungsbereichs des 186 Abs. 3 S. 4 AktG

Zu erwägen ist allerdings, ob § 186 Abs. 3 S. 4 AktG nicht dergestalt extensiv auszulegen ist, dass die Einbringung von Dividendenansprüchen als Sacheinlage von dessen Anwendungsbereich erfasst wird. So der Gesetzge-

1892 Dies herausstellend neuerdings auch *Cahn/v. Spannenberg*, in BeckOGK, AktG, Stand: 01.07.2020, § 58 Rn. 108, dort insbesondere mit Fn. 294.
1893 S. hierzu bereits die Ausf. oben in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(b).
1894 S. dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(a).
1895 Vgl. hierzu auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 691 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 35.
1896 Vgl. hierzu bereits die Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(c)(ee) mwN. in Fn. 1360 und 1361.
1897 IdS. wohl auch jüngst *Cahn/v. Spannenberg*, in BeckOGK, AktG, Stand: 01.07.2020, § 58 Rn. 108, dort insbesondere mit Fn. 294.
1898 Eingehend dazu die Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(4).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ber die Beschränkung des Anwendungsbereichs der Norm auf Barkapitalerhöhungen nämlich de facto damit begründet, dass nur iR. solcher eine Zukaufsmöglichkeit am Markt existiert, die die iR. bezugsrechtsloser Emissionen gegenwärtigen Verwässerungsgefahren gewissermaßen zu neutralisieren vermag, darf diese legislatorische Wertung nicht unbesehen bleiben.[1899]

In diesem Kontext handelt es sich bei der vorliegend analysierten Konzeptualisierungsvariante einer Wahldividende nämlich nicht nur insofern um einen absoluten Exoten, als es sich faktisch um die einzig denkbare Konstellation einer Emission gegen Sacheinlage unter Gewährung eines Bezugsrechts handelt, sondern auch umgekehrt, nämlich insoweit, als dass auch bei Strukturierung als bezugsrechtslose Emission faktisch nur den (Alt-)Aktionären die Möglichkeit zur Partizipation an der Kapitalerhöhung gegeben ist, weil nur diese den relevanten Sacheinlagestand besitzen.

Wenn es jedoch aufgrund des iRd. Gestaltung bestehenden ‚faktischen Bezugsrechts' zugunsten der (Alt-)Aktionäre gar nicht erst der Generierung einer marktlichen Zukaufsmöglichkeit bedarf, die den (Alt-)Aktionären Gelegenheit zum Quotenerhalt gibt, entbehrt auch die Restriktion des Anwendungsbereichs des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG auf Barkapitalerhöhungen in dieser Konstellation ihrer sachlichen Rechtfertigung.

Die ‚übliche' Gefährdungslage iR. bezugsrechtsloser Kapitalerhöhungen, die den Gesetzgeber zu der tatbestandlichen Restriktion („gegen Bareinlagen") des originären Anwendungsbereichs des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG veranlasst hat, besteht vorliegend also nicht, weshalb es überzeugt, den Anwendungsbereich der Regelung dergestalt teleologisch zu extensivieren, dass die die präsent thematisierte Strukturierung ausnahmsweise ob dessen, dass iRd. Kapitalerhöhung Dividendenansprüche als Sacheinlage eingebracht werden, dessen Anwendungsbereich unterfällt.

(cc) Conclusio

Verfügt die Gesellschaft folglich über eine Ermächtigung zum vereinfachten Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Abs. 3 S. 4 AktG iRd. Ausschöpfung des genehmigten Kapitals, so kann infolge der vorstehend skizzierten, wertungsmäßig gebotenen, teleologischen Extension des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG auf die betreffende Ermächtigung zurückgegriffen werden, um das

---

1899 Vgl. in diesem Kontext schon die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(c)(dd), (ee) und (ff).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Bezugsrecht iRe. Scrip Dividend-Offerte auszuschließen.[1900] Freilich ist die sog. ‚10 %-Ermächtigung' nach Abwicklung der Aktiendividende dann aber teilweise verbraucht, womit eine entsprechende Einschränkung der verbleibenden Finanzierungsmöglichkeiten der Gesellschaft einhergeht.[1901]

(b) Vermeidung von Spekulationen & Wertschwankungen als den (formal-rechtlichen) Bezugsrechtsausschluss rechtfertigender Sachgrund

Vermag man der bisherigen Argumentation nicht zu folgen, existiert eine Ermächtigung zum vereinfachten Bezugsrechtsausschluss iSd. § 186 Abs. 3 S. 4 AktG iRd. Ausschöpfung des genehmigten Kapitals nicht oder ist ein Rückgriff auf diese zum Zwecke der Konzipierung einer Scrip Dividend-Offerte schlicht nicht gewünscht, so ist die Frage zu konfrontieren, ob die Vermeidung von Spekulationen und Wertschwankungen (nicht ohnehin) einen den Bezugsrechtsausschluss rechtfertigenden Sachgrund bildet, sodass auf eine ‚einfache' Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss iRd. Ausnutzung des genehmigten Kapitals zurückgegriffen werden kann.

Diesbezüglich darf zum Zwecke der Vermeidung von Wiederholungen auf die weitestgehend übertragbaren Ausführungen in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb), dort insbesondere unter (2),(3) und (5) verwiesen werden, denen nach der vorliegend thematisierte, unter Gewährung eines ‚faktischen Bezugsrechts' erfolgende, ‚bloß' formal-rechtliche, Bezugsrechtsausschluss mit dem Zweck, die Wahldividende zu flexibleren (Preisfestsetzungs-)Bedingungen umsetzen zu können, unter Fokussierung des Telos des Bezugsrechts ohne Weiteres zulässig ist, werden die Interessen der (Alt-)Aktionäre doch in der präsent thematisierten Konstellation schlichtweg nicht gefährdet.

1900 AA. *Cahn/v. Spannenberg*, in BeckOGK, AktG, Stand: 01.07.2020, § 58 Rn. 108, die entsprechende teleologische Erwägungen aber auch gar nicht anstellen, sondern pauschal formulieren, dass „eine Berufung auf den erleichterten Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs. 3 S. 4 [AktG] (iVm. § 203 Abs. 1 S. 1 [AktG] insoweit nicht möglich [sei], da keine Bar-, sondern eine Sachkapitalerhöhung vorliegt.".

1901 S. auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 691 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 35.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(8) Ratsamkeit & Zulässigkeit von Distributionsbeschränkungen bzw. Beschränkungen des Andienungsrechts zulasten ‚ausländischer'[1902] Aktionäre

Was die Fragen nach der Ratsamkeit und Zulässigkeit von Distributions-[1903] und/oder Bezugs- bzw. Verkaufsbeschränkungen zulasten ‚ausländischer' Aktionäre mit dem Zweck, aus der extraterritorialen Anwendbarkeit konfligierenden Drittstaatenrechts resultierende, Anmelde-, Genehmigungs- und Publikationserfordernisse sowie hiermit einhergehende – bzw. aus deren Nichteinhaltung resultierende – Haftungsrisiken zu vermeiden, ist auf die eingehenden Ausführungen in Kapitel D.III.1.e)ee) zu verweisen, die, so die präsente Konstellation im direkten Anwendungsbereich des § 186 AktG spielt, vollumfänglich übertragbar sind.

ccc) Veröffentlichung der Dividendenbekanntmachung & des Bezugsangebots

Wird die Scrip Dividend-Offerte wie üblich als Bezugsrechtskapitalerhöhung gegen Sacheinlagen (aus genehmigtem Kapital) strukturiert, ist iRd. Implementierung in einem nächsten Schritt, nach Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses durch die Hauptversammlung sowie der ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhungsbeschlüsse durch Vorstand und Aufsichtsrat, die Dividendenbekanntmachung sowie das Bezugsangebot unter Hinweis auf das prospektbefreiende Dokument[1904] entsprechend den Verpflichtungen aus § 49 Abs. 1 Nr. 2 WpHG (und § 186 Abs. 2 S. 2 AktG) im Bundesanzeiger und auf der Website der Gesellschaft zu veröffentlichen.[1905]

Bezugsberechtigt sind unter den vorstehenden Prämissen grundsätzlich sämtliche Aktionäre, die zum Dividendenstichtag, also dem Tag der

1902 Zum insofern zugrunde gelegten Begriffsverständnis s. bereits die obigen Ausf. in Fn. 1382.

1903 Vgl. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1398.

1904 Eingehend zum prospektbefreienden Dokument bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.f)bb)ccc).

1905 Zu diesen Veröffentlichungsvorgaben s. anstatt vieler *Schürnbrand*, in: MüKo, AktG, § 186 Rn. 65.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Hauptversammlung,[1906] über dividendenberechtigte Aktien der Gesellschaft in ihrem Depot verfügen.[1907]

ddd) Festlegung der konkreten Bezugsbedingungen

Im praktischen Regelfall[1908] der Ausgestaltung der Transaktion als Bezugsrechtsemission wird hierbei im Hinblick auf Bezugspreis und Bezugsverhältnis das von § 186 Abs. 2 S. 2 AktG vorgesehene ‚flexible Preisfestsetzungsverfahren' in Anspruch genommen,[1909] wodurch es genügt, iRd. Veröffentlichung des Bezugsangebots zunächst nur die Grundlagen der Festlegung des Ausgabebetrags bekannt zu machen, während der konkrete Bezugspreis sowie das sich hieraus ergebende Bezugsverhältnis erst am vierten Tage vor Ablauf der Bezugsfrist bekannt zu machen sind.

Dabei werden die Grundlagen der Festlegung des Bezugspreises in der Praxis iaR. wie folgt bestimmt: Der Bezugspreis entspricht dem volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien des Emittenten in Euro im XETRA-Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse (Tages-VWAP XETRA) zum relevanten Stichtag (Referenzpreis) abzgl. eines idR. gewährten Discounts[1910] zum Börsenkurs mit einer regelmäßigen Höhe von 2–3 %.

Erwähnenswert ist in diesem Kontext, dass iRv. Bezugsrechtsemissionen im Hinblick auf die Bemessung der Höhe des Abschlags freilich keine Bindung an die starren Vorgaben des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG[1911] besteht, mithin auch ohne Weiteres die Gewährung eines Discounts von mehr als 5 %[1912] für zulässig zu erachten ist.

1906 S. hierzu auch die Nachw. und weitergehenden Verw. in Fn. 1613.

1907 Vgl. dazu auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 25.

1908 Durch entsprechend späte Bekanntmachung der konkreten Bezugsbedingungen lassen sich nämlich an Wertschwankungen innerhalb der Bezugsfrist anknüpfende Spekulationsmöglichkeiten stark eindämmen, sodass der – zum Zwecke der Sicherstellung der Attraktivität der Bezugsbedingungen über den gesamten Zeitraum der Angebotsdauer hinweg – zu gewährende Sicherheitsabschlag (s. in diesem Kontext bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(2)) wesentlich geringer ausfällt.

1909 S. in diesem Kontext bereits die eingehenden obigen Ausf. in Fn. 1226.

1910 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 1121.

1911 Vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(a) mitsamt den Nachw. in den zugehörigen Fn.

1912 Zur Obergrenze von Abschlägen iRd. § 186 Abs. 3 S. 4 AktG s. bereits die obigen Nachw. in Fn. 1341.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

So sich die Scrip Dividend jedoch vermöge des Merkmals ‚echter' Optionalität charakterisiert findet[1913] und die mit dem *Treasury*-Instrument bezweckte adäquate Adressierung der heterogenen Ausschüttungspräferenzen des Aktionariats folglich nur dermaßen zu organisieren ist, dass sich Bar- und Aktienkomponente bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise annäherungsweise äquivalent lukrativ ausgestaltet finden, werden die Organe der emittierenden Gesellschaft iRd. Bemessung des Abschlags den Verwässerungseffekt für die die Bardividende beanspruchenden Aktionäre zu berücksichtigen haben. Aus diesem Grund heraus, aber auch aufgrund dessen, dass ein höherer Abschlag schließlich auch den Platzierungserlös mindert, dürfte die Gewährung von Discounts von mehr als 5 % in der Praxis der absolute Ausnahmefall bleiben.[1914]

(1) Beschlussfassung des Vorstands über die konkreten Bezugsbedingungen

Im weiteren Verlauf der Transaktionsimplementierung hat der Vorstand sodann entsprechend der Vorsehungen im veröffentlichten Bezugsangebot, das in diesem Hinblick zum Zwecke der Minimierung von Wertschwankungen und Spekulationen sowie zur Reduktion des entsprechend erforderlichen Sicherheitsabschlags[1915] iaR. die Ausschöpfung der Frist des § 186 Abs. 2 S. 2 AktG und damit eine Bekanntmachung zum spätestmöglichen Termin, also drei Tage vor Ablauf der Bezugsfrist vorsieht, per Beschluss die konkreten Bezugsbedingungen festzulegen, wobei der entsprechende Beschluss exempli gratia wie folgt gefasst werden könnte:

> Beschluss des Vorstands der [Name der Gesellschaft] vom [Datum der Beschlussfassung] zur Konkretisierung des Bezugsangebots iRd. Scrip Dividend-Offerte
>
> Zur Konkretisierung des Bezugsangebots iRd. Scrip Dividend-Offerte beschließt der Vorstand der Gesellschaft vorbehaltlich der Zustimmung des Finanzausschusses des Aufsichtsrats hiermit was folgt:

1913 Hierzu bereits in Kapitel B.III.2.e). Vgl. i.Ü. anstatt vieler *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 2.

1914 Hierzu soweit ersichtlich allein *Ries*, in: Schlitt/Grunewald, KapMR, S. 54; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689= *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 24.

1915 S. in diesem Kontext bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa)(2).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

1. Zur Konkretisierung des am [Datum der Veröffentlichung des Bezugsangebots] veröffentlichten Bezugsangebots und unter Bezugnahme auf den Beschluss des Vorstands der Gesellschaft vom [Datum der Fassung des in Bezug genommenen Vorstandsbeschlusses] zur Ausnutzung des genehmigten Kapitals [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals] legt der Vorstand folgendes fest:

   a) Die für den Bezug je einer Aktie zu leistende Sacheinlage besteht in [Bezugsverhältnis als absolute Zahl] durch den Beschluss der Hauptversammlung vom [Datum der Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses durch die Hauptversammlung] entstandenen Dividendenforderungen in Höhe von € [Dividendenforderung je dividendenberechtige Aktie in €] je dividendenberechtigter Aktie.

   b) Daraus ergibt sich ein Bezugspreis je Aktie von € [Bezugspreis in €], unbeschadet der Ausgabe der Aktien ohne Agio/Aufgeld zum Ausgabebetrag von € [rechnerischer Anteil je Stückaktie am Grundkapital in €] je Aktie.

   c) Die Aktien werden im Verhältnis [Bezugsverhältnis] angeboten.

2. Der Finanzausschuss des Aufsichtsrats wird gebeten, den Festlegungen gemäß Ziff. 1 zur Sacheinlage, zum Bezugspreis und zum Bezugsverhältnis zuzustimmen.

3. Am [Datum der Bekanntmachung der Festlegung des Bezugspreises und des sich daraus ergebenden Bezugsverhältnisses] – nach erfolgter Zustimmung des Finanzausschusses des Aufsichtsrats – werden die Festlegung nach Ziff. 1 gemäß den rechtlichen Anforderungen des § 186 Abs. 2 S. 2 AktG bekannt gemacht.

Ort, Datum, Unterschrift(en).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(2) Beschlussfassung des Finanzausschusses des Aufsichtsrats über die konkreten Bezugsbedingungen

Gleichsam könnte der erforderliche Zustimmungsbeschluss des Finanzausschusses des Aufsichtsrats[1916] bspw. wie folgt gefasst werden:

> Beschluss des Finanzausschusses des Aufsichtsrats der [Name der Gesellschaft] vom [Datum der Beschlussfassung] zur Konkretisierung des Bezugsangebots iRd. Scrip Dividend-Offerte
>
> Der Finanzausschuss hat – auf Grund der ihm am [Datum der Fassung des in Bezug genommenen Aufsichtsratsbeschlusses] vom Aufsichtsrat übertragenen Zustimmungs- und Beschlussbefugnisse – am [Datum der Beschlussfassung] den folgenden Beschluss gefasst[1917]:
>
> Beschlussfassung zur Konkretisierung des Bezugsangebots im Zusammenhang mit der Scrip Dividend-Offerte
>
> Beschluss:
>
> Zur Konkretisierung des am [Datum der Veröffentlichung des Bezugsangebots] veröffentlichten Bezugsangebots unter Bezugnahme auf den Beschluss des Aufsichtsrats der Gesellschaft vom [Datum der Fassung des in Bezug genommenen Aufsichtsratsbeschlusses] zur Ausnutzung des genehmigten Kapitals [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals] stimmt der Finanzausschuss den folgenden Festlegungen des Vorstands zu:
>
> 1. Die für den Bezug je einer Aktie zu leistende Sacheinlage besteht in [Bezugsverhältnis als absolute Zahl] durch den Beschluss der Hauptversammlung vom [Datum der Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses durch die Hauptversammlung] entstandenen Dividendenforderungen in Höhe von € [Dividendenforderung je dividendenberechtige Aktie in €] je dividendenberechtigter Aktie.
> 2. Daraus ergibt sich ein Bezugspreis je Aktie von € [Bezugspreis], unbeschadet der Ausgabe der Aktien ohne Agio/Aufgeld zum Ausga-

---

1916 Ausgehend von einer entsprechenden Kompetenzdelegation vom Aufsichtsrat auf den Finanzausschuss des Aufsichtsrats, vgl. hierzu bereits die Ausf. in Fn. 1889.

1917 Die betreffende Beschlussfassung dürfte in der Praxis häufig im schriftlichen Verfahren oder in einer per Telefonkonferenz abgehaltenen Sitzung erfolgen, was an dieser Stelle des Beschlusses ergänzende Erwähnung finden sollte.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bebetrag von € [rechnerischer Anteil je Stückaktie am Grundkapital in €] je Aktie.

3. Die Aktien werden im Verhältnis [Bezugsverhältnis] angeboten.

Ort, Datum, Unterschrift(en).

eee) Bezugs- bzw. Wahlrechtsausübung & Abgabe von Übertragungserklärungen

Während der im vorgehend thematisierten Bezugsangebot vorgesehenen Frist müssen sich die Aktionäre sodann zwischen dem Bezug der Dividende in bar und der im Kontext dieser mittels des Bezugsangebots angetragenen Aktienerwerbsoption entscheiden.[1918]

(1) Grundprinzipien

Die Ausübung bzw. Nichtausübung des Bezugs- bzw. Wahlrechts sowie die Abgabe von Übertragungs- und Unterlassungserklärungen und deren Konsequenzen betreffend ist zum Zwecke der Vermeidung von Wiederholungen grundsätzlich auf die obigen Ausführungen in Kapitel D.III.2.c)cc), dort insbesondere unter (1), zu verweisen.

Unterschiede zu den dortigen Ausführungen ergeben sich allein daraus, dass iRd. präsent thematisierten Struktur nicht *Treasury Shares* iSd. §§ 71 ff. AktG als Rekompens für die ‚Einbringung' der (Nettobar-[1919])Dividendenansprüche ausgegeben, sondern dass die zu gewährenden Aktien stattdessen – wie bereits ausgeführt – iRe. Sachkapitalerhöhung geschaffen werden.

Dergestalt kommt durch Ausübung des Bezugs- bzw. Wahlrechts, mithin durch Angebot und Annahme iSd. §§ 145 ff. BGB, kein Tauschvertrag iSd. § 480 BGB, sondern ein Zeichnungsvertrag iSd. § 185 AktG zustande, der einerseits zulasten der Gesellschaft die Pflicht begründet, dem Zeichner im Anschluss an die Durchführung der Kapitalerhöhung bzw. nach Börsenzulassung der neuen Aktien und Notierungsaufnahme im festgeleg-

1918 Auf die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.f)dd)ccc) zur Empfehlung, die Möglichkeit eines Widerrufs der Ausübungserklärung per entsprechender Regelung in den Bezugsbedingungen zu versagen, wird an dieser Stelle verwiesen.

1919 Hierzu schon die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ten Umfang Mitgliedschaftsrechte zuzuteilen, andererseits zulasten der betreffenden Aktionäre diejenige, Aktien im festgelegten Umfang zu übernehmen und die übernommene Einlage zu erbringen, mithin die Einbringung der (anteiligen[1920]) Dividendenansprüche als Sacheinlage iSd. § 205 AktG in korrespondierendem Umfang vorzunehmen.

Außerdem ergeben sich daraus, dass die iRd. Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage zu schaffenden, den bezugswilligen Anteilseignern im Gegenzug für die Einbringung der (anteiligen[1921]) Dividendenansprüche zu gewährenden, Aktien freilich erst nach Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung im Handelsregister bzw. nach Börsenzulassung der neuen Aktien und Notierungsaufnahme geliefert werden können, zwei weitere Besonderheiten. So wird erstens die Zeichnung aus vorbesagtem Grund iaR. unter die auflösende Bedingung (vgl. § 158 Abs. 2 BGB) gestellt, dass diese unverbindlich wird, so die Durchführung der Kapitalerhöhung nicht bis zu einem bestimmten Datum in das Handelsregister eingetragen ist (vgl. § 186 Abs. 1 S. 3 Nr. 4 AktG) und die Gesellschaft einen Antrag auf Zulassung der neuen Aktien an den Börsen gestellt hat.[1922] Zweitens gilt ähnliches aus selbigem Grund für die Übertragungserklärung: Die Abtretung der (Nettobar-[1923])Dividendenansprüche erfolgt in der Praxis iaR. aufschiebend bedingt iSd. § 158 Abs. 1 BGB auf die Anmeldung der Durchführung der Kapitalerhöhung zur Eintragung in das Handelsregister der Gesellschaft und auflösend bedingt iSv. § 158 Abs. 2 BGB durch die Nichteintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung in das Handelsregister der Gesellschaft.

(2) Exkurs: Einschaltung von Intermediären

Die in diesem Sachzusammenhang iaR. erfolgende Einschaltung von Intermediären betreffend ist zum Zwecke der Vermeidung von Wiederholun-

1920 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.
1921 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.
1922 Insofern verpflichtet sich die Gesellschaft im Transaktionsvertrag dazu, die erforderliche Anzahl von Aktien auszugeben sowie die Durchführung der Kapitalerhöhung umgehend nach Übergabe des Zeichnungsscheins durch die transaktionsbegleitende Bank und Abschluss des Einbringungsvertrags zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden. S. zum Ganzen die eingehenden Ausf. bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 692 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 42.
1923 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gen grundsätzlich auf die im Wesentlichen auf diese Konstellation übertragbaren obigen Ausführungen in Kapitel D.III.2.c)cc)aaa)(2) zu verweisen,[1924] wobei sich die vorbesagten Besonderheiten selbstredend in den zwischen der transaktionsbegleitenden Bank und der Gesellschaft vorzunehmenden Rechtsgeschäften widerspiegeln.

fff) Konkretisierung der ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung nach Ablauf der Bezugsfrist

Die mittels der bisher thematisierten Beschlussfassungen lediglich dynamisch präformierte Kapitalerhöhung haben Vorstand und Aufsichtsrat sodann nach Ablauf der Bezugsfrist, wenn also feststeht, wie viele Aktionäre sich für die Aktienkomponente entschieden haben und zu diesem Zweck ihre (Nettobar-[1925])Dividendenansprüche (an die Transaktionsbank) abgetreten haben, in Anbetracht des festgestellten Zeichnungsergebnisses durch entsprechende Beschlussfassungen zu konkretisieren.

(1) Beschlussfassung des Vorstands zur Konkretisierung der ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung nach Ablauf der Bezugsfrist

Der Vorstandsbeschluss zur Konkretisierung der bisher lediglich dynamisch präformierten ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung könnte hierbei exempli gratia wie folgt gefasst werden:

> Beschluss des Vorstands der [Name der Gesellschaft] vom [Datum der Beschlussfassung] zur Konkretisierung der Kapitalerhöhung iRd. Scrip Dividend-Offerte
>
> Zur Konkretisierung der Kapitalerhöhung iRd. Scrip Dividend-Offerte beschließt der Vorstand der Gesellschaft vorbehaltlich der Zustimmung des Finanzausschusses des Aufsichtsrats hiermit was folgt:
>
> 1. In Konkretisierung von Ziff. 1 des Beschlusses des Vorstands der Gesellschaft vom [Datum der Fassung des in Bezug genommenen Vorstandsbeschlusses] zur Ausnutzung des genehmigten Kapitals [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals] wird das Grundka-

1924 Vgl. in diesem Kontext auch den Nachw. oben in Fn. 1625.
1925 Hierzu schon die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

pital der Gesellschaft unter Ausnutzung des genehmigten Kapitals [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals] von € [aktuelles Grundkapital in €] um € [Erhöhungsbetrag] auf € [neues Grundkapital] durch Ausgabe von [Anzahl neu auszugebender Stückaktien] neuen, auf den Namen lautenden, Stückaktien (Stammaktien ohne Nennbetrag) mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von € [rechnerischer Anteil je Stückaktie am Grundkapital in €] je Stückaktie gegen Sacheinlagen erhöht („neue Aktien").

2. In Konkretisierung von Ziff. 3 des Beschlusses des Vorstands der Gesellschaft vom [Datum der Fassung des in Bezug genommenen Vorstandsbeschlusses] zur Ausnutzung des genehmigten Kapitals [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals] erfolgt die Ausgabe der neuen Aktien gegen Einbringung (Sacheinlage) von durch den Beschluss der Hauptversammlung vom [Datum der Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses durch die Hauptversammlung] über die Verwendung des Bilanzgewinns des Geschäftsjahres [Jahr] entstandenen Dividendenforderungen in Höhe von € [Dividendenforderung je dividendenberechtige Aktie in €] je dividendenberechtigter Aktie aus insgesamt [Anzahl derjenigen Aktien, für die das angetragene Wahlrecht zugunsten der Aktienkomponente ausgeübt wurde] Aktien in einer Gesamtsumme von € [Betrag der als Sacheinlage einzubringenden Dividendenforderungen] durch die [Name und Anschrift der emissionsbegleitenden Bank].

3. Im Übrigen gilt der Beschluss des Vorstands der Gesellschaft vom [Datum der Fassung des in Bezug genommenen Vorstandsbeschlusses] zur Ausnutzung des genehmigten Kapitals [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals] unverändert fort.

4. Die Gesellschaft schließt mit der [Name der transaktionsbegleitenden Bank] einen Einbringungsvertrag, dessen Entwurf diesem Beschluss als Anlage beigefügt ist. Die in Vollzug des Einbringungsvertrags auf die Gesellschaft übertragenen Dividendenforderungen erlöschen mit der Übertragung durch Konfusion.

Anlage: Entwurf des Einbringungsvertrags

Ort, Datum, Unterschrift(en).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(2) Beschlussfassung des Finanzausschusses des Aufsichtsrats zur Konkretisierung der Kapitalerhöhung & zur Satzungsänderung nach Ablauf der Bezugsfrist

Der Zustimmungsbeschluss des Finanzausschusses des Aufsichtsrats[1926] könnte sodann bspw. wie folgt gefasst werden:

> Beschluss des Finanzausschusses des Aufsichtsrats der [Name der Gesellschaft] vom [Datum der Beschlussfassung] zur Konkretisierung der Kapitalerhöhung iRd. Scrip Dividend-Offerte
>
> Der Finanzausschuss des Aufsichtsrats hat – auf Grund der ihm am [Datum der in Bezug genommenen Beschlussfassung des Aufsichtsrats] vom Aufsichtsrat übertragenen Zustimmungs- und Beschlussbefugnisse – am [Datum] den folgenden Beschluss gefasst[1927]:
>
> Beschlussfassung zur Konkretisierung der Kapitalerhöhung und zur Änderung der Satzungsfassung im Zusammenhang mit der Scrip Dividend-Offerte
>
> Beschluss:
>
> 1. Der Finanzausschuss des Aufsichtsrats stimmt dem Beschluss des Vorstands zur Ausgabe von [Anzahl neuer Aktien] neuen, auf den Namen lautenden, Stückaktien unter Ausnutzung des genehmigten Kapitals [Jahr der Schaffung des genehmigten Kapitals] gemäß dem als Anlage beigefügten finalen Entwurf zu.
> 2. Die Fassung der Satzung der Gesellschaft wird wie folgt geändert:
>
> a) § [Regelung zum Grundkapital der Gesellschaft] der Satzung erhält folgende neue Fassung:
>
> Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt € [neues, sich nach Durchführung der Kapitalerhöhung ergebendes Grundkapital in €] (in Worten: [Betrag in Worten]). Es ist eingeteilt in [Anzahl der ausgegeben Stückaktien] (in Worten: [Anzahl der ausgegebenen Stückaktien in Worten]) Stückaktien.

1926 Ausgehend von einer entsprechenden Kompetenzdelegation vom Aufsichtsrat auf den Finanzausschuss des Aufsichtsrats, vgl. hierzu bereits die Ausf. in Fn. 1889.

1927 Die betreffende Beschlussfassung dürfte in der Praxis häufig im schriftlichen Verfahren oder in einer per Telefonkonferenz abgehaltenen Sitzung erfolgen, was im Beschluss ergänzende Erwähnung finden sollte.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

b) § [Regelung zum genehmigten Kapital] der Satzung der Gesellschaft erhält folgende neue Fassung:

Der Vorstand ist ermächtigt, das Grundkapital in der Zeit bis zum [Datum, an dem das genehmigte Kapital ausläuft] mit Zustimmung des Aufsichtsrats um bis zu € [dem Volumen nach verbleibendes genehmigtes Kapital in €] durch Ausgabe von bis zu [Anzahl der Stückaktien, die unter Rückgriff auf das (verbleibende) genehmigte Kapital ausgegeben werden können] auf den Namen lautende Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen zu erhöhen.

Anlage: Beschluss des Vorstands der [Name der Gesellschaft] vom [Datum der Fassung des in Bezug genommenen Vorstandsbeschlusses] zur Konkretisierung der Kapitalerhöhung iRd. Scrip Dividend-Offerte

Ort, Datum, Unterschrift(en).

ggg) Einbringung & Bewertung der Sacheinlage

Im Anschluss hieran unterzeichnet die Transaktionsbank in ihrer Funktion als *Subscription Agent* den Zeichnungsschein und schließt mit der Gesellschaft einen Einbringungsvertrag[1928], auf Grundlage dessen letztere die (Nettobar-[1929])Dividendenansprüche (in der Praxis aufschiebend bedingt iSd. § 158 Abs. 1 BGB auf die Anmeldung der Durchführung der Kapitalerhöhung zur Eintragung in das Handelsregister der Gesellschaft und auflösend iSv. § 158 Abs. 2 BGB bedingt durch die Nichteintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung in das Handelsregister der Gesellschaft) mit der Konsequenz, dass sich Forderung und Schuld (mit Eintragung der Kapitalerhöhung ins Handelsregister) vereinen und die Dividendenforderungen infolge durch Konfusion bei der Gesellschaft erlöschen, treuhänderisch im eigenen Namen auf Rechnung der beziehenden Aktionäre, also

1928 Vgl. in diesem Kontext auch die ergänzenden Ausf. und Verw. in Fn. 1714.
1929 Hierzu schon die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

derjenigen, die die (Nettobar-[1930])Dividendenansprüche auf die Bank übertragen haben, als Sacheinlage in die Gesellschaft einbringt.[1931]

Hierbei stellt die infolge der Zession der (anteiligen[1932]) Dividendenansprüche durch Konfusion eintretende Befreiung der Gesellschaft von den entsprechenden Ausschüttungsansprüchen der Aktionäre korporationsrechtlich den Wert der Sacheinlage dar.[1933]

(1) Kontrolle der ‚Angemessenheit' der Abbildung des Bilanzgewinns in Anlehnung an die §§ 207 ff. AktG

Infolgedessen sind grundsätzlich die Sacheinlagekautelen zur Anwendung berufen. Allerdings wird man vor dem Hintergrund der bereits aufgezeigten Nähe des ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahrens zur Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln kritisch fragen müssen, ob es die Besonderheit der Sacheinlage (Dividendenansprüche) nicht rechtfertigt, die Regeln zur Sachkapitalerhöhung mutatis mutandis in lediglich reduzierter Form anzuwenden.[1934]

Diesbezüglich vermag es nach hier vertretener Auffassung zu überzeugen, in Anlehnung an die Vorschriften über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff. AktG) eine zweifache Angemessenheitskontrolle der Abbildung des auszuschüttenden Bilanzgewinns an die Stelle der üblicherweise vorzunehmenden Sacheinlageprüfung treten zu lassen.[1935]

1930 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1931 S. dazu auch die Ausf. bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 690 und 692.= *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 30 und 43.

1932 S. dazu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1933 Vgl. hierzu auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 646; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 690 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 29.

1934 Dahingehend wohl auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 652.

1935 Vgl. in diesem Sachzusammenhang auch die Ausf. in BGH, Urt. v. 26.05.1997 – II ZR 69/96, NJW 1997, 2516, 2517. Wie vorstehend auch der Vorschlag von *Lutter/Zöllner*, ZGR 1996, 164, 187 f. zum ‚Ausschüttungs-Rückhol'-Verfahren. Diesem zustimmend *Röhricht*, in: GK[4], AktG, § 27 Rn. 210, der formuliert, dass das „[...] Bestehen auf eine weiteren [sic.] Prüfung [in dieser Konstellation] auf eine ebenso überflüssige wie für die Gesellschaft lästige Formalie hinaus[liefe]." Ein ähnliches wie das nachfolgend vorgeschlagene, auf der Kombination aus Offenlegung des Vorgangs und Vorlage einer testierten Bilanz zum Zwecke des Nachweises der Werthaltigkeit der einzubringenden Forderungen beruhendes, Verfahren hat auch bereits das OLG Köln, Urt. v. 13.02.1996 – 3 U 98/95, GmbHR 1996, 682, wenn auch betreffend die GmbH, gebilligt. Zur ent-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Die Vollwertigkeit der einzubringenden (anteiligen[1936]) Bardividendenansprüche soll demnach in der präsent thematisierten Konstellation erstens dadurch sichergestellt werden, dass die Kapitalerhöhung analog § 209 Abs. 1–3 AktG auf einer mit dem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfers versehenen Bilanz fußt, deren Stichtag entsprechend §§ 209 Abs. 1, 210 Abs. 2 AktG höchstens acht Monate vor der Anmeldung der Kapitalerhöhung zum Handelsregister liegt und die einen ausschüttbaren Bilanzgewinn ausweist, der mindestens der Höhe der zur Ausschüttung beschlossene Dividende entspricht, sowie zweitens dadurch, dass Vorstand und Vorsitzender des Aufsichtsrats analog §§ 210 Abs. 1 S. 2, 207 Abs. 2 S. 1 AktG iVm. § 184 Abs. 1 AktG in der Anmeldung zum Handelsregister zum Zwecke der Sicherstellung, dass der in der geprüften Bilanz ausgewiesene Bilanzgewinn im Zeitpunkt der Anmeldung der Kapitalerhöhung zum Handelsregister tatsächlich im Gesellschaftsvermögen vorhanden ist, mithin dass zwischen dem Zeitpunkt der Erstellung der Bilanz und demjenigen der Eintragung der Kapitalerhöhung keine Fehlbeträge entstanden sind, für deren Deckung der Bilanzgewinn ganz oder teilweise benötigt wird,[1937] erklären, dass nach ihrer Kenntnis seit dem Stichtag der zugrunde gelegten Bilanz bis zum Tag der Anmeldung keine Vermögensminderung eingetreten ist, die der Kapitalerhöhung entgegenstünde, wenn sie am Tag der Anmeldung beschlossen worden wäre.

Analog zu den Ausführungen in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(5)(e)(ff) kann der Praxis dieses Vorgehen allerdings aufgrund der diesbezüglich ungeklärten Rechtslage nur äußerst bedingt empfohlen werden, wenn auch freilich vieles für dessen Zulässigkeit sprechen mag und diese der hier vertretenen Auffassung nach gegeben ist.

(2) Anwendung der Sacheinlagekautelen

Lässt man daher ungeachtet der bilanziellen Sonderstellung des Bilanzgewinns, aus dem die betreffenden Dividendenansprüche zu befriedigen sind bzw. wären, wie für die Einbringung einer jeder anderen Forderung auch,

---

sprechenden Stoßrichtung im Kontext der Scrip Dividend soweit ersichtlich allein *Krause*, ZHR 2017, 641, 652.

1936 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1937 Vgl. e.g. *Hirte*, in: GK, AktG, § 210 Rn. 24; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 210 Rn. 4; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 51; *Simons*, in: Hölters, AktG, § 210 Rn. 7.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

die Sacheinlagekautelen zur Anwendung gelangen, so hat im Verfahren des § 205 AktG iVm. §§ 33 Abs. 3–5, 34 und 35 AktG eine Sacheinlageprüfung durch einen unabhängigen, vom Registergericht auf Vorschlag der Gesellschaft zu bestellenden, (Wirtschafts-)Prüfer[1938], vgl. § 205 Abs. 5 S. 1 Hs. 1 AktG, stattzufinden, deren Gegenstand die Feststellung der Werthaltigkeit bzw. die Überprüfung der Vollwertigkeit der einzubringenden (Nettobar-[1939])Dividendenansprüche ist.[1940]

Hierbei finden die allgemeinen Grundsätze der Forderungsbewertung Anwendung.[1941] Eine Forderung ist nach herrschender Auffassung[1942] werthaltig, wenn sie (1) rechtlich entstanden, (2) liquide, d.h. rechtlich durchsetzbar, und (3) vollwertig ist.

Schwierigkeiten bereitet in diesem Sachzusammenhang allein die Vollwertigkeitsprüfung, ist bzgl. derer doch leider zu konstatieren, dass das Aktiengesetz Bestimmungen über die Art und Weise der Bewertung von Sacheinlagen zum Zwecke des Nachweises der Kapitalaufbringung vermissen lässt. Ebenso wenig enthalten die Vorschriften über die Kapitalaufbringung in anderen Gesetzen, wie insbesondere dem GmbHG und dem UmwG, entsprechende Bestimmungen. Und auch aus den Materialien zu vorgenannten Gesetzen ergeben sich keinerlei Anhaltspunkte für einen oder mehrere zulässige Bewertungsmaßstäbe.

Der hM. in Rechtsprechung und Schrifttum nach sind Forderungen, die gegen die ihr Kapital erhöhende Gesellschaft bestehen, vollwertig, wenn und soweit sie die Schuldnerin mit ihrem Vermögen erfüllen kann. Entscheidend für die Beurteilung der Vollwertigkeit ist nach allgemeiner Auffassung der Wert, den die Verminderung der Passiva für die Gesellschaftsgläubiger hat.[1943]

1938 Diesbezüglich bestehen grundsätzlich keine Bedenken dagegen, dass die Rolle vom Abschlussprüfer der Gesellschaft übernommen wird, vgl. *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 690, dort mwN. in Fn. 43 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 29, dort mwN. in Fn. 43.

1939 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1940 S. hierzu auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 646; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 690 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 29.

1941 Vgl. hierzu anstatt vieler die Ausf. bei *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 27 Rn. 17 mwN.

1942 Grundlegend hierzu *Priester*, DB 2010, 1445, 1447 f.

1943 Mit den Worten des BGH, vgl. BGH, Urt. v. 15.01.1990 – II ZR 164/88, NJW 1990, 982, 985: „Der Aktionär kann eine Umwandlung seiner Darlehensforderung nur in einer Höhe verlangen, in der die Gesellschaft sie entsprechend ihrem Leistungsvermögen erfüllen kann; danach bemißt sich ihre Werthaltigkeit [...].“. Vgl. ferner auch die Ausf. bei *Krause*, ZHR 2017, 641, 646; *Schlitt/*

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Der Begriff der Vollwertigkeit öffnet sich insofern vornehmlich einer vermögens-, nicht hingegen einer liquiditätsorientierten Betrachtung[1944],[1945] wobei nach ganz herrschender Auffassung[1946] zur Sicherung der realen Aufbringung des Grundkapitals (und eines etwaigen korporativen bzw. schuldrechtlichen, vgl. § 9 Abs. 2 AktG, Agios) sowie zum Schutze der Gesellschaft und ihrer Gläubiger als Höchstwert der Verkehrswert des Schuldnervermögens maßgeblich ist.

Gleichwohl kann diesbezüglich mit Blick auf § 69 Abs. 1 S. 1 Hs. 2 UmwG, mittels dessen der umwandlungsrechtliche Gesetzgeber statuiert, dass die nach den handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften aufzustellende Schlussbilanz nach § 17 Abs. 2 S. 1 UmwG als Wertnachweisunterlage bei einer ihr Grundkapital erhöhenden Aktiengesellschaft ausreichend ist, so das Gericht nicht an der Werthaltigkeit Zweifel hat, sowie in Anbetracht des Umstandes, dass die grundsätzliche Akzeptanz des Buchwerts als Bewertungsmaßstabs vom deutschen Gesetzgeber auch insofern für die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff. AktG, §§ 57c ff. GmbHG) bestimmt wird, als dieser eine geprüfte Bilanz zugrunde zu legen ist,[1947] zur Feststellung der Vermögensdeckung jedenfalls dann das handelsrechtliche Buchreinvermögen der Zahlungsschuldnerin herangezogen werden, wenn von der Fortführung der (Schuldner-)Gesellschaft iSd. § 252 Abs. 1 Nr. 2 HGB auszugehen und ein handelsrechtliches Reinver-

---

Kreymborg, AG 2018, 685, 690 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 29.

1944 Vgl. bereits BGH, Urt. v. 26.03.1984 – II ZR 14/84, NJW 1984, 1891 ff.; *Priester*, DB 2010, 1445, 1448; *ders.*, FS Döllerer, S. 475, 478 f. (dort zur GmbH). Zu weiteren Detailfragen etwa *Arnold*, in: FS Hoffmann-Becking, S. 29, 33 ff. Zu den Besonderheiten bei stillen Beteiligungen und partialischen Darlehen *Ekkenga*, ZGR 2009, 581, 589 ff.

1945 S. *Krause*, ZHR 2017, 641, 646 f.

1946 S. BGH, Beschl. v. 10.07.2012 – II ZR 212/10, DB 2012, 2157, 2159, 2160; *Seibt/Schulz*, CFL 2012, 313 ff. Grundlegend hierzu *Priester*, DB 2010, 1445 ff. mwN. Vgl. ferner auch Begr. RegE ESU zu § 225a InsO, BT-Drs. 17/5712, S. 32.

1947 So wie es bei der Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen zum Schutz der Gläubiger darum geht, deren reale Aufbringung zu gewährleisten, muss bei der nominellen Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln sichergestellt sein, dass die in gezeichnetes Kapital umzuwandelnden Eigenmittel auch tatsächlich vorhanden, d.h. durch Aktivvermögen gedeckt sind. Vgl. hierzu bereits die vorgehenden Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)ggg)(1).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

mögen vorhanden ist, welches den nachzuweisenden Kapitalerhöhungsbetrag der zu gewährenden Aktien deutlich, d.h. zweifelsfrei, deckt.[1948]

Gleichwohl gilt es aber aufgrund des Erfordernisses der realen, d.h. materiellen, Kapitalaufbringung unter Berücksichtigung der Höhe des Betrags des bilanziellen ‚Deckungspuffers' und der Qualität des Aktivvermögens und Fremdkapitals sowie möglicher weiterer nicht bilanzierungspflichtiger Risikosachverhalte und stiller Reserven hinreichende Sicherheit darüber zu gewinnen, dass insgesamt keine Anhaltspunkte für begründete Zweifel an der realen Aufbringung des Grundkapitalerhöhungsbetrags (zzgl. eines etwaigen korporativen bzw. schuldrechtlichen, vgl. § 9 Abs. 2 AktG, Agios) für die zu gewährenden Aktien bestehen.

Letzteres gilt insbesondere im Hinblick auf (1) die Annahme der Fortführung der Unternehmenstätigkeit nach § 252 Abs. 1 Nr. 2 HGB, (2) das für Vermögensgegenstände des Anlagevermögens iSd. § 266 Abs. 2 A. HGB geltende (gemilderte) Niederstwertprinzip, vgl. § 253 Abs. 3 S. 5 HGB, (3) Vermögensgegenstände, deren Aktivierung aufgrund ihrer fehlenden Marktprobe als unsicher betrachtet werden und daher einer Ausschüttungssperre nach § 268 Abs. 8 HGB begründen, (4) stille, d.h. nicht bilanzierungspflichtige Lasten (z.B. aus Rechtsstreitigkeiten, Haftungsverhältnissen oder Pensionen), (5) Hybridkapital, das zwar handelsbilanziell im Eigenkapital zu buchen ist, aber wirtschaftlich Fremdkapital darstellt (z.B. stille Einlagen/Genussrechtskapital).

Bei alledem sollte sich die Vollwertigkeitsprüfung infolge der diesbezüglich umstrittenen Rechtslage[1949] jedenfalls nicht auf die Feststellung beschränken, dass der Wert der einzubringenden Forderungen den geringsten Ausgabebetrag iSv. § 9 Abs. 1 AktG, mithin den Grundkapitalerhöhungsbetrag der dafür zu gewährenden Aktien, erreicht, sondern auf das (korporative, vgl. § 9 Abs. 2 AktG, bzw. schuldrechtliche) Agio, d.h. den Unterschiedsbetrag zwischen dem geringsten Ausgabebetrag iSv. § 9 Abs. 1 AktG und dem Bezugspreis, erstreckt werden.

Ob auch das Vorhandensein hinreichender liquider Mittel zur Bedienung aller aktuell fälligen Verbindlichkeiten einschließlich der mit den Einlageforderungen korrespondierenden Verbindlichkeiten als Erfordernis

---

1948 Vgl. hierzu auch jüngst OLG Rostock, Beschl. v. 19.05.2016 – 1 W 4/15, DB 2016, 2894, 2896. Ferner OLG Frankfurt a.M., Beschl. v. 19.03.2015 – 20 W 160/13, DB 2015, 2320, 232.

1949 Zum umstrittenen spezifischen Prüfungszweck bzw. -gegenstand s. bereits die Ausf. in Fn. 754, die zwar § 183 Abs. 3 AktG betreffen, jedoch aufgrund des nahezu identischen Wortlauts des § 205 Abs. 5 AktG ohne Weiteres auf letzteren übertragbar sind.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

für die Vollwertigkeit angenommen werden muss, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt.[1950] Aus Gründen der Rechtssicherheit sollte daher vorsorglich auch geprüft werden, ob die kapitalerhöhende Gesellschaft über hinreichende Liquidität verfügt (oder sich diese beschaffen kann), um die (anteiligen[1951])Dividendenforderungen in Höhe des Grundkapitalerhöhungsbetrags (zzgl. eines etwaigen korporativen bzw. schuldrechtlichen, vgl. § 9 Abs. 2 AktG, Agios) bedienen zu können und hierdurch die Liquiditätslage der Gesellschaft nicht gefährdet wird.

hhh) Durchführung der Kapitalerhöhung

Nach erfolgter Zeichnung sowie nach Einbringung der (anteiligen[1952])Dividendenforderungen durch die beziehenden Aktionäre ist die Durchführung der Kapitalerhöhung gemäß § 203 Abs. 1 S. 1 AktG iVm. § 188 Abs. 1 AktG schließlich seitens des Vorstands und des Vorsitzenden des Aufsichtsrats zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden.

Diese Anmeldung hat üblicherweise in einer Art Vorbemerkung allgemeine Ausführungen zum vorhandenen genehmigten Kapital sowie zur geplanten Kapitalmaßnahme, sprich der Ausnutzung des genehmigten Kapitals iRe. Sachkapitalerhöhung zum Zwecke einer Scrip Dividend-Offerte, zu enthalten.

Ferner wird darin idR. in einem zweiten Teil in verkürzter Form der Inhalt der Beschlüsse von Vorstand und Aufsichtsrat über die (teilweise) Ausnutzung des genehmigten Kapitals gegen Sacheinlage wiedergegeben und es werden die in die in diesem Zusammenhang erforderlichen Erklärungen abgegeben, sprich dass sämtliche auszugebenden Aktien gezeichnet worden sind, dass der Wert der vereinbarten Sacheinlage dem auf die dafür gewährten neuen Aktien entfallenden anteiligen Betrag des Grundkapitals entspricht (§§ 203 Abs. 1 S. 1, 188 Abs. 2, 37 Abs. 1, 36a Abs. 2 S. 3 AktG) und dies von einem gerichtlich geprüften Sacheinlageprüfer bestätigt wurde sowie dass auch im Übrigen die Voraussetzungen des § 36a

1950 S. *Seibt/Schulz*, CFL 2012, 313, 326. Grundlegend hierzu *Priester*, DB 2010, 1447 f. mwN.; BGH, Beschl. v. 10.07.2012 – II ZR 212/10, DB 2012, 2157, 2159, 2160. Vgl. ferner auch die obigen Nachw. in Fn. 1944 und 1945.

1951 S. hierzu bereits die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

1952 S. hierzu bereits die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

AktG erfüllt sind (§ 203 Abs. 1 S. 1, 188 Abs. 2, 37 Abs. 1 S. 1 AktG), mithin v.a. dass die Sacheinlagen zur freien Verfügung des Vorstands stehen.

In einem dritten Teil werden sodann die aus der Durchführung der Kapitalerhöhung resultierenden Satzungsänderungen mitgeteilt.

Hierbei sind der Anmeldung zum Handelsregister in Anlage neben dem Bezugsangebot der Beschluss des Vorstands über die ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen sowie der korrespondierende Zustimmungsbeschluss des Aufsichtsrats, je nachdem, so Bezugspreis und -verhältnis unter Inanspruchnahme des sog. ‚flexiblen Preisfestsetzungsverfahrens' gemäß § 186 Abs. 2 S. 2 AktG nicht bereits mit Veröffentlichung des Bezugsangebots bekannt gegeben wurden, die Beschlüsse von Vorstand und Aufsichtsrat zur Konkretisierung der Bezugsbedingungen, sowie in jedem Fall die Beschlüsse von Vorstand und Aufsichtsrat zur Konkretisierung der ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung nach Ablauf der Bezugsfrist und analog § 181 Abs. 1 S. 2 AktG die Neufassung der infolge der Kapitalerhöhung unrichtig werdenden Satzung mit notarieller Vollständigkeitsbescheinigung beizulegen.

Daneben sind mit der Anmeldung zum Handelsregister gemäß § 203 Abs. 1 S. 1 AktG iVm. § 188 Abs. 3 AktG die Zweitschriften der Zeichnungsscheine bzw. des Zeichnungsscheins sowie ein vom Vorstand unterschriebenes Verzeichnis der Zeichner, das die auf jeden entfallenden Aktien und die auf sie geleisteten Einzahlungen angibt (§ 188 Abs. 3 Nr. 1 AktG), der Bericht des Sacheinlageprüfers, Abschriften der Einbringungsverträge bzw. des Einbringungsvertrags, sprich desjenigen Vertrags bzw. derjenigen Verträge, die den Festsetzungen nach § 183 AktG zugrunde liegen oder zu ihrer Ausführung geschlossen worden sind (§ 188 Abs. 3 Nr. 2 AktG), sowie eine Berechnung der Kosten, die für die Gesellschaft durch die Ausgabe der neuen Aktien entstehen werden (§ 188 Abs. 3 Nr. 3 AktG), einzureichen.

Nach erfolgreicher Anmeldung wird die Kapitalerhöhung schließlich vom Registergereicht eingetragen. Mit Eintragung ist die Kapitalerhöhung gemäß § 203 Abs. 1 S. 1 AktG iVm. § 189 AktG wirksam durchgeführt. Die neuen Aktien können infolge am der Eintragung in das Handelsregister nachfolgenden Tag an der Börse zugelassen werden.[1953]

1953 Vgl. dazu auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 690 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 31.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

iii) *Settlement*: Lieferung der Aktien & Ausschüttung der Bardividende

Im Anschluss hieran, in der Praxis meist zwei Tage nach Durchführung der Kapitalerhöhung, erfolgt – nach Börsenzulassung der neuen Aktien und Notierungsaufnahme – die Lieferung der neuen Aktien durch die Transaktionsbank (in deren Funktion als *Settlement Agent*) in die Depots der berechtigten Aktionäre.[1954]

Soweit auf Grundlage des sich aus dem Verhältnis von Dividendenanspruch pro Anteil zu Börsenwert der Aktie errechnenden Umtauschverhältnisses (Nettobar-[1955])Dividendenansprüche oder auch nur Teile davon verbleiben, für die keine ganze neue Aktie gewährt werden kann, werden die verbleibenden (anteiligen[1956]) Dividendenansprüche an dem im Gewinnverwendungsbeschluss festgelegten (hinausgeschobenen) Fälligkeitstag mittels Restausgleich in bar abgegolten.[1957] Des Weiteren erfolgt an selbigem Tage zugunsten derjenigen Aktionäre, die sich gegen die Aktienkomponente entschieden haben bzw. zugunsten derjenigen Anteilseigner, die während der Bezugsfrist untätig geblieben sind, die Ausschüttung der regulären Bardividende.[1958]

jjj) Exkurs: Teleologische Extension des Gutglaubensschutzes des § 62 Abs. 1 S. 2 AktG auf den Sacheinleger/Empfänger der jungen Aktien

Schließlich stellt sich im präsenten Kontext – analog zu der in Kapitel D.III.2.e) aufgeworfenen Problematik – die Frage, welche Implikationen § 62 Abs. 1 S. 2 AktG im Hinblick auf eine erfolgreiche Klage gegen den Gewinnverwendungsbeschluss hat, der die Bardividendenansprüche zur Entstehung hat gelangen lassen, die als Sacheinlage iSd. § 183 AktG bzw. § 205 AktG, jeweils iVm. §§ 33 Abs. 3–5, 34 und 35 AktG, gegen Gewährung von neuen Aktien eingebracht wurden, sprich ob der dort geregelte Gutglaubensschutz iSe. teleologischen Extension des Anwendungsbereichs

---

1954 Vgl. hierzu auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 690 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 31.

1955 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1956 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.

1957 Vgl. dazu auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 690 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 32.

1958 Vgl. dazu auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 690 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 32.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

der Norm auf den Erbringer der Sacheinlage/den Empfänger der neuen Aktien bzw. den Differenzhaftungsanspruch[1959] auszudehnen ist.

Anders als iRd. in Kapitel D.III.2.e) thematisierten Konstellation ist in der präsenten jedoch nicht das Kapitalerhaltungs-, sondern das Kapitalaufbringungsrecht betroffen. Wird der Gewinnverwendungsbeschluss wirksam angefochten oder dessen Nichtigkeit festgestellt, sind die Bardividendenansprüche nicht entstanden, die der Gesellschaft im Zeichnungsvertrag versprochene Sacheinlage infolge nicht erbracht.[1960]

Hierin jedoch liegt im Ergebnis ein rein technischer Unterschied, der die oben geführten Argumente für eine teleologische Extension des Anwendungsbereichs der Norm auch auf den Erbringer der Sacheinlage/den Empfänger der neuen Aktien bzw. den Differenzhaftungsanspruch nicht zu entkräften bzw. eine abweichende Bewertung nicht zu rechtfertigen vermag.

Der Gutglaubensschutz des § 62 Abs. 1 S. 2 AktG ist daher richtigerweise iSe. teleologischen Extension des Anwendungsbereichs der Norm auch auf den Erbringer der Sacheinlage/den Empfänger der neuen Aktien bzw. den Differenzhaftungsanspruch zu erstrecken.

Selbst wenn eine etwaige Klage gegen den Gewinnverwendungsbeschluss also Erfolg hat, ist die Gegenleistung für die Gewährung der neuen

---

1959 Differenzhaftung bezeichnet die Haftung des Sacheinlegers gegenüber dem Emittenten für die Differenz zwischen dem Wert der Sacheinlage und dem Ausgabebetrag bzw. dem Bezugspreis (vgl. in diesem Kontext bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)ggg)(2) mwN. in Fn. 1949), wobei der Sacheinleger das Risiko einer entsprechenden Haftung durch (1) die Vereinbarung einer Gewährleistung des Emittenten, (2) die Einholung einer Legal Opinion des Emittenten von seinem Rechtsberater, (3) die Vereinbarung einer vertraglichen Pflicht des Emittenten zur Verteidigung gegen etwaige Klagen bis zur letzten Instanz sowie die Verpflichtung zur Neufassung entsprechender Beschlüsse soweit möglich, (4) die vertragliche Klarstellung, dass die Aktienausgabe zum geringsten Ausgabebetrag erfolgt und eine etwaige Differenz zum Bezugspreis kein echtes Agio darstellt, (5) die vertragliche Zusicherung des Emittenten, Differenzbeträge zwischen geringstem Ausgabebetrag und Bezugspreis in die Kapitalrücklage gemäß § 272 Abs. 2 Nr. 4 AktG einzustellen sowie (6) eine Berücksichtigung der Problematik im Werthaltigkeitsgutachten des Sacheinlageprüfers (vgl. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)ggg)(2)) minimieren kann.

1960 Im Falle der Einschaltung einer transaktionsbegleitenden Bank als Intermediär (vgl. hierzu bereits die Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)eee)(2)) trägt diese zwingend die Differenzhaftung (vgl. dazu bereits die Ausf. in Fn. 1959).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Aktien erbracht, während die Gesellschaft die Eigenkapitalpositionen, die für die Ausschüttung vorgesehen waren, behält.[1961]

kkk) Validität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments

Was final die auch bzgl. dieser Spielart zu analysierende Validität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments betrifft, wurde bereits vorgehend in Kapitel D.III.3.b)cc), dort unmittelbar vor aaa), erläutert, dass diese infolgedessen, dass das Kapitalerhöhungsvolumen iRd. Konzeptualisierungsvariante grundsätzlich[1962] flexibel an die Nachfrage angepasst werden kann, weshalb es – und hierin liegt der zentrale Unterschied zu den bisher iRd. Arbeit thematisierten Strukturierungsvarianten – grundsätzlich keiner Angebotskontingentierung[1963] bedarf und entsprechend auch nicht zu einer Repartierung[1964] kommen muss, jedenfalls nicht iSd. Ausführungen in Kapitel D.III.1.g)aa) in Frage steht.

Anzweifeln könnte man das (vielfach propagierte[1965]) Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsargument allerdings vor dem Hintergrund der hohen Implementierungskosten[1966] und dem hierzu in Relation zu setzenden geringen Kapitalerhöhungsvolumen,[1967] letztlich also vor dem Hintergrund betriebswirtschaftlicher Kosten-Nutzen-Erwägungen.

Allerdings ist in diesem Kontext zunächst einmal festzuhalten, dass insofern die Frage der Wirtschaftlichkeit, die sich danach richtet, ob der Aufwand für die Durchführung der Transaktion in einem vernünftigen Verhältnis zur eingesparten Liquidität steht, mithin ob die Dividendenausschüttung in Anbetracht der Implementierungskosten[1968] überhaupt ein ausreichend großes Volumen hat sowie ob eine ‚rentierliche' Annahmequote zu erwarten ist, mit derjenigen nach der Liquiditätseinsparung vermischt wird.

1961 Ebenso *Krause*, ZHR 2017, 641, 647.
1962 Voraussetzung ist hierbei freilich, dass ausreichend genehmigtes Kapital vorhanden ist.
1963 Zu diesem Aspekt bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb)aaa).
1964 Dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb)ccc).
1965 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 25.
1966 Vgl. hierzu auch bereits die Ausf. oben in Kapitel C.III.2.a).
1967 Dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(b) sowie die Ausf. und Nachw. in Fn. 1348.
1968 Vgl. hierzu auch bereits die Ausf. oben in Kapitel C.III.2.a).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

In diesem Zusammenhang ist zwar nämlich richtig, dass sich der für die Implementierung des *Treasury*-Instruments anfallende Aufwand in weiten Teilen in einer Reduktion der flüssigen Mittel niederschlagen wird, sodass von einer Liquiditätsschonung bzw. -erhaltung nur dann die Rede sein kann, wenn die Einsparung an flüssigen Mitteln größer ist als der in Verbindung mit den Implementierungskosten[1969] verursachte Liquiditätsabfluss[1970], doch dürfte in der Praxis kein Unternehmen das Angebot einer Scrip Dividend erwägen, wenn nicht zumindest diese Prämisse erfüllt ist.

Dennoch ist es in diesem Kontext mehr als legitim, die Frage aufzuwerfen, ob bzw. inwieweit das Unternehmen nicht besser unabhängig von der Dividendenzahlung eine solide Stärkung der Kapitalbasis mittels einer von der Dividendenzahlung unabhängigen, gemäß Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. a) EU-ProspektVO prospektfreien,[1971] 10 %-Kapitalerhöhung herbeiführt,[1972] anstatt auf die durchaus kostenintensive Implementierung einer Scrip Dividend, die idR. in einem Kapitalerhöhungsvolumen von 1,5–3 % resultieren dürfte,[1973] ‚auszuweichen'.

So dürften zwar die Kosten einer 10 %-Kapitalerhöhung wesentlich höher liegen als diejenigen der Implementierung einer Scrip Dividend, findet doch iRd. Offerte letzterer idR. keine aktive Platzierung bzw. keine *Roadshow* statt sowie eine *Disclosure Opinion* nicht einzuholen und eine *Due Diligence* nicht durchzuführen ist, jedoch stellt der erhöhte kostentechnische Aufwand auch ein wesentlich höheres Kapitalerhöhungsvolumen (10 %) in Aussicht, sodass sich das betreffende Kosten-Nutzen-Verhältnis als betriebswirtschaftlich effizienter darzustellen vermag.

Allerdings würde hierbei zwangsläufig unterstellt, dass eine prospektfreie 10 %-Kapitalerhöhung ohne Weiteres eine Alternative zum Angebot einer Scrip Dividend sei, was aus mehrerlei Gründen nicht der Fall ist.

So ist in diesem Sachzusammenhang zunächst einmal zu statuieren, dass ein entsprechender Ansatz, der die Finanzierungsperspektive in den Fokus rückt, den Blickwinkel auf den Impetus der Konzipierung des *Treasury*-In-

---

1969 Vgl. hierzu auch bereits die Ausf. oben in Kapitel C.III.2.a).

1970 In diesem Kontext ist e.g. die Zahlung des jeweiligen Honorars bzw. der jeweiligen Vergütung an die transaktionsbegleitende Kanzlei und Bank bzw. an den mit der Erstellung des Sacheinlageberichts betrauten Wirtschaftsprüfer zu nennen. Ebenso die Zahlung der Notarkosten, der Kosten der Handelsregistereintragung sowie die derjenigen für Dienstleistungen der *Clearstream* und die Veröffentlichungen im Bundesanzeiger.

1971 S. hierzu schon die Ausf. und Verw. oben in Fn. 703.

1972 IdS. auch *v. Korff/Starke*, Aktiendiv., S. 2.

1973 S. hierzu bereits die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 705.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

struments völlig zu verstellen vermag. Insofern nämlich entstand die Scrip Dividend gerade nicht auf der Suche nach neuen Finanzierungskanälen, sondern auf der Suche nach flexibleren Dividendenstrategien. Sie verdankt ihre Existenz dem im seit 2009 andauernden Niedrigzinsumfeld sowie in Anbetracht der im volatilen Marktumfeld überdurchschnittlich bewerteten Aktienmärkte bei privaten wie auch institutionellen[1974] Anlegern aufgetretenen Bestreben,[1975] erwirtschaftete Erträge nicht ausgeschüttet zu erhalten, sondern diese (mangels gleich attraktiver alternativer Investitionsmöglichkeiten) zum Ausbau der eigenen Unternehmensbeteiligung zu verwenden[1976] und entstand mit dem Ziel, dem Aktionariat eine schnelle Reinvestitionsmöglichkeit bzgl. der Dividende bieten zu können und diesem dergestalt die Option zur unternehmerischen Partizipation am Erfolg des vergangenen Geschäftsjahres zu eröffnen.

Ferner ist eine prospektfreie 10 %-Kapitalerhöhung schon deshalb nicht ohne Weiteres eine Alternative zum Angebot einer Scrip Dividend, weil eine prospektfreie Emission nur unter Ausschluss des Bezugsrechts möglich ist,[1977] der aus guten Gründen nicht erwünscht sein mag.

Überdies sorgt die Ankündigung einer Kapitalerhöhung tendenziell für negative Schlagzeilen,[1978] wohingegen die Ankündigung der Offerte einer Scrip Dividend vom Markt ausweislich der empirischen Studien von *David/Ginglinger*[1979] (s. in diesem Sachzusammenhang auch die obigen Ausführungen in Kapitel B.III.1.a) sowie c) und e)) offensichtlich – wenn dies auch irrational sein mag, wie *Mahtani* mittels der Formulierung „[...] Während [...] eine Kapitalerhöhung negativ wahrgenommen wird, scheint sich daran niemand zu stören, wenn das Kind einen neuen Namen bekommt und als ‚Scrip Dividend' deklariert wird." eingängig darlegt – gänzlich anders interpretiert wird,[1980] so auf die Ankündigung von Scrip Dividends hin bislang stets positive Marktreaktionen zu beobachten waren.

Dergestalt genießt das Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsargument in Bezug auf die präsent thematisierten Konzeptualisierungsvariante frei-

---

1974 S. hierzu bereits die obigen Ausf. in Fn. 2.

1975 S. dazu auch die Ausf. zur Repräsentativumfrage des *DIRK* in Kapitel C.VI.1.

1976 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 4.

1977 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 1971.

1978 Vgl. e.g. *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8.

1979 Empirisch hierzu bislang soweit ersichtlich allein *David/Ginglinger*, JCF 40 (2016), 174 ff. Selbiges konstatierend e.g. auch *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 10. Vgl. ferner auch die Verw. und Nachw. in Fn. 30.

1980 *Mahtani*, Konzept 08/2016, 8, 9. IdS. auch *Maharg-Bravo*, Off Scrip: „*But it is hard to see these [extra shares] as anything other than illusion.*".

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

lich Validität: Ist nämlich die Generierung von Liquidität im Wege einer prospektfreien 10 %-Kapitalerhöhung aus vorgenannten Gründen keine Option, so steht die Gesellschaft am Dividendenstichtag vor der Frage, wie sie die Gewinnausschüttungsansprüche der Aktionäre befriedigt.

Kann ein Liquiditätsabfluss sodann dadurch vermieden werden, dass letztinstanzlich anstelle der Barzahlung neue Aktien hingegeben werden, wird der Bestand an flüssigen Mitteln hierdurch völlig unzweifelhaft geschont, wenn auch effektiv nur in Höhe der Differenz, die zwischen dem Betrag, um den der Liquiditätsabfluss vermindert werden kann, und den Implementierungskosten[1981] des *Treasury*-Instruments liegt.

c) Fazit zur Strukturierung von Scrip Dividends als *Forward*-Struktur unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung

Zusammenfassend ist nach alledem festzuhalten, dass iRd. als *Forward*-Strukturen unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung bezeichneten Scrip Dividend-Konzeptualisierungen zunächst stets ein ‚normaler', auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteter, Gewinnverwendungsbeschluss gefasst wird, während dem Aktionariat zeitgleich seitens der Gesellschaft die Option angetragen wird, die mit Wirksamwerden[1982] des Gewinnverwendungsbeschlusses gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 1, 58 Abs. 3 AktG iVm. § 58 Abs. 4 AktG genesenden (Nettobar-[1983])Dividendenansprüche durch Abtretung als Sacheinlage für die Gewährung von neuen Aktien einzubringen.

Die neuen Aktien können diesbezüglich sowohl unter Rückgriff auf ein genehmigtes Kapital (§§ 202 ff. AktG) als auch iRe. ordentlichen Kapitalerhöhung (§§ 182 ff. AktG) geschaffen werden, wobei letztere Variante aus den in Kapitel D.III.3.b)cc)aaa) erörterten Gründen nur äußerst geringe praktische Relevanz genießt.

In jedem Fall wird die Kapitalerhöhung als ‚Bis-zu'-Kapitalerhöhung beschlossen, wodurch erreicht wird, dass die Kapitalerhöhung nur in dem Maße stattfindet, in dem sich Aktionäre für die Einbringung der (Netto-

1981 Vgl. hierzu auch bereits die Ausf. oben in Kapitel C.III.2.a).
1982 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. oben in Fn. 14.
1983 Hierzu schon die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bar-[1984])Dividendenansprüche gegen Gewährung neuer Aktien entscheiden.[1985]

Im Hinblick auf das tradierte deutsche Rechtsverständnis, gegen das zwar vor dem Hintergrund der Wertungen der EU-Gesellschaftsrechts-RL[1986] durchaus Bedenken bestehen mögen, demnach es sich bei der Einbringung von Forderungen des Inferenten gegen die Gesellschaft um Sacheinlagen handelt,[1987] sollte die Transaktion als Sach-, nicht als Barkapitalerhöhung, strukturiert werden.[1988]

Denkbar ist in diesem Kontext zwar mit Blick auf das ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren nach dem BGH-Urteil vom 26. Mai 1997[1989] auch die Einbringung der Dividendenansprüche in analoger Anwendung der Vorschriften über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff. AktG), allerdings ist dieser Modus Procedendi vor dem Hintergrund der hiermit verbundenen Rechtsunsicherheiten wenig empfehlenswert, wenn auch nach vorliegend vertretener Auffassung zulässig.[1990]

Infolge sind als *Forward*-Struktur unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung konzipierte Scrip Dividend-Offerten in der Praxis stets als Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen auszugestalten. Dies mit der Konsequenz, dass grundsätzlich auch die Sacheinlagekautelen zur Anwendung gelangen. Der iRd. Arbeit vertretenen Auffassung nach rechtfertigt es die Besonderheit der Sacheinlage (Dividendenansprüche) jedoch, die Regeln zur Sachkapitalerhöhung in lediglich reduzierter Form zur Anwendung gelangen zu lassen.[1991]

Zentraler Vorteil der *Forward*-Strukturen unter Rückgriff auf eine Kapitalerhöhung ist, dass es in Abgrenzung zu den in den vorgehenden Kapiteln vorgestellten Strukturierungsvarianten, bei denen die im Gegenzug für die Einbringung der (anteiligen[1992]) Barausschüttungssprüche zu gewährenden Aktien dem Eigenbestand der Gesellschaft iSd. §§ 71 ff. AktG entstammen, grundsätzlich[1993] nicht zu der problematischen Situation

---

1984 Hierzu schon die Ausf. im Haupttext zu Fn. 16 sowie die Verw. in letzterer.
1985 S. dazu die obigen Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(3).
1986 Vgl. hierzu bereits den Nachw. oben in Fn. 1158.
1987 S. dazu bereits die Nachw. oben in Fn. 1350.
1988 S. oben in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(4).
1989 BGH, Urt. v. 26.05.1997 – II ZR 69/96, NJW 1997, 2516 f.
1990 Dazu oben in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(5).
1991 Eingehend hierzu die obigen Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)ggg)(1).
1992 S. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 16.
1993 Voraussetzung ist hierbei freilich, dass ausreichend genehmigtes Kapital vorhanden ist.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

kommen kann, dass sich nach Ablauf der Bezugsfrist herausstellt, dass der Bestand an *Treasury Shares* iSd. §§ 71 ff. AktG nicht ausreicht, um sämtlichen Aktionären ihren Bezugswunsch zu erfüllen bzw. sämtlichen Aktionären ‚anstelle' der Bardividende eigene Aktien zu gewähren.

Insofern nämlich kann die Kapitalerhöhung grundsätzlich[1994] schlicht in dem Umfang durchgeführt werden, in dem die Anteilseigner sich für die Aktienkomponente entscheiden, das Kapitalerhöhungsvolumen mithin flexibel an die Nachfrage angepasst werden.[1995] Dementsprechend bedarf es grundsätzlich auch keiner Angebotskontingentierung[1996] und infolge keiner Repartierung[1997], die zum einen die Aktionäre in ihrer Erwartung, eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem Discount[1998] zu erhalten, enttäuscht, zum anderen aber auch dazu führt, dass die vielfach im Kontext der Scrip Dividend propagierte liquiditätsschonende Wirkung nur bedingt greift[1999].

Entscheidender Nachteil gegenüber den in Kapitel D.III.1 und D.III.2 vorgestellten Konzeptualisierungsvarianten ist hingegen die Komplexität dieser Spielart. Insofern ist die Wiederausgabe eigener Aktien aus rechtlicher Sicht wesentlich einfacher bzw. mit geringerem wirtschaftlichem Aufwand zu bewerkstelligen als eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen, was auf die Anwendung der Regelungen des Kapitalerhöhungsrechts sowie der Sacheinlagekautelen und den jeweils hieraus resultierenden Anforderungen zurückzuführen ist.[2000]

1994 Voraussetzung ist freilich, dass ausreichend genehmigtes Kapital vorhanden ist.

1995 Bei alledem ist der Umfang der Kapitalerhöhung und damit letztlich der für die die Bardividenden beanspruchenden (Alt-)Aktionäre eintretende Verwässerungseffekt durchaus überschaubar, da sich die Volumina entsprechender Kapitalerhöhungen typischerweise zwischen 1–3 % des Grundkapitals bewegen. S. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(b) sowie auch die zugehörigen Nachw. in Fn. 1348.

1996 Zu diesem Aspekt bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb)aaa).

1997 S. dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb)ccc).

1998 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 1121.

1999 Eingehend dazu bereits die Ausf. in den Kapiteln D.III.1.d)bb)fff) und D.III.1.g)aa).

2000 IdS. auch *Fernández/de Miguel/Tortuero*, ICCLR 24 (2013), 179, 184.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

4. *Reverse*-Struktur

Neben den bereits vorgestellten Konzeptualisierungen einer Scrip Dividend ist es schließlich auch denkbar, den Aktionären in Form der bereits eingangs in Kapitel A.II.1 in ihrem Grundkonzept vorgestellten *Reverse*-Struktur ein entsprechendes Wahlrecht einzuräumen.

a) Abgrenzung zu den bisher vorgestellten Strukturierungsvarianten

Hierbei handelt es sich um ein Konzept, das die Aktionäre im Wesentlichen so stellt, als hätte die Gesellschaft eine Dividende ausgeschüttet, jedoch ohne, dass tatsächlich eine Gewinnverteilung iSe. Dividendenausschüttung stattfindet.

Dergestalt unterscheidet sich die *Reverse*-Struktur maßgeblich von den bisher iRd. Arbeit vorgestellten Spielarten einer Scrip Dividend, basiert diese Strukturierungsvariante doch weder auf einem auf Ausschüttung einer Sachdividende noch auf einem auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteten Gewinnverwendungsbeschluss der Hauptversammlung.

Stattdessen findet iRd. Konzeptualisierungsvariante zunächst im Verfahren der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff. AktG) eine Umwandlung von Kapital- und/oder (potenziellen[2001]) Gewinnrücklagen in Grundkapital statt, wodurch dem Aktionariat ex lege, vgl. § 212 S. 1 AktG, neue – meist als „Gratisaktien"[2002] – bezeichnete Anteile zugeordnet werden,[2003] für die den Anteilseignern im Anschluss an die Durchführung der Kapitalmaßnahme seitens der Gesellschaft ein öffentliches Aktienrückkaufsangebot, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, unterbreitet wird.[2004]

Auf diese Weise können die Aktionäre nach freiem Ermessen entscheiden, ob die iRd. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln ex lege gemäß § 212 S. 1 AktG zugeordneten Berichtigungsanteile behalten oder der Gesellschaft iRd. freiwilligen Erwerbsangebots angedient werden sollen.

Das Wahlrecht der Aktionäre geht demnach wirtschaftlich auf Barzahlung anstelle der „Gratisaktien"[2005]; die Aktionäre können die Berichti-

---

2001 S. in diesem Kontext bereits die Ausf., Nachw. und Verw. in Fn. 7.
2002 Hierzu sowie zur nomenklatorischen Irreführung durch diese Bezeichnung s. schon die Ausf. und Verw. in Fn. 8.
2003 S. in diesem Kontext auch schon die Ausf. oben in Fn. 737.
2004 S. in diesem Kontext die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 10.
2005 Hierzu sowie zur nomenklatorischen Irreführung durch diese Bezeichnung s. schon die Ausf. und Verw. in Fn. 8.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gungsanteile an die Gesellschaft veräußern und erhalten dafür einen Kaufpreis, der funktional einer Bardividende entspricht bzw. ein Surrogat zur Ausschüttung einer solchen bildet.

Ob dieser zentralen Unterschiede zu den bislang präsentierten Strukturierungsvarianten von Scrip Dividends sollte die Nähe zu diesen, die sich bereits in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(5) andeutet, nicht verkannt werden.

Umwandlungsfähig iRe. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln sind nämlich, wie bereits in Kapitel D.III.1.a)aa)bbb)(2) dargestellt, auch Zuführungen zu Gewinnrücklagen. Insofern kann die Hauptversammlung in einem zweistufigen Verfahren zunächst eine Zuweisung des Bilanzgewinns bzw. von Teilen dessen zu den Gewinnrücklagen beschließen (Gewinnverwendungsbeschluss gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 3, 58 Abs. 3 AktG) und anschließend (in selbiger Hauptversammlung[2006]) über einen weiteren Beschluss (Kapitalerhöhungsbeschluss gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 6, 207 Abs. 1, 208 Abs. 1 S. 1 AktG) die sofortige Umwandlung dieser „zukünftigen"[2007] Rücklagen in Grundkapital herbeiführen,[2008] um dem Aktionariat so eine *stock dividend* aus dem Bilanzgewinn des abgelaufenen Geschäftsjahres zu gewähren,[2009] anstatt den Bilanzgewinn in Gestalt einer Bardividende auszuschütten.[2010]

Dies vorausgeschickt soll im Folgenden auf die Details dieser am deutschen Kapitalmarkt kaum genutzten,[2011] sich im europäischen Ausland durchaus größerer Beliebtheit erfreuenden,[2012] Strukturierungsvariante einer Scrip Dividend eingegangen werden.

b) Strukturierung der Transaktion & Implementierung des *Treasury*-Instruments

Die Implementierung dieser Gestaltung ist – wie auch die der übrigen Strukturierungsvarianten einer Scrip Dividend – mit einer Vorbereitungsphase, die weit, idR. ca. 4–6 Monate, vor dem Tag der Hauptversammlung,

---

2006 Vgl. die Nachw. in Fn. 811.
2007 S. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 7.
2008 Vgl. die Nachw. in Fn. 807.
2009 S. hierzu auch bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.I.2.a).
2010 Vgl. hierzu auch *Krause*, ZHR 2017, 641, 645, der allerdings zu verwirren vermag, wenn er die „Aktiendividende Modell Deutsche Telekom" als „eine andere Gestaltung der Stock Dividend" bezeichnet.
2011 S. in diesem Kontext bereits die obigen Ausf. und Verw. in Fn. 10.
2012 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Verw. oben in Fn. 10.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

die gemäß § 123 Abs. 1 AktG mindestens dreißig Tage vor dem Tage der Versammlung einzuberufen ist, einzuleiten.

aa) Veröffentlichung der Einladung zur Hauptversammlung

Dies aufgrund dessen, dass Vorstand und Aufsichtsrat die Gegenstände der Tagesordnung, über die die Hauptversammlung beschließen soll, gemäß § 124 Abs. 3 S. 1 AktG bereits in der Einladung zur Hauptversammlung anzugeben sowie Vorschläge zur Beschlussfassung zu machen haben.[2013]

Insofern hat die Bekanntmachung im Kontext der Offerte einer als *Reverse*-Struktur konzipierten Scrip Dividend u.U., namentlich so die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln letztlich aus dem Bilanzgewinn des abgelaufenen Geschäftsjahres erfolgen soll, einen entsprechenden Gewinnverwendungsvorschlag über die Zuweisung des Bilanzgewinns bzw. von Teilen dessen zu den Gewinnrücklagen, der infolge seiner Verabschiedung durch die Hauptversammlung die umwandlungsfähigen Rücklagen iSd. § 208 Abs. 1 S. 1 AktG schafft,[2014] sowie in jedem Falle einen Beschlussvorschlag über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG und darüber hinaus, so eine entsprechende Ermächtigung nicht bereits vorliegt, einen Vorschlag zur Beschlussfassung über eine Ermächtigung iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG zum Rückerwerb eigener Aktien zu enthalten.

bb) Veröffentlichung der nach dem WpPG bzw. der EU-ProspektVO obligatorischen Dokumentation

aaa) Keine Prospektpflichtigkeit bzw. keine Pflicht zur Veröffentlichung eines prospektbefreienden Dokuments nach dem WpPG bzw. der EU-ProspektVO

Betreffend die Prospektpflichtigkeit besteht bzgl. dieser Konzeptualisierungsvariante einer Scrip Dividend weder die Pflicht zur Veröffentlichung

---

2013 Muster für die Einladung zu einer Hauptversammlung, die über eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG Beschluss fassen soll, sowie für den Beschluss der Hauptversammlung selbst finden sich e.g. bei *Herchen*, in: Happ/Groß, AktR, Muster 12.08 lit. a) und b).

2014 S. zu alledem bereits die Ausf., Nachw. und Verw. in Fn. 7.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

eines Wertpapierprospekts noch die zur Veröffentlichung eines prospektbefreienden Prospekts, da der in § 1 Abs. 1 WpPG definierte Anwendungsbereich des WpPG schlicht nicht eröffnet ist.[2015]

(1) Kein öffentliches Angebot iSd. § 2 Nr. 2 WpPG (§ 2 Nr. 4 WpPG a.F.)

So nämlich die Zuordnung der infolge der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln entstehenden Berichtigungsanteile an das Aktionariat gemäß § 212 Abs. 1 AktG kraft Gesetzes automatisch, d.h. im Zweifel ohne Wissen und Wollen des jeweiligen Anteilseigners, nach Maßgabe der bisherigen Beteiligung stattfindet,[2016] werden die Aktien nicht nur keinem öffentlichen Publikum angeboten, vielmehr findet mangels Entscheidungsmöglichkeit der einzelnen Aktionäre über die Zeichnung von Wertpapieren terminologisch schon überhaupt kein Angebot statt.[2017]

Nichts anderes ergibt sich schließlich aus Art. 1 Abs. 3 Unterabs. 1 EU-ProspektVO, werden die neuen Aktien doch unentgeltlich ausgegeben, sodass die de-minimis-Schwelle des Art. 1 Abs. 1 Unterabs. 1 EU-ProspektVO von 1 Mio. €, früher 100.000 €, für alle angebotenen Wertpapiere nicht erreicht wird.[2018]

(2) Zulassung der jungen Aktien kraft Gesetzes gemäß § 33 Abs. 4 EGAktG

Ferner sind die neuen Aktien gemäß § 33 Abs. 4 EGAktG, der eine für die Aktien der Gesellschaft an einer deutschen Börse bestehende Zulassung auf junge Aktien aus einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln erstreckt, ipso iure zum Handel im regulierten Markt zugelassen.[2019] Durch

---

2015 S. *Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 7 Rn. 158; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 102.

2016 S. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 740.

2017 S. *Herchen*, in: Happ/Groß, AktR, Muster 12.08 Anmerkung 9.4; *Hirte*, in: GK, AktG, § 207 Rn. 163; *Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 7 Rn. 158; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 102. IdS. ferner wohl auch die in Fn. 1596 Genannten.

2018 S. *Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 7 Rn. 158; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 102. Ähnlich: *Kollmorgen/Feldhaus*, BB 2007, 225, 228.

2019 S. *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 45 Rn. 48; *Fock/Wüsthoff*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 207 Rn. 21; *Groß*, KapMR, 6. Aufl., § 4 WpPG Rn. 17

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

die hiernach eigentlich redundante Regelung in Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. g) Alt. 1 EU-ProspektVO (§ 4 Abs. 2 Nr. 4 WpPG a.F.) wird dies letztlich noch einmal bestätigt.[2020]

bbb) Keine Anwendung des WpÜG auf das öffentliche Rückkaufsangebot

Ebenso wenig wie das WpPG/die EU-ProspektVO den vorstehenden Ausführungen nach Anwendung auf die Ausgabe von Aktien iRe. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln findet, sind der ganz überwiegenden Auffassung im Schrifttum nach die Regelungen der ersten drei Abschnitte des WpÜG auf das Rückkaufsangebot anzuwenden.[2021] Dies aufgrund dessen, dass es sich beim Rückerwerb eigener Aktien um Binnengeschäfte zwischen der Gesellschaft und ihren Aktionären handelt, es infolge an der für die übernahmerechtliche Konfliktlösung prägenden Personenverschieden-

---

bzw. *ders.*, KapMR, 7. Aufl., Art. 1 EU-ProspektVO, Rn. 56; *Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 7 Rn. 158; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 102. Wohl aA.: *Hirte*, in: GK, AktG, § 207 Rn. 161, der sich aber bzgl. der Frage nach der Zulassung nicht mit § 33 Abs. 4 EGAktG auseinandersetzt. Ergänzend ist in diesem Kontext darauf hinzuweisen, dass soweit § 33 Abs. 4 EGAktG noch immer vom „amtlichen" Handel spricht, eine Anpassung iRd. Fassung des Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetzes ganz offensichtlich schlicht vergessen wurde, sodass dieser Umstand insbesondere in Anbetracht dessen, dass schon zuvor anerkannt war, dass die Norm auch eine Zulassung im ehemaligen geregelten Markt erfasste, sich nicht weiter auswirkt, vgl. *Groß*, KapMR, 6. Aufl., § 4 WpPG Rn. 17 bzw. *ders.*, KapMR, 7. Aufl., Art. 1 EU-ProspektVO, Rn. 56 sowie *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 45 Rn. 48, dort in Fn. 3.

2020 S. *Busch*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG, § 45 Rn. 48; *Groß*, KapMR, 6. Aufl., § 4 WpPG Rn. 17 bzw. *ders.*, KapMR, 7. Aufl., Art. 1 EU-ProspektVO, Rn. 56; *Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 7 Rn. 158; *Schlitt*, in: Assmann/Schlitt/v. Kopp-Colomb, § 4 Rn. 47 mwN. in Fn. 2; *Scholz*, in: MHdb. GesR IV, § 60 Rn. 102.

2021 Vgl. anstatt vieler *Baum*, ZHR 2003, 580, 608 f.; *Berrar/Schnorbus*, ZGR 2003, 59, 72 ff., 77 ff.; *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 67; *Bieder*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 9 Rn. 114; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 159; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, 71 Rn. 19k, 19l; *ders.*, NZG 2003, 61, 64 ff.; *Laubert*, in: Hölters, AktG, § 71 Rn. 26, jeweils mwN. Hingegen aA. *Paefgen*, ZIP 2002, 1509, 1513 ff., der sich für eine umfassende, lediglich durch einzelne teleologische Restriktionen durchbrochene Anwendbarkeit des WpÜG ausspricht, sowie umgekehrt, für eine selektive Heranziehung einzelner Vorschriften *Baums/Stöcker*, in: FS Wiedemann, S. 703, 716 ff.; *Oechsler*, NZG 2001, 817, 818.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

heit zwischen Bieter- und Zielgesellschaft fehlt[2022] und nur dergestalt unterschiedliche Verhaltensstandards für börsennotierte und nicht gelistete Aktiengesellschaften zu vermeiden sind[2023].

Dementsprechend ist die Angebotsunterlage der BaFin weder zur Prüfung und Billigung noch zur Durchsicht vorzulegen. Insofern hat die BaFin mit Merkblatt vom 9. August 2006 bekannt gegeben, dass sie im Zuge der Umsetzung des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes, das zum 14. Juli 2006 in Kraft getreten ist, ihre Verwaltungspraxis zur Anwendbarkeit des WpÜG auf den Rückerwerb eigener Aktien dahingehend ändert, dass das WpÜG bei einem öffentlichen Angebot der (Ziel-)Gesellschaft zum Rückerwerb eigener Aktien keine Anwendung findet.

cc) Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG & zur Satzungsänderung

Wiederum explizit auf den Implementierungsprozess zurückkommend, findet sich bereits erläutert, dass die *Reverse*-Struktur in einem ersten Schritt auf einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG basiert.

So das Verfahren der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG iRd. Arbeit bereits mehrfach thematisiert sowie in seinen Grundzügen erläutert wurde, darf an dieser Stelle zunächst einmal auf die entsprechenden Ausführungen in Kapitel D.III.1.a)aa) verwiesen werden,[2024] ergeben sich doch aus dem Umstand, dass die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln im spezifischen Kontext zum Zwecke der Offerte einer Scrip Dividend mit einem öffentlichen Aktienrückkaufsangebot, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, gekoppelt wird, keinerlei Besonderheiten im Hinblick auf den seitens der Hauptversammlung zu fassenden Kapitalerhöhungsbeschluss.

Besonders erwähnenswert ist in diesem Kontext allerdings noch einmal, dass der Beschluss über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln ge-

2022 S. *Bieder*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 9 Rn. 114; *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 159; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 250 ff.; *Koch*, NZG 2003, 61, 64.

2023 Hierzu soweit ersichtlich allein *Baum*, ZHR 2003, 580, 609 sowie *Bieder*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 9 Rn. 114.

2024 Eingehend zur Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln e.g. auch die Ausf. seitens *Jaspers*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 7.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

mäß dem Verweis in § 207 Abs. 2 S. 1 AktG auf § 182 Abs. 1 S. 1 AktG grundsätzlich, d.h. vorbehaltlich einer abweichenden Regelung in der Satzung der Gesellschaft, vgl. § 182 Abs. 1 S. 2 AktG, eine Mehrheit erfordert, die mindestens drei Viertel des bei Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst, sodass die Konzeptualisierung mit den bereits in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(5)(e)(aa) thematisierten Unsicherheiten bzgl. des ‚Ob' einer entsprechenden Beschlussfassung durch die Hauptversammlung behaftet ist.[2025]

Hiermit verbunden ist freilich auch ein – an vorerwähnter Stelle ebenfalls bereits thematisiertes – erhöhtes Anfechtungsrisiko sowie der Umstand, dass nach Beschlussfassung bei (drohender) Anfechtung der Ablauf der einmonatigen Anfechtungsfrist des § 246 Abs. 1 AktG abzuwarten ist,[2026] der die Handelsregistereintragung und damit auch die Durchführung der Kapitalerhöhung um diesen Zeitraum verzögert, sowie im Falle einer erfolgten Anfechtung ein zeitaufwändiges Freigabeverfahren gemäß § 246a AktG einzuleiten wäre.[2027]

Zu beachten ist ferner, dass der Vorstand im betreffenden Kapitalerhöhungsbeschluss angewiesen werden sollte, den Beschluss über die Kapitalerhöhung und die korrespondierende Satzungsänderung[2028] nur dann zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden, wenn auch der zur Verwirklichung des Konzepts (etwaig, so eine entsprechende Ermächtigung iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG nicht bereits vorliegt) erforderliche Beschluss über die Zustimmung zum Erwerb eigener Aktien iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG gefasst wird,[2029] der die Grundlage des vorerwähnten Rückerwerbsangebots bildet.

2025 Vgl. in diesem Sachzusammenhang auch die obigen Ausf. in Kapitel D.III.3.b)cc)aaa).

2026 Dazu soweit ersichtlich allein *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24. Ferner auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 17, diese jedoch im Kontext der ordentlichen Kapitalerhöhung gemäß §§ 182 ff. AktG.

2027 IdS. auch *Rieckers*, AR 2015, 179; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 688 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 17; *Schwendemann*, AG 2015, R40, R41, allerdings jeweils mit Bezug zur ordentlichen Kapitalerhöhung gemäß §§ 182 ff. AktG.

2028 Infolge der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG wird die Satzung unrichtig.

2029 Zur Beschlussfassung über die Ermächtigung zum Rückerwerb eigener Aktien iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG sogleich in Kapitel D.III.4.b)dd).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

dd) Beschlussfassung über den Erwerb bzw. die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG

Wie sich in den vorstehenden Ausführungen bereits andeutet, bedarf es zur Umsetzung des beschriebenen Konzepts neben dem Beschluss der Hauptversammlung über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG einer Ermächtigung der Gesellschaft zum Rückerwerb eigener Aktien iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, auf Grundlage derer den Aktionären im Anschluss an den Vollzug der Kapitalerhöhung ein entsprechendes öffentliches Rückkaufsangebot unterbreitet wird, das das maßgebliche Wahlrecht konzipiert.

Einer ‚spezifischen' Ermächtigung, die den Zweck des Rückerwerbs, namentlich die Implementierung einer als *Reverse*-Struktur konzipierten Scrip Dividend, benennt, bedarf es aber freilich nicht, sodass ohne Weiteres auf eine etwaig bestehende Rückkaufsermächtigung iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG zurückgegriffen werden kann, wobei selbstredend Voraussetzung ist, dass die Ermächtigung ihrem Volumen nach noch nicht ausgeschöpft und bis zu dem Zeitpunkt, in dem der Rückkauf erfolgen soll, Gültigkeit hat.

Existiert eine solche Rückkaufsermächtigung nicht, so ist die Hauptversammlung zu befassen,[2030] wobei einerseits denkbar ist, dass die Hauptversammlung unmittelbar über den Rückerwerb entscheidet oder iSe. gestreckten Verfahrens eine entsprechende Ermächtigung iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG schafft, von der der Vorstand (unter Zustimmung des Aufsichtsrats) sodann innerhalb des vorgegebenen Handlungsrahmens und Zeitraums in eigener Verantwortung Gebrauch macht. Der zuletzt in Bezug genommene Ermächtigungsbeschluss könnte hierbei exempli gratia wie folgt gefasst werden:

> Beschlussfassung über die Ermächtigung des Vorstands zum Erwerb eigener Aktien

2030 Umstritten ist, ob die betreffende Beschlussfassung, so die Satzung keine strengeren Anforderungen aufstellt, mit einfacher Stimmenmehrheit iSd. § 133 Abs. 1 AktG erfolgen kann, oder ob analog § 202 Abs. 2 S. 2 AktG eine qualifizierte Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Kapitals erforderlich ist. Zum Streitstand s. *Bieder*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 9 Rn. 69 mwN. in Fn. 204 und 205.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Die Gesellschaft wird gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats in der Zeit bis zum [Datum][2031] auf den Inhaber lautende Aktien der Gesellschaft bis zu einer Gesamtzahl von [Anzahl maximal zurückzuerwerbenden Stückaktien] zu erwerben.

Der Erwerb erfolgt mittels eines an alle Aktionäre gerichteten, auf den Rückerwerb der aufgrund der von der Hauptversammlung beschlossenen Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG zugeteilten neuen Aktien (Berichtigungsanteile) beschränkten, öffentlichen Kaufangebots, das spätestens am [Datum] bekannt zu machen ist.

Die Erwerbsbeschränkung auf [Anzahl maximal zurückzuerwerbenden Stückaktien] Berichtigungsanteile erfolgt, um dem wirtschaftlichen Ergebnis einer Dividendenausschüttung aus Sicht der Aktionäre möglichst nahe zu kommen.

Der Kaufpreis für die zu erwerbenden Aktien darf bei dem öffentlichen Kaufangebot den volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der [Name der Gesellschaft] in Euro im XETRA-Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse (Tages-VWAP XETRA) am letzten Tag der Angebotsfrist[2032] des öffentlichen Rückkaufsangebots (Referenzpreis) um nicht mehr als 5 % überschreiten und um nicht mehr als 5 % unterschreiten.

2031 Bzgl. der Laufzeit der Ermächtigung ist zu berücksichtigen, dass der Vollzug der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (vgl. hierzu die sogleich nachfolgenden Ausf. in Kapite D.III.4.b)ff)) einige Zeit in Anspruch nimmt und das Rückkaufsangebot den Aktionären erst nach Eintragung der Kapitalerhöhung in das Handelsregister unterbreitet werden kann, entstehen die zurückzukaufenden Aktien doch erst in diesem Zeitpunkt.

2032 Zum Zwecke der Nivellierung etwaiger Kursschwankungen wird in der Praxis iRv. öffentlichen Rückkaufsangeboten häufig nicht der volumengewichtete Durchschnittskurs am letzten Tag der Angebotsfrist als Referenzpreis herangezogen, sondern stattdessen der volumengewichtete Mittelwert der Aktienkurse der Aktie der Gesellschaft an den letzten fünf Handelstagen vor dem Tag der Veröffentlichung des Angebots. Vgl. hierzu aus der Lit. e.g. *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 58. Aus der Praxis s. jeweils *Ultrasonic*, Rückkaufsang. 2012 und 2013.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Zu beachten ist bei alledem, dass eine derartige Strukturierung ob des idR.[2033] geringen Rückkaufsvolumens[2034] überhaupt nur dann anzudenken ist, wenn iRd. Rückkaufs die mengenmäßigen bzw. kapitalbezogenen Akquisitionsschranken des § 71 Abs. 2 AktG eingehalten werden, wobei grundsätzlich auch entsprechend der Ausführungen in Kapitel D.III.1.d)bb) eine Kontingentierung[2035] des auf Grundlage der vorgehend thematisierten Rückkaufsermächtigung zu veröffentlichenden öffentlichen Rückkaufsangebots sowie eine Repartierung[2036] denkbar ist.

ee) Beschlussfassung über die Ermächtigung des Vorstands zum Einzug rückerworbener Aktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 6 AktG

Anzudenken ist im Kontext der Erteilung einer Ermächtigung zum Rückerwerb eigener Aktien iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG auch die Erteilung einer Einziehungsermächtigung iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 6 AktG[2037], die dem Vorstand das Recht verschafft, nach eigenem pflichtgemäßem Ermessen über die Einziehung der iRd. öffentlichen Rückkaufsangebots zurück-

2033 Ausnahmen sind insofern denkbar, als dass eine exorbitant hohe Dividende je Aktie gezahlt wird.

2034 Die Ausf. in Fn. 1995 sind entsprechend übertragbar. Vgl. ferner auch die dortigen Verw.

2035 Die Ausf. zur Angebotskontingentierung in Kapitel D.III.1.d)bb)aaa) sind insofern entsprechend auf die präsent thematisierte Strukturierungsvariante übertragbar.

2036 Die Ausf. zur Repartierung in Kapitel D.III.1.d)bb)ccc).III.1.d)bb)ccc) sind insofern grundsätzlich auf die präsent thematisierte Konzeptualisierung übertragbar.

2037 Für die Praxis ist die Erteilung von Einziehungsermächtigungen – unabhängig vom präsenten Kontext – insbesondere deshalb attraktiv, weil der Vorstand dergestalt dazu befähigt wird, möglichst flexibel auf wechselnde Marktlagen zu reagieren. Dies insofern, als dass eine Einziehungsermächtigung der Gesellschaft in Kombination mit einem genehmigten Kapital gemäß §§ 202 ff. AktG, das gewissermaßen das Gegenstück (vgl. hierzu e.g. die Ausf. bei *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 298.) zur teilweise auch als „negatives genehmigtes Kapital" (so *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 27; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 71 Rn. 132) bezeichneten Einziehungsermächtigung bildet, die Möglichkeit eröffnet, ihr Grundkapital kontinuierlich an ihre Kapitalmarktinteressen anzupassen, sprich das sog. ‚*Floating* des Grundkapitals' arrangiert. Vgl. zum Ganzen auch die Ausf. bei *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 298 mwN. in Fn. 853.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

erworbenen Aktien zu entscheiden,[2038] diese mithin ohne zeitraubende weitere Beschlussfassungen der Hauptversammlung einzuziehen.

Umstritten ist allerdings, ob eine Einziehungsermächtigung von der Hauptversammlung infolgedessen, dass § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 6 AktG keine besondere Beschlussmehrheit vorsieht, gemäß § 133 Abs. 1 AktG mit einfacher Stimmenmehrheit erteilt werden kann,[2039] oder ob der Beschluss stattdessen analog § 222 Abs. 1 S. 1 bzw. analog § 179 Abs. 2 AktG grundsätzlich mit einer qualifizierten Mehrheit zu fassen ist.[2040] Für letzteres wird angeführt, dass es sich bei der Einziehungsermächtigung gewissermaßen um ein „negatives genehmigtes Kapital"[2041] handelt sowie anderweitig eine Umgehung des § 237 Abs. 2 S. 1 AktG iVm. § 222 Abs. 1 S. 1 AktG bzw. des § 179 Abs. 2 AktG drohte, wonach eine Einziehung bzw. eine jede Satzungsänderung grundsätzlich eine Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals erfordert.

Inhaltlich könnte der Beschluss zur Erteilung der Einziehungsermächtigung iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 6 AktG unabhängig von der zur Beschlussfassung erforderlichen Mehrheit bspw. wie folgt gefasst werden[2042]:

> Der Vorstand wird ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die Aktien der Gesellschaft, die aufgrund vorstehender Ermächtigung zurückerworben werden, neben der Veräußerung über die Börse auch einzuziehen, ohne dass die Einziehung oder die Durchführung der Einziehung eines weiteren Hauptversammlungsbeschlusses bedarf. Die Einziehung kann auch auf einen Teil der erworbenen Aktien beschränkt werden.

2038 Vgl. anstatt vieler *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 299; *Möller*, Eigene Aktien, Rn. 285.

2039 So e.g. *Cahn*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rn. 146; *Hillebrandt/Schremper*, BB 2001, 533, 534; *Kallweit/Simons*, AG 2014, 352, 355; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 57 Rn. 19; *Möller*, Eigene Aktien, Rn. 285; *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 308; *Rieckers*, ZIP 2009, 700, 701.

2040 So bspw. *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 27; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 71 Rn. 133; *Kessler/Suchan*, BB 2000, 2529, 2530; *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 299.

2041 So *Bezzenberger*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, § 71 Rn. 27; *Grigoleit/Rachlitz*, in: Grigoleit, AktG, § 71 Rn. 132.

2042 Umstritten ist in diesem Kontext auch, ob die Einziehungsermächtigung nur gemeinsam mit der Ermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG beschlossen werden kann, oder die Einziehungsermächtigung auch durch nachträglichen, von der Rückerwerbsermächtigung isolierten, Beschluss erteilt werden kann. Vgl. zum Streitstand anstatt vieler *Oechsler*, in: MüKo, AktG, § 71 Rn. 309 mwN. in Fn. 983 und 984.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Der Vorstand wird ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital um den auf die eingezogenen Aktien entfallenden Teil des Grundkapitals herabzusetzen.

ff) Vollzug der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG

Im Rahmen der voranschreitenden Transaktionsimplementierung hat der Vorstand in seiner Funktion als Leitungsorgan der Gesellschaft (unter Mitwirkung des Vorsitzenden des Aufsichtsrats) sodann den in Kapitel D.III.4.b)cc) erörterten Hauptversammlungsbeschluss über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln in Vollzug zu setzen.[2043]

Insofern haben Vorstand und Vorsitzender des Aufsichtsrats den Beschluss über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß § 207 Abs. 2 AktG iVm. § 184 Abs. 1 AktG zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden, wobei der Anmeldung die gemäß § 210 Abs. 1 AktG erforderlichen Unterlagen beizufügen sind. Dazu gehört zunächst einmal die der Kapitalerhöhung zugrunde gelegte, mit dem Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfers versehene, Bilanz, deren Stichtag höchstens acht Monate vor der Anmeldung des Beschlusses zur Eintragung in das Handelsregister liegen darf (§ 209 Abs. 1 AktG).

Sollen iRd. Kapitalerhöhung entsprechend der iRd. Neufassung des § 208 AktG, vgl. § 208 Abs. 1 S. 1 a.E. AktG, geschaffenen Möglichkeiten Zuführungen zu den Rücklagen, sprich sog. „künftige Rücklagen“[2044], umgewandelt werden,[2045] so ist ferner, soweit eine Vorlage beim Registergericht nicht bereits in Erfüllung der Offenlegungspflicht aus § 325 Abs. 1 HGB erfolgt ist, der einschlägige Gewinnverwendungsbeschluss vorzulegen.

Überdies haben die Anmeldenden die gemäß §§ 210 Abs. 1 S. 2, 207 Abs. 2 S. 1 AktG iVm. § 184 Abs. 1 AktG erforderliche und bereits in Kapitel D.III.3.b)cc)bbb)(5)(d) thematisierte Versicherung abzugeben.

2043 Vgl. zum Ganzen etwa die Ausf. bei *Arnold*, in: MüKo, AktG, § 207 Rn. 6; Rn. 5 ff.; *Hirte*, in: GK, AktG, § 207 Rn. 39 ff.; *Lutter*, in: KK, AktG, § 207 Rn. 2.

2044 *Lutter*, in: KK, AktG, § 208 Rn. 3. Ähnlich: *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 208 Rn. 5.

2045 S. in diesem Kontext bereits die Ausf., Nachw. und Verw. in Fn. 7.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Schließlich ist es darüber hinaus erforderlich, analog § 181 Abs. 1 S. 2 AktG eine Neufassung der infolge der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln unrichtig werdenden Satzung mit einzureichen.

Mit der auf eine erfolgreiche Anmeldung der Kapitalerhöhung hin erfolgenden Eintragung des Erhöhungsbeschlusses, vgl. § 210 Abs. 2–4 AktG, ist das Grundkapital gemäß § 211 Abs. 1 AktG schließlich erhöht und die bisherigen Aktionäre werden gemäß § 212 S. 1 AktG nach Maßgabe ihrer bisherigen Beteiligung am erhöhten Grundkapital Inhaber der neuen Mitgliedschafts(teil[2046])rechte.

Hieraufhin hat die Bekanntmachung der Kapitalerhöhung sowie dieser nachfolgend die Ausgabe bzw. Zuteilung der jungen Aktien stattzufinden, genauer gesagt die öffentliche Aufforderung zur Abholung der Aktien, s. § 214 AktG.

gg) Exkurs: Steuerfreiheit der Ausgabe der Gratisanteile

Den Blick auf steuerliche Aspekte dieser Gestaltung richtend bleibt die der Eintragung des Kapitalerhöhungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft nachfolgende Zuteilung von Berichtigungsanteilen auf der Ebene der Anteilseigner (primär[2047]) ohne (steuerliche) Auswirkungen, handelt es sich bei der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln doch um einen rein gesellschaftsrechtlichen Vorgang.[2048]

Insofern bestimmt § 1 KapErhStG explizit und unabhängig davon, ob sich die Aktien im Betriebs- oder Privatvermögen des Aktionärs befinden, dass der Wert der neuen Anteilsrechte nicht zu den steuerpflichtigen Einkünften (iSd. § 2 Abs. 1 EStG) gehört.[2049]

2046 So eine ‚glatte' Zuteilung nicht möglich ist, werden die (Alt-)Aktionäre Inhaber entsprechender Teilrechte, vgl. § 213 AktG.

2047 Demgegenüber handelt es sich bei einem nachfolgenden Verkauf der Berichtigungsaktien freilich um einen regulären Veräußerungsvorgang, der – in Höhe der Differenz zwischen dem seitens der AG gezahlten Angebotspreis und den Anschaffungskosten bzw. dem Buchwert der Anteile – zu einem steuerlich relevanten Veräußerungsgewinn bzw. -verlust führen kann. Zu diesem Aspekt s. auch die sogleich nachfolgenden Ausf. in Kapitel D.III.4.b)ii)ccc).

2048 S. e.g. *Arnold*, in: MüKo, AktG, § 207 Rn. 48; *Fock/Wüsthoff*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 207 Rn. 24; *Thouet*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 7 Rn. 174.

2049 Voraussetzung für die Steuerfreiheit ist gemäß § 1 KapErhStG, dass die Freianteile von einer unbeschränkt steuerpflichtigen (inländischen) AG entsprechend bzw. unter Einhaltung den gesetzlichen Vorschriften gewährt werden.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Damit trägt die steuerliche Behandlung dem Umstand Rechnung, dass den Anteilseignern wirtschaftlich betrachtet durch die Gewährung der Aktien nichts zugewandt worden ist bzw. nichts zugeflossen ist, was ihnen nicht bereits zuvor zustand[2050], sich der Anteil des jeweiligen Anlegers an der Gesellschaft – bzw. am unveränderten Gesellschaftsvermögen – stattdessen lediglich auf eine größere Anzahl von Aktien verteilt[2051].[2052]

Im Ergebnis unterliegt der Vorgang daher weder der Einkommen- noch der Körperschaft- oder Gewerbesteuer.[2053]

hh) Rückkaufsofferte

Wiederum zum Prozedere der Implementierung zurückkehrend ist den Aktionären im Anschluss an den Vollzug der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG auf Basis der in Kapitel D.III.4.b)dd) thematisierten Rückkaufsermächtigung ein öffentliches Rückkaufsangebot[2054] iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG zu unterbreiten.

In diesem Kontext steht den Aktionären nach hM. im Falle eines gesellschaftsseitigen Rückerwerbs eigener Aktien ein gleichmäßiges Andienungsrechts zu,[2055] wobei Einigkeit darüber zu bestehen scheint, dass die Anteilseigner (wohl analog § 186 Abs. 2 AktG) durch Veröffentlichung des Rückkaufsangebots in den Gesellschaftsblättern[2056] angemessen über selbiges zu informieren sind.[2057] Ferner scheint man sich in diesem Kontext auch darüber einig zu sein, dass jedem Anteilseigner die Möglichkeit einzuräumen ist, die Konditionen des Angebots innerhalb einer angemesse-

---

S. hierzu auch die eingehenden Ausf. bei *Thouet*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 7 Rn. 175 f.

2050 Vgl. hierzu bereits die Nachw. oben in Fn. 801.

2051 S. dazu bereits die obigen Nachw. in Fn. 805.

2052 Explizit idS. *Arnold*, in: MüKo, AktG, § 207 Rn. 48 sowie *Fock/Wüsthoff*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 207 Rn. 24.

2053 So ganz explizit *Thouet*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 7 Rn. 174.

2054 Der infolge der Annahme des Rückerwerbsangebots seitens der Gesellschaft zu zahlende Kaufpreis entspricht funktional einer Bardividende bzw. bildet ein Surrogat zur Ausschüttung einer solchen. S. zu alledem bereits die Ausf., Nachw. und Verw. in Fn. 10.

2055 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. und Verw. in Fn. 1292.

2056 Sind alle Aktionäre namentlich bekannt, so kann das Rückkaufsangebot auch analog § 121 Abs. 4 S. 2 AktG per eingeschriebenem Brief bekannt gemacht werden.

2057 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 1294.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nen Zeitspanne, die nach überwiegender Meinung in analoger Anwendung des § 186 Abs. 1 S. 2 AktG mit mindestens zwei Wochen zu veranschlagen ist,[2058] zu prüfen.

Diesbezüglich soll nachfolgend auf die iRd. Erstellung der Angebotsunterlage zu beachtenden Aspekte sowie die zentralen Probleme, die sich in diesem Sachzusammenhang stellen, eingegangen werden.

aaa) Beschränkung des Angebots auf den Rückkauf der Berichtigungsaktien

So Ziel der Strukturierung die Schaffung eines Wahlrechts zwischen den iRd. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG ausgegebenen Berichtigungsanteilen und einem ‚Bardividendenäquivalent' in Gestalt des infolge der Annahme des Rückkaufsangebots seitens der Gesellschaft zu zahlenden Kaufpreises ist,[2059] ist das nachfolgend eingehender zu thematisierende öffentliche Rückkaufsangebot iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG selbstredend auf die entsprechenden Berichtigungsanteile zu beschränken.

bbb) Angebotskontingentierung, Überzeichnung & proratarischer Rückkauf

Zudem kann in zweierlei Hinsicht eine Kontingentierung des Angebots[2060] und infolge die Festlegung eines Repartierungsmaßstabs[2061] erforderlich werden. Dies zum einen dann, wenn die mengenmäßigen bzw. kapitalbezogenen Akquisitionsschranken des § 71 Abs. 2 AktG sonst nicht eingehalten würden. Zum anderen kann es entsprechender Maßnahmen auch vor dem Hintergrund bedürfen, dem Ergebnis einer Dividendenausschüttung wirtschaftlich aus Sicht des Aktionariats möglichst nahezukommen, namentlich für den Fall, dass die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln nicht allein mit der Intention der Offerte einer Wahldividende,

---

2058 Vgl. hierzu bereits die Nachw. oben in Fn. 1295.

2059 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Verw. oben in Fn. 10.

2060 Die Ausf. zur Angebotskontingentierung in Kapitel D.III.1.d)bb)aaa) sind insofern entsprechend übertragbar.

2061 Die Ausf. zur Repartierung in Kapitel D.III.1.d)bb)ccc). sind insofern entsprechend übertragbar.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sondern vielmehr auch zu ihrem Selbstzweck und dergestalt in größerem Umfang durchgeführt wird.

ccc) ‚Stolperstein' Andienungsrecht

Im Kontext des bereits erwähnten, nach hM. iRd. gesellschaftsseitigen Rückerwerbs eigener Aktien bestehenden[2062], analog § 186 AktG ausgeprägten[2063] und die „Kehrseite"[2064] des Bezugsrechts bildenden, Andienungsrechts, stellen sich letztlich nicht nur denjenigen in Kapitel D.III.1.e)dd) und D.III.1.e)ee) vergleichbare Fragestellungen, vielmehr sind mutatis mutandis auch die dort entwickelten Lösungsansätze übertragbar.

(1) Ratsamkeit & Zulässigkeit eines Ausschlusses des Andienungsrechts zum Zwecke der Inanspruchnahme flexiblerer (Preisfestsetzungs-)Bedingungen

Dementsprechend mag es sich auch im präsenten Kontext, je nach kapitalmarktlicher Lage zum Ausschüttungszeitpunkt sowie der jeweiligen Grundvolatilität der Aktie des rückkaufenden Unternehmens, empfehlen, das Andienungsrecht[2065] zu dem Zweck, den Rückkaufspreis nicht analog § 186 Abs. 2 S. 2 AktG spätestens mit Ablauf des vierten Tages vor Ende der Annahmefrist der Rückkaufsofferte bekannt machen zu müssen, auszuschließen.[2066]

Ein derartiger, unter Gewährung eines ‚faktischen Andienungsrechts' erfolgender, ‚bloß' formal-rechtlicher, Ausschluss des Andienungsrechts mit dem Zweck, die Wahldividende zu flexibleren (Preisfestsetzungs-)Bedingungen umsetzen zu können, ist analog den Überlegungen in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb), insbesondere unter Fokussierung der teleologischen Erwägungen, die hinter der Gewährung des Andienungsrechts stehen, ohne Weiteres zulässig, werden die Interessen der (Alt-)Aktionäre doch in der präsent thematisierten Konstellation schlichtweg nicht gefährdet, sodass es

---

2062 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. und Verw. in Fn. 1292.
2063 Dazu bereits die Nachw. in Fn. 1296 und 1295.
2064 Vgl. hierzu bereits die Nachw. oben in Fn. 1291.
2065 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. und Verw. in Fn. 1292.
2066 Vgl. hierzu die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)aaa).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

auch nicht des Eingriffs der ‚Schutzmechanismen' der Abs. 3 und 4 des § 186 AktG (iVm. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 Hs. 2 AktG) bedarf.[2067]

(2) Ratsamkeit & Zulässigkeit von Distributionsbeschränkungen bzw. Beschränkungen des Andienungsrechts zulasten ‚ausländischer'[2068] Aktionäre

Was die Parallelfragen zu den in Kapitel D.III.1.e)ee) thematisierten Problematiken der Ratsamkeit und Zulässigkeit von Distributions- und Bezugsbeschränkungen zulasten ‚ausländischer' Aktionäre betrifft, im präsenten Kontext also der Ratsamkeit und Zulässigkeit von Andienungsbeschränkungen, ist zunächst zu konstatieren, dass die Publikation eines öffentlichen Rückkaufsangebots in ähnlicher Weise wie die Veröffentlichung eines Bezugsangebots dazu geeignet ist,[2069] aus der extraterritorialen Anwendbarkeit konfligierenden Drittstaatenrechts resultierende Anmelde-, Genehmigungs- und Publikationserfordernisse sowie hiermit einhergehende – bzw. aus deren Nichteinhaltung resultierende – Haftungsrisiken auszulösen.

Infolge vermag sich entsprechend der Ausführungen in Kapitel D.III.1.e)ee)aaa) auch im Hinblick auf die präsent thematisierte Strukturierungsvariante die Vorsehung von Distributions-[2070] und/oder Andienungsbeschränkungen zulasten ‚ausländischer' Aktionäre anbieten, um dadurch entsprechende Pflichten sowie die mit diesen verbundene Risikoexposition zu vermeiden.

Dergestalt nahm die *Ultrasonic AG*, die bislang als einzige Gesellschaft eine entsprechende Gestaltung implementierte, nachfolgende Beschränkung in ihr öffentliches Rückkaufsangebot, betreffend deren Scrip Dividend-Offerte im Jahr 2013, auf:

> „Verbreitung und Annahme des Angebots außerhalb der Bundesrepublik Deutschland
>
> Das Angebot richtet sich an die Ultrasonic-Aktionäre nach Maßgabe dieser Angebotsunterlage.

2067 Vgl. hierzu die Ausf. oben in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb).
2068 Zum insofern zugrunde gelegten Begriffsverständnis s. bereits die obigen Ausf. in Fn. 1382.
2069 Dazu bereits die Ausf. oben in Kapitel D.III.1.e)ee)aaa).
2070 Vgl. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1398.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Ultrasonic-Aktionäre mit Wohnsitz, Sitz oder gewöhnlichem Aufenthalt im Ausland sollten berücksichtigen, dass diese Angebotsunterlagen außerhalb der Bundesrepublik Deutschland kein öffentliches Erwerbsangebot nach dem jeweiligen ausländischen Recht darstellen. Ultrasonic-Aktionäre, die das Angebot außerhalb der Bundesrepublik Deutschland annehmen wollen, werden gebeten, die nachstehenden Ausführungen zu beachten.

Eine Veröffentlichung, Versendung, Verbreitung oder Weitergabe dieser Angebotsunterlagen oder einer Zusammenfassung oder einer sonstigen Beschreibung der in der Angebotsunterlage enthaltenen Bestimmungen oder anderer das Angebot betreffender Informationsgrundlagen kann den Regelungen (insbesondere Beschränkungen nach Maßgabe) anderer Rechtsordnungen als der der Bundesrepublik Deutschland unterliegen. Eine Veröffentlichung nach einer anderen Rechtsordnung als der der Bundesrepublik Deutschland ist nicht beabsichtigt.

Die Annahme des Angebots außerhalb der Bundesrepublik Deutschland kann anderen Rechtsordnungen als der der Bundesrepublik Deutschland unterliegen. Personen, die außerhalb der Bundesrepublik Deutschland in den Besitz dieser Angebotsunterlage gelangen oder dort das Angebot annehmen wollen, werden aufgefordert, sich über die geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese einzuhalten.

Soweit ein depotführendes Kreditinstitut bzw. ein depotführendes Finanzdienstleistungsunternehmen mit Sitz in der Bundesrepublik Deutschland oder eine deutsche Niederlassung eines depotführenden Kreditinstituts oder Finanzdienstleistungsunternehmens (‚Depotführender Wertpapierdienstleister') gegenüber seinen Kunden Informations- oder Weiterleitungspflichten im Zusammenhang mit dem Angebot hat, die auf den für das jeweilige Depotverhältnis anwendbaren Rechtsvorschriften beruhen, ist der depotführende Wertpapierdienstleister gehalten, die Auswirkungen ausländischer Rechtsordnungen auf diese Pflichten eigenverantwortlich zu prüfen.

Die Gesellschaft übernimmt keine Gewähr, dass die Veröffentlichung, Versendung, Verbreitung oder Weitergabe dieser Angebotsunterlage oder des Angebots außerhalb der Bundesrepublik Deutschland mit den Rechtsvorschriften anderer Rechtsordnungen als der der Bundesrepublik Deutschland vereinbar ist. Ferner übernimmt die Gesellschaft

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

keine Gewähr, dass die Annahme des Angebots außerhalb der Bundesrepublik Deutschland mit den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften vereinbar ist. Eine Verantwortung der Gesellschaft für die Nichteinhaltung ausländischer Rechtsvorschriften wird ausdrücklich ausgeschlossen.“.

Derartige Distributionsbeschränkungen, die verhindern, dass das öffentliche Rückkaufsangebot ‚in alle Welt' getragen wird und dessen Verbreitung pragmatisch aufgrund von Kosten-Nutzen-Erwägungen nach räsonablen Kriterien beschränken, bilden den mutatis mutandis übertragbaren Ausführungen aus Kapitel D.III.1.e)ee)bbb)(1) nach keinen (faktischen[2071]) Ausschluss des nach hM.[2072] iRd. Rückkaufs eigener Aktien bestehenden Andienungsrechts, sind mithin ohne Weiteres zulässig.

Anders verhält es sich in Bezug auf solche Regelungen, die das Andienungsrecht[2073] zulasten ‚ausländischer' Aktionäre tatsächlich zu beschränken suchen. Dem hierin liegenden Partialausschluss des Andienungsrechts zulasten ‚ausländischer' Aktionäre steht entsprechend den mutatis mutandis übertragbaren Ausführungen aus Kapitel D.III.1.e)ee)bbb)(2) iaR. das Gebot einer positiven sachlichen Rechtfertigung im Gesellschaftsinteresse am Maßstab des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes[2074] entgegen.

ddd) Angebotspreis & Annahmefrist

Den Kern der Rückkaufsofferte bilden selbstverständlich die Konditionen, unter denen der gesellschaftsseitige Rückerwerb stattfinden soll, mithin der Angebotspreis sowie der Zeitraum, innerhalb dessen die Aktionäre der Gesellschaft die Annahme des Angebots erklären können.

2071 Zum faktischen Bezugsrechtsausschluss s. bereits die obigen Ausf. iRv. Kapitel D.III.1.e)cc)aaa)(1).

2072 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. und Verw. in Fn. 1292.

2073 Die hM. geht von der Existenz eines gleichmäßigen Andienungsrechts iRd. Rückerwerbs eigener Aktien aus, vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. und Verw. in Fn. 1292.

2074 Vgl. hierzu schon die Nachw. in Fn. 1489.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(1) Angebotspreis

Die Höhe des Angebotspreises betreffend darf nicht aus dem Blick geraten, dass der Rückerwerb eigener Aktien aufgrund seiner Ausschüttungsfunktion notwendigerweise in dem bereits in Kapitel B.I.1 skizzierten Spannungsverhältnis zum in § 57 AktG normierten Verbot der Einlagenrückgewähr steht.

Wie bereits aufgezeigt, löst die Regelung des § 57 Abs. 1 S. 2 AktG, derer nach die Zahlung eines Erwerbspreises iRe. gemäß §§ 71 ff. AktG zulässigen Erwerbs eigener Aktien nicht als verbotene Rückgewähr gilt, den Konflikt entsprechend den bereits in Bezug genommenen Ausführungen in Kapitel B.I.1 doch nur scheinbar auf,[2075] liefert § 71 AktG doch trotz Einfügung der Preisspannenreglungen in § 71 Abs. 1 Nr. 7 und 8 AktG nicht einmal ansatzweise Vorgaben oder Maßstäbe bzgl. der Gestaltung des Rückerwerbspreises.

Um das Kapitalerhaltungsgebot des § 57 AktG daher nicht völlig ins Leere laufen zu lassen ist die Regelung des § 57 Abs. 1 S. 2 AktG entgegen deren Wortlaut nicht dergestalt auszulegen, dass der Rückerwerb eigener Aktien unabhängig von der seitens der Gesellschaft zu erbringenden Gegenleistung zulässig ist, solange die Vorgaben des § 71 AktG beachtet sind, sondern der Rückerwerb vielmehr, wie ein jedes anderes Austauschgeschäft mit den Aktionären auch, nur dann nicht gegen § 57 Abs. 1 S. 1 Akt verstößt, wenn der Erwerb zu angemessenen, einem Drittvergleich am Markt standhaltenden, Konditionen stattfindet.[2076]

So sich die Scrip Dividend allerdings vermöge des Merkmals ‚echter' Optionalität charakterisiert findet,[2077] sprich die mit dem *Treasury*-Instrument bezweckte adäquate Adressierung der heterogenen Ausschüttungspräferenzen des Aktionariats den vorgehenden Ausführungen nach nur dergestalt zu besorgen ist, dass sich Bar- und Aktienkomponente bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise annäherungsweise äquivalent lukrativ ausgestaltet finden,[2078] erfolgt iRd. Tauschofferte eine derivative Veräußerung

2075 Vgl. hierzu anstatt vieler die Ausf. bei *Bieder*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin., Kapitel 9 Rn. 29 ff. mwN.

2076 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 177.

2077 Hierzu bereits in Kapitel B.III.2.e). Vgl. i.Ü. anstatt vieler *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 2.

2078 Dazu bereits die insofern uneingeschränkt übertragbaren Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(b).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

der *Treasury Shares* iSd. §§ 71 ff. AktG zu einem börsenkursnahen[2079] Preis, sodass es sich bei dem Austausch um ein marktübliches bzw. neutrales (Dritt-)Geschäft (*dealing at arms' length*) handelt, das der Gesellschaft nach allgM.[2080] ohne Weiteres gestattet ist und § 57 AktG mit seinem Zweck der Vermögensbindung[2081] nicht betrifft, mithin aus dessen Anwendungsbereich herausfällt[2082].[2083]

Daran ändert auch ein moderater Aufschlag[2084] zum Börsenkurs ob dessen, dass der Marktpreis, bei börsennotierten Gesellschaften also der Börsenkurs,[2085] iRd. Rückerwerbs eigener Aktien grundsätzlich[2086] nicht überschritten werden darf,[2087] aus dreierlei Gründen nichts.

Erstens weist dieser Aufschlag in seiner Funktion als Sicherheitsaufschlag[2088] keinen Bezug zur Aktionärsstellung auf (*dealing at arms' length*), sodass nach der allgemeinen Definition, derer nach es sich dann um ein marktübliches bzw. neutrales Drittgeschäft handelt, wenn das Austauschgeschäft von einem ordentlichen, gewissenhaften, nach kaufmännischen Grundsätzen handelnden Geschäftsleiter unter sonst gleichen Umständen auch mit einem Nichtgesellschafter zu den gleichen Bedingungen abgeschlossen worden wäre,[2089] keine verdeckte Ausschüttung iSd. § 57 AktG vorliegt.[2090]

2079 Eingehend hierzu bereits grundsätzlich übertragbaren Ausf. in Kapitel D.III.1.e)dd)bbb)(4)(a). Vgl. in diesem Kontext ferner auch schon die Ausf. in Kapitel D.III.1.c)dd)bbb)(1)(b).

2080 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1730.

2081 S. hierzu bereits die eingehenden Ausf. oben in Kapitel B.I.1.

2082 Explizit idS. e.g. *Bayer*, in: MüKo, AktG, § 57 Rn. 48 ff.; *Henze*, in: GK, AktG, § 57 Rn. 35. I.Ü. allgM. Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 177.

2083 Dergestalt zu interpretieren wohl auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 686 f. = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 7.

2084 Der Aufschlag bildet gewissermaßen das Pendant zum bereits thematisierten Discount, der iRd. bereits thematisierten Strukturierungsvarianten iaR. (s. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel A.III.2 sowie diejenigen in der zugehörigen Fn. 40 mitsamt den dortigen Nachw.) gewährt wird.

2085 Vgl. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1059.

2086 Vgl. dazu bereit die Ausf. und Nachw. in Fn. 1060.

2087 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 177.

2088 Es handelt sich beim Sicherheitsaufschlag iRd. Rückerwerbs eigener Aktien um das Pendant zum iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien iaR. gewährten Sicherheitsabschlag (s. hierzu bereits die Ausf. oben in Kapitel A.III.2 sowie diejenigen in der zugehörigen Fn. 40 mitsamt den dortigen Nachw.).

2089 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1063.

2090 Vgl. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Nachw. in den Fn. 1059 und 1060.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Zweitens wird eine derart geringfügige Abweichung vom Marktpreis in der präsenten Konstellation dergestalt durch betriebliche Gründe sachlich gerechtfertigt,[2091] dass die Zahlung eines Aufschlags erforderlich ist, um (grundsätzlich) verkaufsbereiten Aktionären einen Anreiz zum Verkauf an die Gesellschaft zu bieten (Verkaufsanreizmarge[2092]), damit das Bardividendensurrogat zu konzipieren und dergestalt letztlich den Eindruck zu vermeiden, die Gesellschaft habe die Gestaltung aus Liquiditätsnöten gewählt,[2093] könnten die Aktionäre ihre Anteile doch anderweitig genauso gut zum jeweils aktuellen Marktpreis an der Börse verkaufen[2094].

Drittens präsentiert sich die in § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG verankerte Regelung, derer nach iRd. Ermächtigung zum Rückerwerb eigener Aktien für die Gegenleistung ein Korridor (niedrigster und höchster Gegenwert) anzugeben ist, woraus zwangsläufig folgt, dass der Börsenkurs iRd. Rückerwerbs eigener Aktien über- oder unterschritten werden darf, allein dergestalt als sinnig.

Ob dessen, dass die Frage nach der Zulässigkeit der Gewährung eines (moderaten) Aufschlags auf den Börsenkurs hiernach zu bejahen ist sowie ungeachtet des Umstandes, dass ein solcher mit Blick auf dessen Funktionen als Sicherheitsaufschlag[2095] und Verkaufsanreizmarge[2096] erforderlich ist, darf nicht unbesehen bleiben, dass die Gewährung eines entsprechenden Aufschlags spezifisch mit Blick auf letzterwähnte Funktion ein zweischneidiges Schwert ist.

Einerseits kann nämlich seitens der Gesellschaft nur dergestalt dafür gesorgt werden, dass das Maßnahmenpaket aus Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG iVm. der auf die ausgegebenen Berichtigungsaktien bezogenen Rückkaufsofferte iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG

2091 Zum Erfordernis der betrieblichen Rechtfertigung s. BGH, Urt. v. 01.12.1986 – II ZR 306/85, NJW 1987, 1194, 1195. Vgl. hierzu ferner auch *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, § 57 Rn. 10.

2092 Es handelt sich bei der Verkaufsanreizmarge iRd. Rückerwerbs eigener Aktien um das Pendant zur iRd. Wiederveräußerung eigener Aktien iaR. gewährten Kaufanreizmarge (s. hierzu bereits die Ausf. oben in Kapitel A.III.2 sowie diejenigen in der zugehörigen Fn. 39 mitsamt den dortigen Nachw.).

2093 Vgl. in diesem Kontext auch die Ausf. bei *Wegmann*, HV Magazin 04/2014, 24, 25: „[...] bestand die Sorge, dass Aktionäre die Ausgabe von Gratis-Aktien [iRe. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG] nicht als adäquaten Bardividendenersatz gesehen und als Abkehr von der kommunizierten Dividendenpolitik gewertet hätten.“.

2094 Vgl. hierzu anstatt vieler *Merkt*, in: GK, AktG, § 71 Rn. 31, 58.

2095 S. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 2088.

2096 S. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 2092.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

vom Aktionariat als Dividendensurrogat interpretiert wird, mithin dass etwaige Ausschüttungserwartungen der Aktionäre[2097] nicht enttäuscht werden.

Andererseits schafft der Aufschlag, was er ja in seiner Funktion als Verkaufsanreizmarge[2098] auch bedingt soll, bei den Anteilseignern einen Inzentiv zur Veräußerung der zugeteilten Berichtigungsaktien (an die Gesellschaft) und wirkt sich dementsprechend, so Aktionäre diesem nachgeben, mit Blick auf die intendierte Liquiditätserhaltung[2099] kontraproduktiv aus, sollte folglich aus dieser Warte heraus möglichst gering ausfallen.

(2) Annahmefrist

Was die Frist zur Ausübung des Andienungsrechts anbelangt sollte diese – wie bereits ausgeführt[2100] – stets so bemessen werden, dass den Aktionären eine angemessene Zeitspanne zur Prüfung der Angebotskonditionen verbleibt., die nach überwiegender Meinung in analoger Anwendung des § 186 Abs. 1 S. 2 AktG mit mindestens zwei Wochen zu veranschlagen ist[2101].

ii) Bezugs- bzw. Wahlrechtsausübung & Abgabe von Übertragungserklärungen

Während der in dem öffentlichen Rückkaufsangebot vorgesehenen Annahmefrist müssen sich die Aktionäre schließlich zwischen dem Behalt der infolge der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG zugeteilten Berichtigungsaktien und deren Veräußerung an die Gesellschaft entscheiden, wobei das Angebot freilich nicht einheitlich angenommen werden muss.[2102]

2097 S. in diesem Kontext bereits die eingehenden Ausf. in Kapitel B.III.

2098 S. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 2092.

2099 Zur Validität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments s. schon die Ausf. und Verw. in Fn. 25.

2100 S. hierzu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.4.b)hh), dort vor aaa).

2101 S. hierzu bereits die Nachw. oben in Fn. 1295.

2102 Auf die auf diese Konstellation übertragbare obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.f)dd)ccc) bzgl. der Empfehlung, die Möglichkeit eines Widerrufs der Annahmeerklärung per entsprechender Regelung im öffentlichen Rückkaufsangebot zu versagen, wird an dieser Stelle verwiesen.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aaa) Grundprinzipien

Diejenigen Aktionäre, die während des betreffenden Zeitraums untätig bleiben, behalten denklogischerweise die zugeteilten Berichtigungsanteile. Vice versa müssen die Anteilseigner zum Zwecke der Vereinnahmung des Kaufpreises als Dividendensurrogat aktiv werden und gegenüber der Gesellschaft eine entsprechende Annahmeerklärung, für die ihnen im Nachgang zur Hauptversammlung ein entsprechendes Formular zur Verfügung gestellt wird,[2103] abgeben.

Entscheidet sich der jeweilige Aktionär zur Annahme des öffentlichen Rückkaufsangebots, so kommt infolge rechtzeitigen Zugangs der Annahmeerklärung bei der Gesellschaft durch Angebot und Annahme gemäß §§ 145 ff. BGB zwischen dem betreffenden Aktionär und der Gesellschaft – vorbehaltlich der lediglich teilweisen Berücksichtigung von Annahmeerklärungen[2104] – ein Kaufvertrag iSd. §§ 434 ff. BGB zustande, aus dem einerseits ein Anspruch der Gesellschaft auf Lieferung von Berichtigungsaktien in entsprechenden Umfang, andererseits ein gegenläufiger Anspruch des Aktionärs, gerichtet auf Zahlung des hierfür zu vergütenden Angebotspreises, resultiert.

Gleichsam findet sich die betreffende, nach gebräuchlichem Gebaren in Papierform zu übermittelnde,[2105] Ausübungserklärung[2106] in der Praxis zum Zwecke der Vermeidung weiterer Komplexitäten iaR. derart ausgestaltet, dass mittels ihr drei Erklärungen, namentlich Annahme-, Übertragungs- und Unterlassungserklärung zugleich abgegeben werden.

Dergestalt bestimmen die die Rückkaufsofferte annehmenden Anteilseigner mittels entsprechender Erklärung erstens, dass sie das Rückkaufsangebot annehmen (Annahmeerklärung), zweitens übertragen und übereignen sie die zum Rückkauf eingereichten Berichtigungsaktien – vorbehaltlich des Zugangs der Annahmeerklärung nach Ablauf der Annahmefrist der Rückkaufsofferte bei der Gesellschaft sowie vorbehaltlich einer lediglich teilweisen Berücksichtigung von Annahmeerklärungen[2107] – Zug um Zug gegen Zahlung des Angebotspreises an die Gesellschaft (Übertra-

2103 Vgl. hierzu bereits die Nachw. in Fn. 1624.
2104 Vgl. hierzu bereits die Ausf. in Kapitel D.III.4.b)hh)bbb) mitsamt den dortigen Verw.
2105 Vgl. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1623.
2106 Zu der Empfehlung, die Wahlrechtsausübung unwiderruflich zu gestalten und den Hintergründen hierfür s. bereits die Ausf. in Kapitel D.III.1.f)dd)ccc).
2107 Vgl. hierzu bereits die Ausf. in Kapitel D.III.4.b)hh)bbb) mitsamt den dortigen Verw.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gungserklärung) und drittens erklären sie, bis zum Abschluss der Abwicklung der Rückkaufsofferte keine (weiteren) Erklärungen bezogen auf eine Verfügung über die betreffenden Berichtigungsaktien abzugeben (Unterlassungserklärung).[2108]

bbb) Exkurs: Einschaltung von Intermediären

An den vorskizzierten Prinzipien ändert der Umstand, dass in der Praxis zur Entlastung der Gesellschaft bzw., so die Gesellschaft den Aufwand in Anbetracht des Umfangs bzw. der Komplexität der Transaktion nicht selbst zu bewältigen vermag, regelmäßig Intermediäre, namentlich auf Seiten der Aktionäre deren Depotbanken sowie auf derer der Gesellschaft eine Transaktionsbank,[2109] eingeschaltet werden, nichts.

(1) Depotbanken der Aktionäre als Intermediäre

Insofern handelt es sich bei denjenigen Faktizitäten, dass die Aktionäre das Formular zur Erklärung der Annahme des öffentlichen Rückkaufsangebots in der Praxis nicht direkt von der betreffenden Gesellschaft, sondern stattdessen von ihrer Depotbank zur Verfügung gestellt bekommen und sich infolge auch gegenüber dieser entsprechend erklären, sowie dass die betreffenden Depotbanken die Annahmeerklärungen der Einzelaktionäre bündeln und in einer Sammelerklärung an die zentrale Abwicklungsstelle (auch: Transaktionsbank) weiterleiten, um Diskrepanzen rein technischer Natur.

(2) Transaktionsbegleitende Bank als Intermediär

Abweichend hiervon geht mit der Einschaltung einer transaktionsbegleitenden Bank insofern eine geringfügige rechtstechnische Abweichung einher, als diese zum Zwecke der Vereinfachung der Transaktionsdurchführung iaR. eine treuhänderische Funktion übernimmt.

2108 S. hierzu auch die auf diese Konstellation übertragbaren Ausf. bei *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 f. = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 28.

2109 Vgl. in diesem Kontext auch den Nachw. oben in Fn. 1625.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Diesbezüglich schließen Gesellschaft und Transaktionsbank idR. bereits zu Beginn der Transaktion eine Mandatsvereinbarung (*Engagement Letter*) ab,[2110] sowie später, idR. zeitgleich mit Einberufung der Hauptversammlung, einen hierauf fußenden Transaktionsvertrag, der die wechselseitigen Rechte und Pflichten iRd. Transaktionsimplementierung festhält.[2111]

So verpflichtet sich im Transaktionsvertrag einerseits die Gesellschaft dazu, die erforderliche Anzahl an Berichtigungsaktien zurückzukaufen sowie die wesentlichen Transaktionsdokumente (öffentliches Rückkaufsangebot, Festlegung des Angebotspreises) vor deren Veröffentlichung mit der transaktionsbegleitenden Bank abzustimmen,[2112] sowie sich andererseits – und hierauf kommt es im präsenten Kontext an – letztgenannte in ihrer Rolle als *Settlement* bzw. *Payment Agent* (Zahlstelle) dazu verpflichtet, den Aktienrückkauf technisch abzuwickeln, mithin sich zunächst die Berichtigungsanteile der verkaufswilligen Aktionäre unter Einbindung der Depotbanken seitens der Aktionäre durch Abschluss entsprechender Abtretungsverträge mit diesen zedieren zu lassen, diese sodann kumuliert treuhänderisch für die annehmenden Aktionäre zum Rückkauf bei der Gesellschaft einzureichen und nach Durchführung der Transaktion den hierfür von der Gesellschaft erhaltenen Kaufpreis an die berechtigten Aktionäre auszuzahlen[2113].

Demnach bestimmen die Aktionäre mittels der Annahmeerklärung entsprechend den dortigen Vorsehungen nicht nur, dass sie das öffentliche Rückkaufsangebot annehmen, sondern treten gleichsam die zum Rückkauf einzureichenden Berichtigungsaktien an die Transaktionsbank ab und beauftragen diese damit, diese treuhänderisch im eigenen Namen auf Rechnung der betreffenden Anteilseigner zum Rückkauf bei der Gesell-

2110 S. hierzu bereits die Ausf. und Nachw. in Fn. 1629.

2111 Vgl. hierzu auch die in ihren Grundzügen auf diese Strukturierungsvariante übertragbaren Ausf. bei *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 229, 231; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 692 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 39.

2112 Vgl. in diesem Kontext die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 1631.

2113 Soweit die Transaktionsbank iRd. Transaktionsvertrags zur Inempfangnahme des Kaufpreises ermächtigt und verpflichtet wird, begründen die sich hierauf beziehenden Regelungen im Transaktionsvertrag einen echten Vertrag zu Gunsten Dritter iSd. § 328 BGB zugunsten derjenigen Aktionäre, die das Rückkaufsangebot angenommen und infolge Berichtigungsaktien zum Rückkauf eingereicht haben. Die betreffenden Aktionäre erhalten dadurch insbesondere das (einklagbare) Recht, nach Maßgabe des öffentlichen Rückkaufsangebot die Zahlung des Angebotspreises von der transaktionsbegleitenden Bank verlangen zu können.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

schaft einzureichen und den hierfür seitens der Gesellschaft zu gewährenden Kaufpreis treuhänderisch zu vereinnahmen.[2114]

ccc) Steuerliche Konsequenzen der Annahme der Rückkaufsofferte

Nicht unbesehen bleiben dürfen in diesem Kontext allerdings die steuerlichen Konsequenzen der Annahme der Rückkaufsofferte.

So ist zwar der Erwerb der neuen Rechte aus der Kapitalerhöhung entsprechend den Ausführungen in Kapitel D.III.4.b)gg) gemäß § 1 KapErhStG ertragsneutral und unterliegt weder der Einkommen- noch der Körperschaft- oder Gewerbesteuer,[2115] der Verkauf der Berichtigungsaktien an die Gesellschaft ist hingegen ein regulärer Veräußerungsvorgang, der – in Höhe der Differenz zwischen dem seitens der Aktiengesellschaft gezahlten Angebotspreis und den Anschaffungskosten bzw. dem Buchwert der Anteile – zu einem steuerpflichtigen Veräußerungsgewinn bzw. -verlust führt.

Hierbei hängt die Höhe eines etwaigen steuerpflichtigen Gewinns infolgedessen, dass die steuerlich relevanten Anschaffungskosten gemäß § 3 KapErhStG durch gleichmäßige Verteilung der ursprünglichen Anschaffungskosten auf die alten und neue Rechte zu ermitteln sind, von den Anschaffungskosten bzw. Buchwerten der Altaktien ab, ist dergestalt für jeden Aktionär individuell zu ermitteln.

Diese steuerliche Behandlung, sprich die Besteuerung des Veräußerungsgewinns, ist für das Aktionariat abgesehen von der tendenziell niedrigeren Steuerbemessungsgrundlage generell vorteilhafter als diejenige, die betreffend die bisher iRd. Arbeit thematisierten Spielarten von Scrip Dividends greift, was maßgeblich auf dem Umstand beruht, dass Veräußerungsgewinne bei inländischen Körperschaften doch stets zu 95 % von der (Körperschaft- und Gewerbe-)Steuer freigestellt sind, vgl. § 8b Abs. 2 KStG und § 7 S. 4 Hs. 2 GewStG, während die Ausschüttung einer wahlweisen, vgl. §§ 262 ff. BGB, ‚echten' Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG sowie die (der Konzeptualisierung der *Forward*-Strukturen zugrundliegende) Ausschüttung einer Bardividende nur bei einer Mindestbeteiligung von 10 % von der Körperschaftsteuer, vgl. § 8b Abs. 4 S. 1 KStG, bzw. einer solchen von

2114 Vgl. hierzu auch die in ihren Grundzügen auf diese Strukturierungsvariante übertragbaren Ausf. bei *Arntz/Remmel*, RdF 2014, 231; *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 689 f. = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 28.

2115 S. dazu bereits die Nachw. in Fn. 2059.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

15 % von der Gewerbesteuer, vgl. § 9 Nr. 2a GewStG, befreit ist. Ausländische Körperschaften betreffend müssen diese einen Veräußerungsgewinn den gängigen Regelungen in den einschlägigen Doppelbesteuerungsabgekommen nach nicht versteuern, während der deutsche Fiskus im Kontext von Dividendenausschüttungen an solche idR. Kapitalertragsteuer von bis zu 15 % einbehalten darf.

jj) *Settlement*: Abwicklung des Rückkaufsangebots & Zahlung des Kaufpreises

Auf den Vorgang des Implementierungsprozesses zurückkommend hat der Vorstand nach Ablauf der Annahmefrist durch Auszählung der Annahmeerklärungen festzustellen, wie viele Berichtigungsaktien seitens der Aktionäre zum Rückkauf eingereicht worden sind und dabei im Falle einer Überzeichnung der Rückkaufsofferte die entsprechende Repartierung vorzunehmen[2116].

Sodann erfolgt Zug um Zug gegen Übertragung der zum Rückkauf eingereichten Berichtigungsaktien die Zahlung des hierfür zu vergütenden Angebotspreises, wobei sich die Gutschrift – der auch in dieser Konstellation unverzüglich vorzunehmenden Zahlung des Kaufpreises – im Falle einer lediglich teilweisen Berücksichtigung von Annahmeerklärungen[2117] aus abwicklungstechnischen Gründen ggf. um wenige Tage verzögern kann.

kk) ‚Nachbereitung'

Nicht unbesehen darf allerdings bei alledem bleiben, dass sich die Gesellschaft iRd. Konzeptualisierung insofern bzw. insoweit, als dass Aktien seitens der Gesellschaft zurückgekauft und infolge an diese übertragen werden, eigene Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG ins Depot legt. Dort können diese zwar selbstverständlich schlichtweg als *Asset* verbleiben, mit Blick auf das hierin schlummernde Volatilitätsrisiko mag dies jedoch durchaus unerwünscht sein.

2116 Vgl. hierzu bereits die Ausf. oben in Kapitel D.III.4.b)hh)bbb) mitsamt den dortigen Verw.

2117 Vgl. dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.4.b)hh)bbb) mitsamt den dortigen Verw.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Ist letzteres der Fall so verbleiben mehrere Alternativen. Dergestalt besteht zunächst die Option, die *Treasury Shares* den in § 71 Abs. 1 Nr. 2 bzw. 3 AktG normierten Zwecken zuzuführen oder diese schlichtweg wieder zu veräußern, worunter entsprechend den Ausführungen in Kapitel D.III.1 selbstredend auch die Wiederausgabe iRe. als wahlweise ‚echte' Sachdividende[2118] bzw. gemäß denjenigen in Kapitel D.III.2 die iRe. als *Forward*-Struktur ‚Modell *E.ON*'[2119] konzipierten Scrip Dividend-Offerte in Folgejahren fällt.

Darüber hinaus kann die Gesellschaft die rückerworbenen eigenen Aktien auch, entweder auf Grundlage eines entsprechenden Beschlusses der Hauptversammlung, vgl. § 237 Abs. 2 S. 1 AktG iVm. § 222 Abs. 1 AktG, der vorbehaltlich der Vorsehung der Erforderlichkeit einer größeren Kapitalmehrheit oder weiterer Erfordernisse in der Satzung der Gesellschaft mit einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals zu fassen ist, oder auf der Grundlage einer dem Vorstand seitens der Hauptversammlung erteilten Einziehungsermächtigung iSd. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 6 AktG[2120] (mit der Konsequenz der Vernichtung der durch diese Aktien repräsentierten Mitgliedschaftsrechte[2121]) im Verfahren der Kapitalherabsetzung durch Einziehung gemäß §§ 237 ff. AktG einziehen.

c) Validität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments

Was die final auch bzgl. dieser Spielart zu analysierende Validität des Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments betrifft, ist zunächst festzustellen, dass der Bestand an flüssigen Mitteln der Gesellschaft freilich nur insofern geschont wird, als sich die Aktionäre zum Behalt der iRd. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gemäß §§ 207 ff. AktG zugeteilten Berichtigungsaktien entscheiden, sprich die Rückkaufsofferte ausschlagen bzw. die in dieser vorgesehene Annahmefrist untätig verstreichen lassen, hat die Gesellschaft doch denjenigen Aktionären, die die Annahme der Rückkaufsofferte erklären, den entsprechenden Angebotspreis zu zahlen, was seinerseits unmittelbar mit einem Liquiditätsabfluss verquickt ist.

2118 S. hierzu bereits die Ausf. oben in Kapitel D.III.1.
2119 S. dazu die obigen Ausf. in Kapitel D.III.2.
2120 S. hierzu bereits die Ausf. oben in Kapitel D.III.4.b)ee).
2121 Vgl. anstatt vieler *Marsch-Barner/Maul*, in: Spindler/Stilz, AktG, § 237 Rn. 7.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Darüber hinaus genießt das Argument der Schonung des Bestands an flüssigen Mitteln der Gesellschaft selbstredend auch insofern keine Gültigkeit, als diese im Zusammenhang mit den Kosten der Implementierung[2122] des *Treasury*-Instruments Liquiditätsabflüsse (exempli gratia in Gestalt der Zahlung des Honorars bzw. der Vergütung an die transaktionsbegleitende Kanzlei und Bank, der Notarkosten, der Kosten der Handelsregistereintragung sowie derjenigen für Dienstleistungen der *Clearstream* und Veröffentlichungen im Bundesanzeiger) verbucht.

d) Fazit zur Implementierung von Scrip Dividends als *Reverse*-Struktur

Zusammenfassend ist nach alledem festzuhalten, dass iRd. als *Reverse*-Struktur bezeichneten Konzeptualisierung einer Scrip Dividend zunächst im Verfahren der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff. AktG) eine Umwandlung von Kapital- und/oder Gewinnrücklagen in Grundkapital stattfindet,[2123] wodurch dem Aktionariat ipso iure, vgl. § 212 S. 1 AktG, neue – meist als „Gratisaktien"[2124] – bezeichnete Anteile zugeordnet werden, für die den Anteilseignern im Anschluss an die Durchführung der Kapitalmaßnahme seitens der Gesellschaft ein öffentliches Aktienrückkaufsangebot, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, unterbreitet wird.[2125]

Auf diese Weise können die Aktionäre nach freiem Ermessen entscheiden, ob die iRd. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln kraft Gesetzes, vgl. § 212 S. 1 AktG, zugeordneten Berichtigungsanteile[2126] behalten oder der Gesellschaft iRd. freiwilligen Erwerbsangebots angedient werden sollen. Das Wahlrecht der Aktionäre geht demnach wirtschaftlich auf Barzahlung anstelle der „Gratisaktien"[2127]. Die Aktionäre können die Berichtigungsanteile an die Gesellschaft veräußern und erhalten dafür einen Kauf-

2122 Vgl. hierzu auch bereits die Ausf. oben in Kapitel C.III.2.a).
2123 S. in diesem Kontext bereits die Ausf., Nachw. und Verw. in Fn. 7.
2124 Hierzu sowie zur nomenklatorischen Irreführung durch diese Bezeichnung s. schon die Ausf. und Verw. in Fn. 8.
2125 S. in diesem Kontext die obigen Ausf. und Nachw. in Fn. 10.
2126 Terminologie nach *Förschle/Kropp*, in: Winkeljohann/Förschle/Deubert, Sonderbilanzen, Kapitel E Rn. 11. S. in diesem Kontext bereits die Ausf. und Verw. in Fn. 8.
2127 Hierzu sowie zur nomenklatorischen Irreführung durch diese Bezeichnung s. schon die Ausf. und Verw. in Fn. 8.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

preis, der funktional einer Bardividende entspricht bzw. ein Surrogat zur Ausschüttung einer solchen bildet.[2128]

Zentraler Vorteil der *Reverse*-Struktur ist damit in Abgrenzung zu den in Kapitel D.III.1 und D.III.2 thematisierten Strukturierungsvarianten, dass zunächst sämtliche Anteilseigner Aktien als Dividendensurrogat zugeteilt erhalten, demnach also diejenige Situation, dass zugunsten der Aktienkomponente votierende Aktionäre ihren Bezugswunsch nicht erfüllt bekommen,[2129] nicht eintreten kann.

Damit schlägt die liquiditätsschonende Wirkung der Gestaltung nämlich insoweit stets voll durch, als sich die Aktionäre gegen die Annahme des Rückkaufsangebots entscheiden bzw. untätig bleiben, und droht nicht, wie es bei den in Kapitel D.III.1 und D.III.2 Spielarten denkbar ist, durch einen nicht ausreichenden Bestand an *Treasury Shares* iSd. §§ 71 ff. AktG unterminiert zu werden.

Ebenso dürfte es sich bei dieser Konzeption einer Scrip Dividend um diejenige mit der schlanksten bzw. den geringsten Komplexitätsgrad aufweisenden Transaktionsstruktur und infolge um die den geringsten Implementierungsaufwand verursachende Strukturierungsvariante handeln, bestehen doch iRd. – und in Abgrenzung zu den in den vorgehenden Unterkapiteln vorgestellten Gestaltungen – Spielart keine wertpapierrechtlichen Dokumentations- bzw. Veröffentlichungspflichten.

Gewissermaßen bedenklich ist hingegen, dass diese Ausgestaltungsvariante einer Scrip Dividend die Zuteilung von Berichtigungsaktien zur ‚*Default*-Option' mutieren lässt, die Anteilseigner also zwangsläufig dergestalt aktiv werden müssen,[2130] dass sie entweder Rückkaufsofferte der Gesellschaft annehmen oder die Veräußerung der zugeteilten Aktien am Markt veranlassen, so sie Bares in Form der Zahlung des Angebotspreises bzw. des Börsenpreises fließen sehen wollen.

Darin nämlich dürfte ob dessen, dass den Aktionären das korrespondierende Rückkaufsangebot unmittelbar im Anschluss an die sowie in unmittelbaren Zusammenhang mit der Zuteilung der Berichtigungsaktien unterbreitet wird, sowie unabhängig davon, dass Aktien einer börsennotierten Gesellschaft einen hohen Fungibilitätsgrad aufweisen, sich deren

---

2128 S. zu alledem bereits die Ausf., Nachw. und Verw. in Fn. 10.

2129 S. dazu bereits die obigen Ausf. in Kapitel D.III.1.d)bb), die gemäß derjenigen in Kapitel D.III.2.b) uneingeschränkt auf die in Kapitel D.III.2 thematisierte Strukturierungsvariante übertragbar sind, vgl. ferner auch die Ausf. in Kapitel D.III.1.g)aa).

2130 Vgl. hierzu die Ausf. oben in Kapitel D.III.4.b)ii)aaa).

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Marktwert also ohnehin leicht in Geld realisieren lässt,[2131] eine für das Aktionariat erhebliche Abweichung von der (unterstellten) bisherigen Ausschüttung einer Dividende in bar liegen, die mit Blick auf das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität'[2132] leicht dergestalt zu interpretiert werden mag, dass sich die Gesellschaft in Liquiditätsnöten befindet. Dieser Eindruck ist aber freilich tunlichst zu vermeiden, weshalb sich eine entsprechende rechtstechnische Konzeptualisierung nur sehr bedingt anbieten dürfte.[2133]

2131 Zu diesem Aspekt s. schon die Ausf. und Verw. in Fn. 780.

2132 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).

2133 Vgl. hierzu bereits die obigen Nachw. in Fn. 2093.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

E. De lege ferenda: (Kein) Bestehen legislatorischen Handlungsbedarfs

So sich bereits eingangs zu dieser Arbeit statuiert findet, dass die Scrip Dividend bezogen auf den deutschen Markt eine als ‚langsam aufkeimendes Nischendasein' zu deskribierende Existenz führt[2134] und als einer der maßgeblichen Gründe hierfür die Faktizität angeführt wird, dass es an (expliziten) gesetzlichen Normierungen um das Gestaltungsinstrument fehlt,[2135] während die rigiden kapitalaufbringungs- und kapitalerhaltungsrechtlichen Statuten des deutschen Aktienrechts die Strukturierung hierzulande (zusätzlich) verkomplizieren,[2136] liegt abschließend freilich die Frage nahe, ob es nicht de lege ferenda wünschenswert wäre, der Gesetzgeber schüfe entsprechende Regelungen bzw. Erleichterungen für die Scrip Dividend.

In diesem Kontext hätte es der Gesetzgeber noch nicht einmal sonderlich schwer, findet sich mittels der iRd. Gesetzesinitiative zur Änderung des § 15 Abs. 1 UmwG im Jahr 2000 präsentierten Normierungsvorschläge doch bereits eine entsprechende Blaupause gezeichnet.

Diesbezüglich war nämlich zum damaligen Zeitpunkt iRd. in Bezug genommenen Gesetzesinitiative eine dahingehende Reformation des § 15 UmwG angestrebt worden, dass der gemäß § 15 Abs. 1 UmwG für den Fall, dass das Umtauschverhältnis iRe. Verschmelzung zu Lasten der Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft zu niedrig bemessen oder die Mitgliedschaft bei dem übernehmenden Rechtsträger kein ausreichender Gegenwert für den Anteil oder die Mitgliedschaft bei dem übertragenden

---

2134 Anders wohl *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 694, die das Stadium des „Schattendaseins" der Scrip Dividend als beendet verstehen und diese als am deutschen Kapitalmarkt etabliertes Gestaltungsinstrument bewerten.

2135 IdS. auch die in Fn. 68 Genannten.

2136 IdS. bspw. auch *Schlitt/Kreymborg*, AG 2018, 685, 686 = *dies.*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, § 28 Rn. 5. Vgl. in diesem Kontext auch schon die obigen Ausf. in Kapitel A.IV.5 dazu, dass im internationalen Umfeld, so e.g. in Frankreich und Spanien (dazu die Nachw. in den Fn. 90, 91 und 92), längst entsprechende materiell-rechtliche Statuten aktienrechtlicher Natur, aber auch die Gestaltung erfassende kapitalmarktrechtliche Regelungen betreffend die Prospektpflichtigkeit, existieren.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Rechtsträger ist, zu leistende Nachteilsausgleich nicht weiter zwingend in Form barer Zuzahlung zu erfolgen hat[2137].

Stattdessen sollte der Gesellschaft den Reformationsbestrebungen nach zum Zwecke der Begrenzung des weder der Höhe noch dem Zeitpunkt nach kalkulierbaren Risikos eines Eigenkapitalverlusts[2138] sowie zum Zwecke der Liquiditätsschonung bzw. -erhaltung[2139] fortan ein Wahlrecht bzw. eine Ersetzungsbefugnis (facultas alternativa) dahingehend zukommen, den Ausgleich durch Gewährung von Zusatzaktien anstelle einer baren Zuzahlung zu besorgen.[2140]

Mit diesen Vorschlägen gingen schließlich verschiedentliche Anregungen zu korrespondierenden Gesetzesanpassungen bzw. -änderungen einher, die der Gesellschaft die Bereitstellung der für diesen Ausgleich benötigten Aktien erleichtern sollten, exempli gratia der Vorschlag einer Ausdehnung des Rechts zum Erwerb eigener Aktien (genauer: einer Erweiterung der Akquisitionsanlässe des § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG[2141]) sowie die Einfügung einer gesetzlichen Ausnahme zu § 212 S. 1 AktG, die allein die aus-

---

2137 Der Gesetzgeber hatte seinerzeit, wenn auch mit wenig stichhaltigen Argumenten, einen Ausgleich durch Gewährung zusätzlicher Aktien abgelehnt und die bare Zuzahlung als einzige Möglichkeit des Ausgleichs vorgeschrieben, s. Begr. des Gesetzes zur Umsetzung der Verschmelzungsrichtlinie, BT-Drucks. 9/1065, S. 21.

2138 Eingängig dazu *Hoffmann-Becking*, WPg-Sonderheft 2001, S. 121, 124: „Für die übernehmende Gesellschaft bedeutet dies [gemeint ist der Umstand, dass § 15 UmwG zum Ausgleich ausschließlich eine bare Zuzahlung und nicht etwa einen Ausgleich durch Gewährung zusätzlicher Aktien vorsieht] das Risiko einer künftigen Zahlung zu Lasten des Eigenkapitals in nicht vorhersehbarer Höhe zu einem nicht vorhersehbaren Zeitpunkt.“.

2139 S. hierzu e.g. *Vetter*, ZHR 2004, 8, 44.

2140 Früher bereits dergestalt die Empfehlung des Handelsrechtsausschusses des DAV in seiner Stellungnahme zum RefE des UmwG, s. *DAV*, WM 1993, Sonderbeil. 2, Rn. 53;. Im präsenten Kontext vgl. v.a. dessen Vorschläge zur Änderung des UmwG von 2000 (= *DAV*, NZG 2000, 802, 803) sowie dessen Stellungnahme zu den Gesetzgebungsvorschlägen der Regierungskommission Corporate Governance (= *DAV*, BB 2003, Sonderbeil. 4, S. 9). Ähnlich auch der Vorschlag der Regierungskommission Corporate Governance, der die Gewährung von Aktien als Option für den Fall des § 14 Abs. 2 UmwG vorsieht, vgl. *Baums*, Bericht RKCG, Rn. 151. S. ferner auch die Ausf. bei *Bayer*, ZHR 1999, 505, 551; *Hirte*, in: GK, AktG, § 203 Rn. 10; *Hoffmann-Becking*, WPg-Sonderheft 2001, S. 121, 124; *Maier-Reimer*, ZHR 2000, 563, 580; *Martens*, AG 2000, 301, 308; *Philipp*, AG 1998, 264, 271; *Rebmann*, Spruchstellenverfahren, S. 67 ff.; *Vetter*, ZHR 2004, 8, 18; *Winter*, in FS Ulmer, S. 699, 721.

2141 Ein Erwerb zum Nachteilsausgleich kann nach derzeitiger Fassung des § 71 AktG nur nach dessen Abs. 1 Nr. 8, nicht hingegen nach Abs. 1 Nr. 3 erfolgen,

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gleichsberechtigten Aktionäre an der zum Zwecke des Ausgleichs durchgeführten Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln teilhaben lässt[2142].

Ferner war in diesem Kontext schließlich auch eine Erweiterung des Rechtsinstituts des bedingten Kapitals erwogen worden sowie über die Möglichkeit der Inanspruchnahme eines genehmigten Kapitals zur Schaffung der ‚Ausgleichsaktien' sinniert wurde.[2143] Dergestalt sollten die den übertragenden Aktionären anstelle des Nachteilsausgleichs in bar zu gewährenden ‚Ausgleichsaktien' durch Ausnutzung eines bedingten bzw. genehmigten Kapitals und gegen Sacheinlage der Ansprüche auf bare Zuzahlung geschaffen werden,[2144] wobei die Zeichnung der neuen Aktien durch einen von der Gesellschaft bestellten Treuhänder erfolgen, die Gewährung von Bruchteilen von Aktien ausgeschlossen und stattdessen ein Ausgleich von Spitzenbeträgen in bar stattfinden, sowie Sacheinlageprüfung und Differenzhaftung analog § 194 Abs. 1 S. 2 AktG entfallen sollten.[2145]

So sich vergleichbare Regelungen auch für die Scrip Dividend anböten, läge damit also bereits ein Grundgerüst für die Schaffung eines Regelungskomplexes bzw. die erforderliche Anpassung bestehender Normen auf dem Tisch.

---

weshalb angeregt wurde, der Gesetzgeber solle § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG auf alle Fälle erweitern, in denen eine Gewährung von Aktien in Ersetzung eines Ausgleichs von Nachteilen in bar in Frage kommt, vgl. hierzu e.g. bei *DAV*, NZG 2000, 802, 803; *Hoffmann-Becking*, WPg-Sonderheft 2001, S. 121, 124; *Vetter*, ZHR 2004, 8, 47 f.; *Winter*, in FS Ulmer, S. 699, 721.

2142 S. *DAV*, NZG 2000, 802, 803. Ferner auch *Vetter*, ZHR 2004, 8, 43 f., 53 f. mit konkretem Vorschlag zur Neufassung des § 212 AktG: „§ 212 AktG ist wie folgt zu fassen: ‚Neue Aktien stehen den Aktionären im Verhältnis ihrer Anteile am bisherigen Grundkapital zu, soweit die Hauptversammlung die Aktien nicht aktuellen oder früheren Aktionären zuteilt, um eine rechtskräftig festgestellte Verpflichtung der Gesellschaft zum Ausgleich eines unangemessen niedrigen anteiligen Werts der Einlage oder einer zu niedrigen Bemessung eines Umtausch- oder Beteiligungsverhältnisses auszugleichen.'."; *Winter*, in FS Ulmer, S. 699, 721.

2143 S. *DAV*, NZG 2000, 802, 803; *Maier-Reimer*, ZHR 2000, 563, 583 ff.; *Vetter*, ZHR 2004, 8, 46 f. IdS. auch *Hoffmann-Becking*, WPg-Sonderheft 2001, S. 121, 124.

2144 S. e.g. *Maier-Reimer*, ZHR 2000, 563, 582 ff.; *Vetter*, ZHR 2004, 8, 46 f. AA. wohl *Hoffmann-Becking*, WPg-Sonderheft 2001, S. 121, 124: „Eine weitere Einlageleistung des Aktionärs der übertragenden Gesellschaft ist für den Erhalt dieser Zusatzaktien nicht erforderlich, denn es geht um die gerichtlich angeordnete Komplettierung der Gegenleistung für die von ihm erbrachte Einlage.".

2145 Vgl. *Maier-Reimer*, ZHR 2000, 563, 581 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Gleichsam ist derzeit nicht in Sicht, dass der deutsche Gesetzgeber tätig werden und Regelungen bzw. Erleichterungen für die Scrip Dividend schaffen wird. Insofern war zwar nämlich bereits im Jahr 2000 bei der mit der Erarbeitung von Reformvorschlägen beauftragten Regierungskommission Corporate Governance explizit die Ermöglichung der „Auszahlung von Dividenden in Form von Aktien der Gesellschaft“[2146] angeregt worden, allerdings konnte die Kommission in Anbetracht der sich de lege lata in dieser Hinsicht bietenden Möglichkeiten[2147] keinen Handlungsbedarf erkennen, sodass es infolge auch nicht zu korrespondierenden Normierungen kam.

Letztlich vermag diese Sichtweise auch uneingeschränkt zu überzeugen. Wie die Analysen in Kapitel D nämlich eingehend aufzeigen, bieten sich de lega lata durchaus verschiedentliche Möglichkeiten, ein entsprechendes Wahlrecht zu konzipieren, ohne dass es hierfür der Schaffung zusätzlicher Regelungen durch den Gesetzgeber bedürfte.

Nichts anderes ergibt sich schließlich mit Blick auf die mehrfach angekreidete Komplexität der Transaktionsstruktur, bleibt doch überaus fraglich, ob die Schaffung dezidierter Regelungen für die Scrip Dividend tatsächlich zur Reduktion dieser beitragen würde, hätte der Gesetzgeber doch zahlreiche Mikrofragen zu regeln.

In letzterem Kontext hat sich der Gesetzgeber allerdings bereits verschiedentlich – und mit Erlaub zurecht – , so bspw. bzgl. der Frage, ob die Ausschüttung von Sachvermögenswerten nur zum Verkehrswert erfolgen kann oder ob eine solche zum Buchwert ebenfalls zulässig ist,[2148] die er auf Vorschlag der Regierungskommission Corporate Governance hin[2149] explizit der „wissenschaftlichen Literatur und ggf. der weiteren rechtspolitischen Erörterung“ überließ,[2150] oder auch iRd. § 186 Abs. 3 S. 4 AktG, wo

---

2146 S. *Baums*, Ber. RKCG, vor Rn. 199 unter „6. Aktien- und Sachdividenden“.

2147 In diesem Kontext lautet es im Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, s. *Baums*, Ber. RKCG, Rn. 199, wie folgt: „[...]. Aktiendividenden sind auch nach deutschem Recht möglich. Gemäß § 207 AktG kann die Hauptversammlung eine Aktienausgabe beschließen, die durch Umwandlung von Gewinnrücklagen in Grundkapital finanziert wird. [...]. Hält die Aktiengesellschaft eigene Aktien, dann kann sie diese erfüllungshalber, statt eine Bardividende zu zahlen, an die Aktionäre ausgeben, sofern der jeweilige Aktionär damit einverstanden ist, und § 53a AktG (Gleichbehandlungsgrundsatz) beachtet wird (vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG). Auch insoweit ist ein Änderungsbedarf nicht ersichtlich.“.

2148 Zum Streitstand s. schon die Nachw. in Fn. 787.

2149 S. *Baums*, Ber. RKCG, Rn. 200.

2150 S. Begr. RegE TransPuG, BT-Drs. 14/8769, S. 13.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

er es bewusst bei der Verwendung des unbestimmten Rechtsbegriffs der „nicht wesentlich[en]“ Unterschreitung des Börsenpreises belassen hat,[2151] dazu entschlossen, der Praxis einen gewissen Handlungsspielraum zukommen zu lassen.

Es überzeugt insofern vollends, dass der Gesetzgeber im präsenten Zusammenhang nicht tätig wird und der Praxis Freiräume einräumt bzw. erhält, innerhalb derer diese gestalterisch tätig werden kann, ihr damit letztlich die erforderliche Luft zum Atmen belässt.

2151 S. Begr. Initiativentwurf, BT-Drs. 12/6721, S. 5.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

F. Zusammenfassung der Ergebnisse

Im Rahmen einer abschließenden Zusammenfassung der gewonnenen Erkenntnisse ist zunächst einmal festzuhalten, dass sich hinter dem Terminus technicus Scrip Dividend ein strategisches Gestaltungsinstrument der Ausschüttungspolitik verbirgt, das es dem jeweiligen Anteilseigner freistellt, im Kontext der Ausschüttung bzw. der Verwendung des Bilanzgewinns zwischen einer Dividende in bar bzw. einem Bardividendensurrogat und Aktien zu wählen.

Dabei bieten sich aus rechtstechnischer Perspektive vier verschiedene Konzeptualisierungsvarianten eines solchen Dividendenwahlrechts an.

Denkbar ist insofern zunächst die Ausgestaltung als wahlweise ‚echte' Sachdividende iSd. § 58 Abs. 5 AktG iVm. §§ 262 ff. BGB. Hierbei wird dem Aktionariat per einem durch die Hauptversammlung zu fassenden, die Alternativobligation vorsehenden, Wahldividendenbeschluss ein Wahlrecht eingeräumt, das einem jedem einzelnen Anteilseigner die Option zwischen drei Ausschüttungsvarianten eröffnet: Der jeweilige Aktionär kann sowohl eine reine Bar- als auch eine reine Sachdividende (in Form der Ausschüttung von *Treasury Shares* iSd. §§ 71 ff. AktG) beanspruchen oder beide Dividendenformen kombinieren, indem er entsprechend partiell optiert.

Davon abzugrenzen sind als *Forward*-Struktur(en) bezeichnete Konzeptualisierungen. Bei diesen wird zunächst ein ‚normaler', auf Ausschüttung einer Bardividende gerichteter, Gewinnverwendungsbeschluss gefasst, während dem Aktionariat zeitgleich seitens der Gesellschaft die Option angetragen wird, die mit Wirksamwerden des Gewinnverwendungsbeschlusses gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 Abs. 1 S. 1, Abs. 2 Nr. 2 Alt. 1, 58 Abs. 3 AktG iVm. § 58 Abs. 4 AktG genesenden Bardividendenansprüche (anteilig) zum Bezug von (neuen) Aktien einzusetzen.

Hierbei können die als Rekompens für die ‚Einbringung' der Dividendenansprüche zu gewährenden Aktien entweder dem zuvor derivativ erworbenen Eigenbestand der Gesellschaft, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, entstammen, wie es der Rechtsarchitektonik der iRd. Arbeit als Scrip Dividend ‚Modell *E.ON*' bezeichneten Strukturvariante entspricht, oder iRe. Kapitalerhöhung – und zwar entweder iRe. ordentlichen Kapitalerhöhung, vgl. §§ 182 ff. AktG, oder einer solchen aus genehmigtem Kapital, vgl.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

§§ 202 ff. AktG, wie es iRd. als Scrip Dividend ‚Modell *Telekom*' bezeichneten Ausgestaltung der Fall ist – geschaffen werden.

Die iRd. Arbeit als *Reverse*-Struktur deklarierte Ausgestaltungsvariante findet sich demgegenüber folgendermaßen konzipiert: Im Verfahren der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, vgl. §§ 207 ff. AktG, findet zunächst eine Umwandlung von Kapital- und/oder Gewinnrücklagen in Grundkapital statt, wodurch dem Aktionariat ex lege, vgl. § 212 S. 1 AktG, Berichtigungsanteile zugeordnet werden, für die den Anteilseignern im Anschluss an die Durchführung der Kapitalmaßnahme seitens der Gesellschaft ein öffentliches Aktienrückkaufsangebot, vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, unterbreitet wird. Auf diese Weise können die Aktionäre nach freiem Ermessen entscheiden, ob die neu zugeteilten Anteile behalten oder der Gesellschaft iRd. freiwilligen Erwerbsangebots angedient werden sollen. Das Wahlrecht der Aktionäre geht demnach wirtschaftlich auf Barzahlung anstelle der „Gratisaktien"; die Aktionäre können die Berichtigungsanteile an die Gesellschaft veräußern und erhalten dafür einen Kaufpreis, der funktional einer Bardividende entspricht bzw. ein Surrogat zur Ausschüttung einer solchen bildet.

Abseits dieser rechtstechnischen Erwägungen ist, den Blick auf die rechtstatsächliche Bedeutung des *Treasury*-Instruments richtend, zu statuieren, dass die Scrip Dividend als kapitalmarktrechtliches bzw. dividendenpolitisches Gestaltungsinstrument international bereits seit längerem *en vogue* ist und letztlich auch dem deutschen Kapitalmarkt vor der öffentlichkeitswirksamen Erstimplementierung seitens der *Telekom* im Jahr 2013 nicht fremd, sondern zumindest in seinen Grundzügen, wenn auch freilich unter anderem Namen, namentlich als ‚Schütt-aus-hol-zurück'-Verfahren bzw. als ‚Ausschüttungs-Rückhol'-Verfahren, bekannt war.

Die entscheidende Novität, die letzterwähnter, vormals steuerlich getriebener und zwischenzeitlich in völlige Vergessenheit geratener, Praktik in Gestalt der Scrip Dividend zu ihrer Renaissance verhalf, war insofern selbstredend allenfalls bedingt die rechtstechnische Strukturierung der Transaktion, sondern vielmehr der veränderte Blick auf deren Impetus.

Diesbezüglich hat sich der Markt mit der Scrip Dividend letztlich ein zu seinen aktuellen Bedürfnissen passendes Gestaltungsinstrument ‚maßgeschneidert'.

Dem Aktionariat ist die Offerte nutzbringend, weil die Gesellschaft jedem einzelnen Aktionär qua Einräumung eines Wahlrechts zwischen einer Dividende in bar (bzw. dem funktionalen Äquivalent hierzu, der Kaufpreiszahlung iRe. Aktienrückkaufs) und der vor dem Hintergrund des momentanen Niedrigzinsumfeldes interessanten Option einer (auch: teilwei-

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sen) Ertragsthesaurierung maximale Flexibilität im Hinblick auf die eigenen Ausschüttungspräferenzen einräumt.

Hinzu kommt, dass sich die Aktienkomponente typischerweise dahingehend lukrativ ausgestaltet findet, dass idR. sowohl ein gleichsam als Sicherheitsabschlag sowie Kaufanreizmarge fungierender Discount zum Börsenkurs iHv. 2–3 % gewährt wird, als auch die seitens der Depotbanken anfallenden Transaktionskosten idR. zumindest teilweise übernommen werden, sodass den Anteilseignern durch die Scrip Dividend nicht nur die Möglichkeit zur schnellen, sondern auch zur kosteneffizienten Reinvestition überschüssiger Mittel angetragen wird. Dergestalt wird die Thesaurierung von Erträgen nicht nur für das gesamte Aktionariat attraktiver, vielmehr kommt die Aktienkomponente bei Klein(st)aktionären damit realistischerweise überhaupt erst aufs Tapet.

Simultan hierzu profitiert die Gesellschaft von der Implementierung des *Treasury*-Instruments dergestalt, dass erfahrungsgemäß ein Teil des Aktionariats den Bezug von Aktien gegenüber einer Ausschüttung in Geld präferiert, wodurch der als Bardividende auszuzahlende Betrag reduziert und Liquidität im Hinblick auf strategische Zukunftsinvestitionen oder auch den Abbau der Verschuldung gewonnen sowie die Eigenkapitalbasis gestärkt werden kann, 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 wird.

Damit leistet die Gestaltung offensichtlich den entscheidenden Spagat zwischen den grundsätzlich oppositiven Zielen Dividendenkontinuität und Liquiditätserhalt, wobei die Validität des vielfach propagierten Liquiditätsschonungs- bzw. -erhaltungsarguments je nach gewählter rechtstechnischer Strukturierungsvariante gemäß den jeweiligen Ausführungen in Kapitel D.III.1.g), D.III.3.b)cc)kkk) und D.III.4.c) stets kritisch zu hinterfragen ist.

Hinzu kommt mit Blick auf die in Kapitel D.III.1 und D.III.2 thematisierten Spielarten einer Scrip Dividend, dass diese eine elegante Möglichkeit zur Ausplatzierung eigener Aktien iSd. §§ 71 ff. AktG bieten sowie im Hinblick auf die in Kapitel D.III.3 thematisierten *Forward*-Strukturen, dass – und für akquisitionsstarke Unternehmen vermag dieser Umstand essenziell sein – die anderweitigen Finanzierungsmöglichkeiten der Gesellschaft hierdurch insofern nicht eingeschränkt werden, als dass, soweit sich die Transaktion als Bezugsrechtskapitalerhöhung strukturiert findet, eine etwaig vorhandene Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss iSd. § 186

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Abs. 3 S. 4 AktG unangetastet bleibt, sowie, da die prospektfreie Emission bzw. Zulassung auf besondere Befreiungstatbestände gestützt werden kann, das gemäß Art. 1 Abs. 5 Unterabs. 1 lit. a) EU-ProspektVO für die prospektfreie Zulassung gewährte Volumen von 20 % solcher Wertpapiere, die mit bereits zum Handel am selben geregelten Markt zugelassenen Wertpapieren fungibel sind, nicht angegriffen wird.

So jedoch all dies nach einer *Win-Win*-Situation klingen mag, stehen dem Einsatz von Scrip Dividends doch auch erhebliche Bedenken gegenüber. So ist zu konstatieren, dass bei der Implementierung von Scrip Dividends stets die Gefahr mitschwingt, dass harte unternehmerische Allokationsentscheidungen, von denen die Zukunft der Gesellschaft abhängt, aufgeschoben werden, während Liquiditätsengpässe mittels des *Treasury*-Instruments Verschleierung finden, mithin letzten Endes schlicht Zeit und – mit Blick auf die Kostenintensivität der Implementierung der Gestaltung viel – Geld verbrannt wird, anstatt dass bei Investitionen der Rotstift angesetzt oder ein ungesund hohes Ausschüttungsniveau mittels einer Dividendenkürzung bzw. -streichung zurückgefahren wird.

Aktionäre sollten daher stets genau hinsehen und im Zweifel prüfen, ob der Gesellschaft sinnvolle Investitionsmöglichkeiten für die thesaurierten Mittel zur Verfügung stehen.

Doch stößt diesbezüglich dasjenige, was in der Theorie so schlüssig klingt, an die Grenzen der praktischen Umsetzbarkeit. So nämlich die Quote der ‚Aktienbezieher' und damit letztlich der Umfang der kumulierten einbehaltenen Mittel ex ante unklar ist und dem einzelnen Aktionär der Gesellschaft etwaig offenstehende alternative Finanzierungskanäle nicht bekannt sind, dürfte es dem einzelnen Aktionär faktisch gar nicht möglich sein, nachzuvollziehen, ob sinnvolle Investitionsmöglichkeiten für die Summe der kumulierten einbehaltenen Mittel bestehen. Darüber hinaus dürfte es für einzelne Aktionäre unter den Aspekten der rationalen Apathie sowie des Trittbrettfahrens jedenfalls kaum wirtschaftlich sinnvoll sein, eine derartig intensive Prüfung der gesellschaftsseitig propagierten Investitionsprojekte anzustrengen, hätte der einzelne Aktionär doch die hohen Kosten, die zum Zwecke einer nachhaltigen Beurteilung der Sinnhaftigkeit der Mittelbelassung aufzuwenden wären, selbst bzw. alleine zu tragen, würde gleichsam jedoch nur entsprechend seinem Anteil an der Gesellschaft – und damit meist nur in vergleichsweise geringem Umfang – von den daraus resultierenden Vorteilen profitieren.

Daneben präsentiert es sich aus Sicht der Gesellschaft als überaus problematisch, dass die infolge der Implementierung des *Treasury*-Instruments in die eigene Ausschüttungspolitik kumulierten einbehaltenen Mittel kaum

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

zuverlässig prognostiziert werden können und dementsprechend grundsätzlich keinen, bzw. bestenfalls rein zufälligen, Bezug zu den Investitionsmöglichkeiten der Gesellschaft aufweisen.

Infolge besteht nämlich schlimmstenfalls keinerlei sinnvolle Verwendung für die einbehaltenen Mittel, was insbesondere mit Blick auf das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität' höchst problematisch sein dürfte. Denn: Will die Gesellschaft das ‚Prinzip der Dividendenkontinuität' auch künftig wahren, so muss sie insbesondere in Anbetracht des Umstandes, dass das dividendenberechtigte Grundkapital infolge der Wahldividendenofferte insoweit steigt, als die Implementierung der Scrip Dividend in Gestalt einer Mittelthesaurierung durch die Aktionäre Erfolg zeitigt, mit einem jedem einbehaltenen Euro wirtschaften können, um so das zur Aufrechterhaltung der *earnings per share* erforderliche (gesteigerte) Gesamtdividendenvolumen zu verdienen.

Schließlich handelt es sich bei der Implementierung von Scrip Dividends um eine überaus kostenintensive Maßnahme. In diesem Bezugsrahmen ist der Dividendendeal, so man eine gesunde Kosten-Nutzen-Effizienz herstellen will, nur interessant, wenn das Volumen der erwarteten Einsparung liquider Mittel (wobei der idR. zu gewährende, gleichsam als Kaufanreizmarge sowie als Sicherheitsabschlag fungierende, Discount iHv. 2–3 % den Erfolg für die Gesellschaft – wenn auch nur in geringfügigem Umfang – zusätzlich mindert) den mit der Transaktion verbundenen kosten- wie auch zeittechnischen Aufwand aus betriebswirtschaftlicher Sicht rechtfertigt. Eine demgemäße, sich selbstverständlich in Abhängigkeit von der (ex ante iaR. unbekannten) Akzeptanzrate beurteilende, Verhältnismäßigkeit kann aber überhaupt erst ab einem hinreichend großen Gesamtdividendenvolumen gegeben sein, woraus zu folgern ist, dass Scrip Dividends ein vorwiegend für ‚Großkonzerne' mit hohem Ausschüttungsvolumen interessantes Gestaltungsinstrument sind; für den breiten Mittelstand deutscher Kapitalgesellschaften dürften Scrip Dividends aufgrund der Kostenintensität von deren Strukturierung und Implementierung jedenfalls keine Option sein, für kleinere Gesellschaften schon gar nicht.

Nach alledem bleibt der Scrip Dividend in der Praxis wohl kaum mehr als eine etwas größere Nische, innerhalb derer das Scrip Dividend ‚Modell *Telekom*' den maßgeblichen Raum einnehmen dürfte. Die Bedeutung der sog. ‚10 %-Kapitalerhöhung' wird das *Treasury*-Instrument gewiss nie erlangen.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Literaturverzeichnis

Adolff, Johannes: Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, München, 2007.

Aharony, Joseph/Swary, Itzhak: Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis, in: JF 35, 1980, S. 1–12.

Aivazian, Varouj/Booth, Laurence/Cleary, Sean: Dividend policy and the organization of capital markets, in: JFMF 13, 2003, S. 101–121.

Akerlof, George A.: The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: QJE 84, 1970, S. 488–500.

Albrecht, Christian/Lange, Björn: Zur Fehlerhaftigkeit eines „Um-bis-zu-Kapitalerhöhungsbeschlusses" ohne Durchführungsfrist, in: BB 2010, S. 142–143.

Allen, Franklin/Michaely, Roni: Payout Policy, in: Constantinides, George M./Harris, Milton/Stulz, René M. (Hrsg.): Handbook of the Economics of Finance, Volume 1A, 2003, Amsterdam et al., S. 337–429.

Altmeppen, Holger/Roth, Günter H.: Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Kommentar, 8. Auflage, München, 2015.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Roth/Altmeppen, GmbHG]

Ambarish, Ramasastry/John, Kose/Williams, Joseph: Efficient Signalling with Dividends and Investments, in: JF 42, 1987, S. 321–343.

Amihud, Yakov/Murgia, Maurizio: Dividends, Taxes and Signaling: Evidence from Germany, in: JF 52, 1997, S. 397–408.

Ammann, Manuel/Seiz, Ralf/Zulauf, Martin: Nennwertrückzahlungen am Schweizer Aktienmarkt und ihre Auswirkungen auf den Unternehmenswert, in: SZVS 2006, S. 446–477.

Angerer, Lutz/Geibel, Stephan/Süßmann, Rainer: Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), 3. Auflage, München, 2017.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Angerer/Geibel/Süßmann, WpÜG]

Aragón Tardón, Susana: Seis años de Scrip dividends en el IBEX 35 (2009–2015), in: RDBB 35, 2016, S. 181–196.

Aragón Tardón, Susana: Singularidades de los scrip dividends como nueva tendencia de retribución a los accionistas, in: RDMV 13, 2013, S. 123–140.

Arnold, Arnd: Nennwertanrechnung beim Debt Equity Swap – Paradigmenwechsel durch das ESUG und die Aktienrechtsnovelle 2012?, in: Krieger, Gerd/Lutter, Marcus/Schmidt, Karsten (Hrsg.), Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag, München, 2013, S. 29–44.

Arntz, Thomas/Remmel, Matthias: Steuerliche Behandlung von Wahldividenden, in: RdF 2014, S. 229–235.

Asquith, Paul/Mullins, David W.: Signalling with Dividends, Stock Repurchases and Equity Issues, in: FM 15, 1986, S. 27–44.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Asquith, Paul/Mullins, David W.: The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth, in: JB 56, 1983, S. 77–96.

Assmann, Heinz-Dieter/Pötzsch, Thorsten/Schneider, Uwe H.: Kommentar zum WpÜG, 2. Ausgabe, Köln, 2013.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG]

Assmann, Heinz-Dieter/Schlitt, Michael/v. Kopp-Colomb, Wolf: Wertpapierprospektgesetz/Vermögensanlagegesetz, 3. Auflage, Köln, 2017.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Assmann/Schlitt/v. Kopp-Colomb]

Bachmann, Gregor: Der Grundsatz der Gleichbehandlung im Kapitalmarktrecht, in: ZHR 2006, S. 144–177.

Bader, Hermann Georg: Contingent Convertible, Wandelanleihe und Pflichtwandelanleihe im Aktienrecht, in: AG 2014, S. 472–488.

Baker, H. Kent: Dividends and Dividend Policy, Hoboken (New Jersey), 2009.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Baker, Dividends]

Baker, H. Kent/Powell, Gary E./Veit, E. Theodore: Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy, in: JFE 26, 2002, S. 267–283.

Baker, H. Kent/Powell, Gary E./Veit, E. Theodore: Revisiting the dividend puzzle: Do all of the pieces now fit?; in: RFE 11, 2002, S. 241–261.

Baker, H. Kent/Weigand, Rob: Corporate dividend policy revisited, in: MF 41, 2015, S. 126–144.

Baldamus, Ernst-August: Reform der Kapitalrichtlinie, Köln, 2002.
[zitiert: *Baldamus*, Kapital-RL]

Ballerstedt, Kurt: Kapital, Gewinn und Ausschüttungen bei Kapitalgesellschaften – Eine gesellschaftsrechtliche Betrachtung, Tübingen, 1949.

Barberis, Nicholas/Thaler, Richard H.: A survey of Behavioral Finance, in: Constantinides, George M./Harris, Milton/Stulz, René M. (Hrsg.): Handbook of the Economics of Finance, Volume 1A, 2003, Amsterdam et al., S. 337–429.

Baum, Harald: Rückerwerbsangebote für eigene Aktien: übernahmerechtlicher Handlungsbedarf?, in: ZHR 2003, S. 580–610.

Baumbach, Adolf/Hopt, Klaus J.: Kommentar zum HGB, 37. Auflage, München, 2016.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Baumbach/Hopt, HGB]

Baumbach, Adolf/Hueck, Alfred: Kommentar zum GmbHG, 21. Auflage, München, 2017.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Baumbach/A. Hueck, GmbHG]

Baums, Theodor: Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts, Köln, 2001.
[zitiert: *Baums*, Bericht RKCG]

Baums, Theodor: Empfiehlt sich eine Neuregelung des aktienrechtlichen Anfechtungs- und Organhaftungsrechts, insbesondere der Klagemöglichkeiten von Aktionären? – Gutachten F für den 63. Deutschen Juristentag, München, 2000.
[zitiert: *Baums*, Gutachten F]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Baums, Theodor: Recht der Unternehmensfinanzierung, München, 2017.
[zitiert: *Baums*, Unternehmensfin.]

Baums, Theodor: Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht, in: Bitter, Georg/Lutter, Marcus/Priester, Hans-Joachim/Schön, Wolfgang/Ulmer, Peter (Hrsg.), Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag, Köln, 2009, S. 57–84.

Baums, Theodor: Umwandlung und Umtausch von Finanzierungsinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht, in: Heldrich, Andreas/Koller, Ingo/Prölss, Jürgen/Langenbucher, Katja/Grigoleit, Hans Christoph/Hager, Johannes/Hey, Felix/Neuner, Jörg/Petersen, Jens/Singer, Reinhard (Hrsg.), Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris zum 70. Geburtstag, Band II, München, 2007, S. 3–40.

Baums, Theodor/Stöcker, Mathias: Rückerwerb eigener Aktien und WpÜG, in: Wank, Rolf/Hirte, Heribert/Frey, Kaspar/Fleischer, Holger/Thüsing, Gregor (Hrsg.), Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag, München, 2002, S. 703–754.
[zitiert: *Baums/Stöcker*, in: FS Wiedemann

Bayer, Walter: Die gerichtliche Kontrolle der Bewertung der Sacheinlage bei der gemischten Bar- und Sachkapitalerhöhung, in: Aderhold, Lutz/Grunewald, Barbara/Klingberg, Dietgard/Paefgen, Walter G. (Hrsg.), Festschrift für Harm Peter Westermann, Köln, 2008, S. 787–795.
[zitiert: *Bayer*, FS Westermann 2008]

Bayer, Walter: Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß und Vermögensschutz der Aktionäre nach § 255 Abs. 2 AktG, in: ZHR 1999, S. 505–553.

Bayer, Walter: Materielle Schranken und Kontrollinstrumente beim Einsatz des genehmigten Kapitals mit Bezugsrechtsausschluss, in: ZHR 2004, S. 132–173.

Bayer, Walter: Neue und neueste Entwicklungen zur verdeckten GmbH-Sacheinlage, in: ZIP 1998, S. 1985–1993.

Bayer, Walter/Habersack, Mathias: Aktienrecht im Wandel; Band 1: Entwicklung des Aktienrechts, Tübingen, 2007, Band 2: Grundsatzfragen des Aktienrechts, Tübingen, 2007.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Bayer/Habersack, AktR, Bd. 1/2]

Bayer, Walter/Hoffmann, Thomas: Sachdividenden im Aktienrecht, in: AG 2011, S. R215–R217.

Bayer, Walter/Hoffmann, Thomas/Günzel, Christian: Kapitalerhöhung durch Rückgriff auf genehmigtes Kapital, in: AG 2006, S. R527–R530.

Bayer, Walter/Hoffmann, Thomas/Schmidt, Jessica: „Going European" continues – die Zahl der SE steigt weiter, in: AG 2008, S. R31–R32.

Bayer, Walter/Hoffmann, Thomas/Schmidt, Jessica: Ein Blick in die deutsche SE-Landschaft fünf Jahre nach Inkrafttreten der SE-VO, in: AG 2009, S. R480–R482.

Bayer, Walter/Hoffmann, Thomas/Schmidt, Jessica: Europäische Gesellschaft (SE) als Rechtsform für den Mittelstand?!, in: AnwBl. 2008, S. 327–333.

Bayer, Walter/Hoffmann, Thomas/Schmidt, Jessica: Going European" – die SE europaweit auf dem Vormarsch, in: AG 2007, R192–R200.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Bayer, Walter/Schmidt, Jessica: BB-Gesetzgebungs- und Rechtsprechungsreport Europäisches Unternehmensrecht 2012, in: BB 2013, S. 3–16.

Beck'scher Bilanz-Kommentar → siehe unter *Grottel, Bernd/Schmidt, Stefan/Schubert, Wolfgang J./Winkeljohann, Norbert/Deubert, Michael*.

Beck'scher Online-Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch → siehe unter *Hau, Wolfgang/Poseck, Roman*.

Bednarz, Liane: Der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung zum Erwerb eigener Aktien: Anforderungen und Schranken (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 und 2 AktG), Frankfurt am Main, 2006.
[zitiert: *Bednarz*, Ermächtigungsbeschluss]

Behm, Ulrich/Zimmermann, Heinz: The Empirical Relationship between Dividends and Earnings in Germany, in: ZWS 1993, S. 225–254.

Beitzke, Günther: Kapitalerhöhung teilweise oder stufenweise aus Gesellschaftsmitteln, in: Dietz, Rolf/Nipperdey Hans Carl/Ulmer, Eugen (Hrsg.), Festschrift für Alfred Hueck zum 70. Geburtstag, München, 1959, S. 295–306.

Benckendorff, Andreas: Erwerb eigener Aktien im deutschen und US-amerikanischen Recht, Baden-Baden, 1998.
[zitiert: *Benckendorff*, Eigene Aktien]

Bender, René: Telekom: Hengeler und Hogan Lovells begleiten ungewöhnlichen Dividendendeal, in: Juve, online, abrufbar unter: *www.juve.de/nachrichten/deals/2013/06/deutsche-telekom-hengeler-und-hogan-lovells-begleiten-ungewohnlichen-dividendendeal*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Bergau, Torsten: Einführung von Aufsichtsratsvorbehalten durch Hauptversammlungsbeschluss, in: AG 2006, S. 769–777.

Berle, Adolf A./Means, Gardiner C.: The Modern Corporation and Private Property, New York, 1933.

Bernau, Patrick: Der Trick mit der Dividende, in: FAZ, online, abrufbar unter: *www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/anlagestrategie-der-trick-mit-der-dividende-1236277.html*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Bernheim, B. Douglas: Tax Policy and the Dividend Puzzle, in: RAND 22, 1991, S. 455–476.

Bernheim, B. Douglas/Redding, Lee S.: Optimal Money Burning – Theory and Application to Corporate Dividends, JEMS 10, 2001, S. 463–507.

Bernheim, B. Douglas/Wantz, Adam: A Tax-Based Test of the Dividend Signaling Hypothesis, in: AER 85, 1995, S. 532–551.

Berrar, Carsten/Meyer, Andreas/Müller, Cordula/Schnorbus, York/Singhof, Bernd/Wolf, Christoph: Frankfurter Kommentar zu WpPG und EU-Prospekt-VO, 2. Auflage, Frankfurt am Main, 2017.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: FK WpPG]

Berrar, Carsten/Schnorbus, York: Rückerwerb eigener Aktien und Übernahmerecht, in: ZGR 2003, S. 59–112.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Bessler, Wolfgang/Ellermann, Hans-Heinrich: Theoretische Ansätze zur Dividendenpolitik, in: Achleitner, Ann-Kristin/Thoma, Georg F. (Hrsg.), Handbuch Corporate Finance – Konzepte, Strategien und Praxiswissen für das moderne Finanzmanagement, Band 2, 2. Auflage, 20. Lfg., Köln, 2005.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Achleitner/Thoma, Hdb. Corp. Fin.]

Bezzenberger, Tilman: Das Bezugsrecht der Aktionäre und sein Ausschluss, in: ZIP 2002, S. 1917–1930.

Bezzenberger, Tilman: Das Kapital der Aktiengesellschaft: Kapitalerhaltung, Vermögensbindung, Konzernrecht, Köln, 2005.

Bezzenberger, Tilman: Erwerb eigener Aktien durch die AG, Köln, 2002.
[zitiert: *Bezzenberger*, Eigene Aktien]

Bhattacharya, Sudipto: Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy, in: BJE 10, 1979, S. 259–270.

Binder, Jens-Hinrich: Mittelbare Einbringung eigener Aktien als Sacheinlage und Informationsgrundlagen von Finanzierungsentscheidungen in Vorstand und Aufsichtsrat, in: ZGR 2012, S. 757–775.

Binder, Ulrike/Jünemann, Michael/Merz, Friedrich/Sinewe, Patrick: Die Europäische Aktiengesellschaft (SE) – Recht, Steuern, Beratung, 1. Auflage, Wiesbaden, 2007.
[zitiert: *Binder et al.*, Europ. AG]

Bitz, Michael/Terstege, Udo/Stark, Gunnar: Kapitalerhöhungen börsennotierter Gesellschaften ohne börslichen Bezugsrechtshandel, in: Wackerbarth, Ulrich/Vornbaum, Thomas/Marutschke, Hans-Peter (Hrsg.), Festschrift für Ulrich Eisenhardt zum 70. Geburtstag, München, 2007, S. 399–419.

Black, Fischer: The Dividend Puzzle, in: JPM 2, 1976, S. 5–8.

Blanke, Gernot: Zu den Änderungen des Aktienrechts durch das Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts, in: BB 1994, S. 1505–1512.

Blechner, Notker: Geld oder Aktie?; in: Börse Online 01/2016, S. 36.

Börner, Achim-Rüdiger: Verbindung von Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen bei Aktiengesellschaften, in: DB 1988, S. 1254–1259.

Bosse, Christian: Mitarbeiterbeteiligung und Erwerb eigener Aktien, in: NZG 2001, S. 594–598.

Bosse, Christian: Zulässigkeit des individuell ausgehandelten Rückkaufs eigener Aktien („Negotiated repurchase") in Deutschland, in: NZG 2000, S. 16–20.

Brammer, Felix: Rückerwerbbare Aktien, Köln, München, 2008.

Brav, Alon/Graham, John R./Harvey, Campbell R./Michaely, Roni: Payout Policy in the 21st century, in: JFE 77, 2005, S. 483–527.

Brealey, Richard A./Myers, Stewart C./Allen, Franklin: Principles of Corporate Finance, New York, 2017.
[zitiert: *Brealey/Myers/Allen*, in: Corp. Fin.]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Bröcker, Norbert/Weiser, Arnd: Übernahmeangebote: Unternehmens- und Beteiligungserwerb nach dem WpÜG – Praktikerhinweise und -empfehlungen für Bieter und Zielgesellschaften sowie ihre Berater, Köln, 2003.

Broichhausen, Thomas N.: Mitwirkungskompetenz der Hauptversammlung bei der Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen auf eigene Aktien, in: NZG 2012, S. 86–90.

Broichhausen, Thomas N.: Zusammengesetzte Finanzierungsinstrumente der Aktiengesellschaft: Untersuchung aktienrechtlicher Fragestellungen bei der Ausgabe von Anleihen mit Aktienerwerbsrechten auf Anteile anderer Unternehmen, Berlin, 2010.
[zitiert: *Broichhausen*, Finanzierungsinstrumente]

Bünder, Helmut: Bei der Telekom ist nicht nur Bares Wahres, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, online, abrufbar unter: *www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/bei-der-telekom-ist-nicht-nur-bares-wahres-14266357.html*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Bungert, Hartwin: Bezugsrechtsausschluß zur Platzierung neuer Aktien im Ausland, in: WM 1995, S. 1–48.

Bungert, Hartwin/Paschos, Nikolas: American Depositary Receipts: Gestaltungspotentiale, kollisionsrechtliche und aktienrechtliche Aspekte – Der Zugang zum US-amerikanischen Kapitalmarkt für deutsche Kapitalgesellschaften, in: DZWir 1995, S. 221–237.

Bürgers, Tobias/Körber, Torsten: Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Auflage, Heidelberg, 2017.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Bürgers/Körber, AktG]

Busch, Torsten/Groß, Wolfgang: Vorerwerbsrechte der Aktionäre beim Verkauf von Tochtergesellschaften über die Börse?, in: AG 2000, S. 503–510.

Butzke, Volker: Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft, 5. Auflage, Frankfurt am Main, 2011.
[zitiert: *Butzke*, HV]

Cahn, Andreas: Pflichten des Vorstands beim genehmigten Kapital mit Bezugsrechtsausschluß, in: ZHR 1999, S. 554–593.

Cahn, Andreas/Simon, Stefan/Theiselmann, Rüdiger: Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? – Zum Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt Equity Swap, in: CFL 2010, S. 238–250.

Cheffins, Brian R.: Corporate Ownership and Control – British Business Transformed, Oxford, 2008.

CMS: CMS berät Berenberg bei erstmaligem Angebot einer Aktiendividende der DIC Asset AG, online, abrufbar unter: *www.cms.law/de/deu/news-information/cms-beraet-berenberg-bei-erstmaligem-angebot-einer-aktiendividende-der-dic-asset-ag*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.
[zitiert: *CMS*, Pressemitteilung v. 20.04.2018]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

CMS: CMS berät Berenberg erneut bei der Strukturierung und Durchführung einer Aktiendividende der DIC Asset, online, abrufbar unter: *www.cms.law/de/deu/news-information/cms-beraet-berenberg-erneut-bei-der-strukturierung-und-durchfuehrung-einer-aktiendividende-der-dic-asset*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.
[zitiert: *CMS*, Pressemitteilung v. 02.05.2019]

CMS: CMS berät Solar- und Windparkbetreiber Encavis erneut bei der Strukturierung und Durchführung einer Aktiendividende, online, abrufbar unter: *www.cms.law/de/deu/news-information/cms-beraet-solar-und-windparkbetreiber-encavis-erneut-bei-der-strukturierung-und-durchfuehrung-einer-aktiendividende*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.
[zitiert: *CMS*, Pressemitteilung v. 26.06.2019]

Coffy, Marie-Joseph: Les aménagements apportés aux constitution et augmentation de capital des sociétés anonymes selon la loi du 3 janvier 1983, in: JCP éd. c&i, 1983 II, 14031.

Comment, Robert/Jarrell, Gregg A.: The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases, JF 46, 1991, S. 1243–1271.

Copeland, Thomas E./Weston, J. Fred/Shastri, Kuldeep: Financial Theory and Corporate Policy, 4th edition, München, 2005.

Crezelius, Georg: Zivilrechtliche Aspekte des Schütt-aus-hol-zurück-Verfahrens, in: ZIP 1999, S. 499–503.

da Silva, Luis Correia/Goergen, Marc/Renneboog, Luc: Dividend Policy and Corporate Governance, Oxford, 2004.

Damanik, Patrick: Immer beliebter: Die Aktiendividende, online, abrufbar unter: *www.cmshs-bloggt.de/gesellschaftsrecht/immer-beliebter-die-aktiendividende*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.
[zitiert: *Damanik*, Aktiendiv.]

David, Thomas/Ginglinger Edith: When cutting dividends is not bad news: The case of optional stock dividends, in: JCF 40, 2016, S. 174–191.

DeAngelo Harry/DeAngelo, Linda/Skinner, Douglas J.: Corporate Payout Policy, in: FTI 3 (2008), S. 95–287.

DeAngelo Harry/DeAngelo, Linda/Skinner, Douglas J.: Dividends and Losses, in: JF 47 (1992), S. 1837–1863.

DeAngelo Harry/DeAngelo, Linda/Skinner, Douglas J.: Special dividends and the evolution of dividend signaling, JFE 57, 2000, S. 309–354.

Deilmann, Barbara/Lorenz, Manuel: Die börsennotierte Aktiengesellschaft, München, 2005.

Deutsche Bundesbank: Finanzstabilitätsbericht 2012, Frankfurt am Main, 2012.

Deutscher Anwaltverein: Referentenentwurf zur Änderung des Aktiengesetzes („KonTraG") – Stellungnahme des DAV, in: ZIP 1997, S. 163–174.

Deutscher Anwaltverein: Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins zum Referentenentwurf eines Transparenz- und Publizitätsgesetzes, in: NZG 2002, S. 115–119.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Deutscher Anwaltverein: Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltsvereins e.V. zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Bereinigung des Umwandlungsrechts, in: WM 1993, Sonderbeilage Nr. 2, S. 1–28.

Deutscher Anwaltverein: Stellungnahme des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltsvereins e.V. zu den Gesetzgebungsvorschlägen der Regierungskommission Corporate Governance, in: BB 2003, Sonderbeilage Nr. 4, S. 1–24.

Deutscher Anwaltverein: Vorschläge des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltsvereins e.V. zur Änderung des UmwG, in: NZG 2000, S. 802–808.

Deutscher Investor Relations Verband e. V.: DIRK Konferenz 2015 – Ist Scrip Dividend die bessere Dividende?, online, abrufbar unter: *www.dirk.org/static/uploads/WS-2-1-Scrip-Dividend.pdf*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.
[zitiert: *DIRK*, Scrip Dividend]

Deutscher Investor Relations Verband e. V.: DIRK Trend Indicator, Autumn 2014 – Special Topic: Scrip dividends, online, abrufbar unter: *www.dirk.org/dirk_websei te/static/uploads/141215_DIRK_Autumn_2014_Ver%C3%B6ffentlichung.pdf*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Deutscher Investor Relations Verband e. V.: Über uns – Wir über uns, online, abrufbar unter: *www.dirk.org/ueber-uns/wir-ueber-uns*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Deutsches Aktieninstitut: Der Erwerb eigener Aktien in Deutschland: Ergebnisse einer Untersuchung des Deutschen Aktieninstituts zum Rückkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft; Fragestellung, Methodik und Ergebnisse, Frankfurt am Main, 1999.

Diekmann, Hans/Merkner, Andreas: Die praktische Anwendung des WpÜG auf öffentliche Angebote zum Erwerb eigener Aktien, in: ZIP 2004, S. 836–842.

Dielman, Terry E./Oppenheimer, Henry R.: An Examination of Investor Behavior During Periods of Large Dividend Changes, in: JFQA 19, 1984, S. 197–216.

Dietz, Fabian: Aktien als Akquisitionswährung, Baden-Baden, 2004.

Döring, Claus: Aktien als Dividende, in: Rendite 40/2015, S. B 66.

Drinkuth, Henrik: Die Kapitalrichtlinie – Mindest- oder Höchstnorm?; Köln, 1998.
[zitiert: *Drinkuth*, Kapital-RL]

Drukarczyk, Jochen: Theorie und Politik der Finanzierung, 2. Auflage, München, 1993.

Drygala, Tim: Die neue deutsche Übernahmeskepsis und ihre Auswirkungen auf die Vorstandspflichten nach § 33 WpÜG, in: ZIP 2001, S. 1861–1871.

Drygala, Tim/Staake, Marco/Szalai, Stephan: Kapitalgesellschaftsrecht – Mit Grundzügen des Konzern- und Umwandlungsrechts, Heidelberg, 2012.
[zitiert: *Drygala/Staake/Szalai*, KapGesR]

Easterbrook, Frank H.: Two Agency-Cost Explanations of Dividends, in: AER 74 (1984), S. 650–659.

Easterbrook, Frank H./Fischel, Daniel, R.: Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, in: VLR 70 (1984), S. 669–715.

Easterbrook, Frank H./Fischel, Daniel, R.: The Economic Structure of Corporate Law, Cambridge (Massachussets), 1991.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Ebel, Bernhard/Hofer, Markus: Investor Marketing: Aktionäre erfolgreich gewinnen, Investoren langfristig binden, Börsenkurse nachhaltig steigern, Wiesbaden, 2003.

Edwards, Jeremy: Does Dividend Policy Matter?, in: Fiscal Studies 5 (1984), S. 1–17.

Edwards, Vanessa: EC Company Law, Oxford, 1999.

Eidenmüller, Horst/Engert, Andreas/Hornuf, Lars: Die Societas Europaea: Empirische Bestandsaufnahme und Entwicklungslinien einer neuen Rechtsform, in: AG 2008, S. 721–730.

Eidenmüller, Horst/Engert, Andreas/Hornuf, Lars: Vom Wert der Wahlfreiheit: Eine empirische Analyse der Societas Europaea als Rechtsformalternative, in: AG 2009, S. 845–855.

Ek, Ralf: Praxisleitfaden für die Hauptversammlung, 3. Auflage, München, 2018. [zitiert: *Ek*, HV]

Ekkenga, Jens: § 33 WpÜG: Neutralitätsgebot und Grundsatz der Abwehrbereitschaft?, in: Ekkenga, Jens/Hadding, Walther/Hammen, Horst (Hrsg.), Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung: Festschrift für Siegfried Kümpel, 2003, Berlin, S. 95–110.

Ekkenga, Jens: Börsengang und Bezugsrechtsausschluss, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR) (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2000, Band 3, S. 77–101, Köln, 2001. [zitiert: *Ekkenga*, in: VGR 2001]

Ekkenga, Jens: Handbuch der AG-Finanzierung, 2. Auflage, Köln, 2019. [zitiert: *Bearbeiter*, in: Ekkenga, Hdb. AG-Fin.]

Ekkenga, Jens: Sachkapitalerhöhung gegen Schuldbefreiung, in: ZGR 2009, S. 581–622.

Ellermann, Hans-Heinrich: Dividendenpolitik und Long-Run-Performance in Deutschland, Wiesbaden, 2003.

Ernst, Edgar/Gassen, Joachim/Pellens, Bernhard: Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre – Eine Befragung privater und institutioneller Anleger zu Informationsverhalten, Dividendenpräferenz und Wahrnehmung von Stimmrechten, Frankfurt am Main, 2012.

Escher-Weingart, Christina/Kübler, Friedrich: Erwerb eigener Aktien – Deutsche Reformbedürfnisse und europäische Fesseln, in: ZHR 1998, S. 537–562.

Falkenhausen, Joachim Frhr. v.: Übernahmeprophylaxe – Die Pflichten des Vorstands der Zielgesellschaft, in: NZG 2007, S. 97–100.

Fama, Eugene F.: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: JF 25, 1970, S. 383–417.

Fernández, Lila; de Miguel, Alicia, Tortuero, Javier: Scrip Dividends in Spain: Analysis of Current Futures and Latest Trends, ICCLR 24, 2013, S. 179–188.

Ferrada, Eva/San Miguel, Paco: Programa de retribución flexible: efectivo o acciones a opción del accionista, in: Quetglas, Rafael Sebastián (Hrsg.), 2010 Anuario mercantil para abogados: Los casos más relevantes en 2009 de los grandes despachos, Madrid, 2010, S. 713–739.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Fett, Torsten/Spiering, Christoph: Typische Probleme bei der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, in: NUG 2002, S. 358–368.

Findeisen, Maximilian: Die Verpflichtung des Vorstands zur Durchführung einer „bis zu"-Kapitalerhöhung nach entsprechendem Hauptversammlungsbeschluss, in: ZIP 2009, S. 1647–1653.

Fischer, Otfried/Jansen, Helge/Meyer, Werner: Langfristige Finanzplanung deutscher Unternehmen: Ergebnisse einer empirischen Untersuchung anhand ausgewählter Aktiengesellschaften, Hamburg, 1975.

Fleischer, Holger: Börseneinführung von Tochtergesellschaften, in: ZHR 2001, S. 513–549.

Fleischer, Holger/Goette, Wulf: Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG), Band 1: §§ 1–34, 3. Auflage, 2018, München; Band 3: §§ 53–85, 3. Auflage, München, 2018.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: MüKo, GmbHG]

Fleischer, Holger/Schmolke, Klaus Ulrich/Zimmer, Daniel: Verhaltensökonomik als Forschungsinstrument für das Wirtschaftsrecht, in: Fleischer, Holger/Zimmer, Daniel (Hrsg.), Beitrag der Verhaltensökonomie (Behavioral Finance) zum Handels- und Wirtschaftsrecht, ZHR-Beiheft 75, 2011, S. 9–62.

Franke, Günter/Hax, Herbert: Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 6. Auflage, Berlin, Heidelberg, 2009.

Frankfurter Kommentar zu WpPG und EU-ProspektVO → siehe unter *Berrar, Carsten/Meyer, Andreas/Müller, Cordula/Schnorbus, York/Singhof, Bernd/Wolf, Christoph*.

Frankfurter Kommentar zum WpÜG → siehe unter *Haarmann, Wilhelm/Schüppen, Matthias*.

Frankfurter, George/Kosedag, Arman/Schmidt, Hartmut/Topalov, Mihail: The Perception of Dividends by Management, in: JPFM 3, 2002, S. 202–217.

Frankhauser, Roger: Gemeinschaftsrechtliche Publizitäts- und Kapitalrichtlinie: Anpassungsbedarf des Schweizer Rechts, Bern, 2001.
[zitiert: *Frankhauser*, Kapital-RL]

Fraune, Christian: Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA, in: Arbeitspapiere Universität Osnabrück, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, Arbeitspapier 9/1993, Osnabrück, 1993.
[zitiert: *Fraune*, Börsennot.]

Fraune, Christian: Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA, in: RIW 1994, S. 126–140.

Freidank, Carl-Christian: Entscheidungsmodelle der Rechnungslegungspolitik – Lösungsvorschläge für Kapitalgesellschaften aus betriebswirtschaftlicher, rechtlicher, mathematischer und wirtschaftsinformatischer Sicht, 2. Auflage, Wiesbaden, 2016.

Fuchs, Andreas: Der Schutz der Aktionäre beim Börsengang der Tochtergesellschaft, in: Henze, Hartwig/Hoffmann-Becking, Michael (Hrsg.), RWS-Forum 20 – Gesellschaftsrecht 2001, Köln, 2001, S. 259–284.
[zitiert: *Fuchs*, in Henze/Hoffmann-Becking, RWS GesR 2001]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Füchsel, Hans: Der Bezugsrechtsausschluss im deutschen Aktienrecht, Frankfurt, 1969.

Fussan, Herbert Martin: Organe der AG, Frankfurt am Main, 1978.

Gadow, Wilhelm/Heinichen, Eduard/Schmidt, Eberhard/Schmidt, Walter, Weipert, Otto (Begr.): Aktiengesetz, Großkommentar, 1. Auflage, Berlin, 1939; Erster Band: §§ 1–144, 2. Auflage, Berlin, 1961.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: GK[1/2], AktG]

García García, Antonio: Aspectos prácticos del scrip dividend español, in: RDMV 14, 2014, S. 3.

Gehling, Christian: Bezugspreis und faktischer Bezugsrechtsausschluss, in: ZIP 2011, S. 1699–1702.

Gerke Wolfgang/Fleischer, Jörg/Langer, Martin: Kurseffekte durch Aktienrückkäufe – Eine empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt, in: Börsig, Clemens/Coenenberg, Adolf G. (Hrsg.), Bewertung von Unternehmen: Strategie, Markt, Risiko; Kongress-Dokumentation, Stuttgart, 2003, S. 275–304.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Börsig/Coenenberg, Unternehmensbewertung]

Gerke, Wolfgang/Oerke, Marc/Sentner, Arnd: Der Informationsgehalt von Dividendenänderungen auf dem deutschen Aktienmarkt, in: DBW 1997, S. 810–822.

Gerry, Dominique: Le régime des augmentations du capital en numéraire apès la loi n° 83–1 du janvier 1983, in: RDS 1983, S. 261–284.

Geßler, Ernst: Die Umwandlung von Krediten in haftendes Kapital, in: Hefermehl, Wolfgang/Nirk, Rudolf/Westermann, Harry (Hrsg.), Festschrift für Philipp Möhring zum 75. Geburtstag, München, 1975, S. 173–196.

Geßler, Ernst/Hefermehl, Wolfgang/Eckard, Ulrich/Kropff, Bruno: Aktiengesetz, Kommentar, Band I: §§ 1–75, München, 1984; Band III: §§ 148–178, München, 1973; Band IV: §§ 179–240, München, 1994
[zitiert: *Bearbeiter*, in G/H/E/K]

Girón Tena, José: Derecho de Sociedades Anónimas, Valladolid, 1952.
[zitiert: *Girón*, Der. Soc. Anon.]

Goergen, Marc/Renneboog, Luc/da Silva, Luis Correia: When do German firms change their dividends?; in: JCF 11, 2005, S. 375–399.

Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1: §§ 1–75 AktG, 5. Auflage, München, 2019; Band 2: §§ 76–177, MitbestG, DrittelbG, 5. Auflage, 2019; Band 3: §§ 118–178 AktG, 4. Auflage, München, 2018; Band 4: §§ 179–277 AktG, 4. Auflage, München, 2016; Band 6: §§ 329–410, WpÜG, Österreichisches Übernahmerecht, 4. Auflage, München, 2017; Band 7: Europäisches Aktienrecht, 4. Auflage, München, 2017.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: MüKo, AktG]

Goette, Wulf/Habersack, Mathias: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 4: §§ 179–277 AktG, 3. Auflage, München, 2011.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: MüKo[3], AktG]

Gordon, Myron J.: Dividends, Earnings, and Stock Prices, in: RES 41, 1963, S. 99–105.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Gordon, Myron J.: Optimal Investment and Financing Policy, in: JF 18, 1963, S. 264–272.

Goshen, Zohar: Shareholder Dividend Options, in: YLJ 104, 1995, S. 881–932.

Grage, Katja: Notarrelevante Regelungen des Transparenz- und Publizitätsgesetzes im Überblick, in: RNotZ 2002, S. 326–332.

Grigoleit, Christoph: Kommentar zum Aktiengesetz, 1. Auflage, München, 2013.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Grigoleit[1], AktG]

Grigoleit, Christoph: Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Auflage, München, 2020.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Grigoleit[2], AktG]

Groß, Wolfgang: Der Inhalt des Bezugsrechts nach § 186 AktG – Ein Beitrag zum gekreuzten und faktischen Bezugsrechtsausschluß, in: AG 1993, S. 449–457.

Groß, Wolfgang: Kapitalmarktrecht – Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung und zum Wertpapierprospektgesetz, 6. Auflage, München, 2016.
[zitiert: *Groß*, KapMR, 6. Aufl.]

Groß, Wolfgang: Kapitalmarktrecht – Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Wertpapierprospektgesetz und zur Prospektverordnung, 7. Auflage, München, 2020.
[zitiert: *Groß*, KapMR, 7. Aufl.]

Großkommentar Aktiengesetz, 1./2. Auflage → siehe unter *Gadow, Wilhelm/Heinichen, Eduard/Schmidt, Eberhard/Schmidt, Walter, Weipert, Otto (Begr.)*.

Großkommentar Aktiengesetz, 4. Auflage → siehe unter *Hopt, Klaus J./Wiedemann, Herbert*.

Großkommentar Aktiengesetz, 5. Auflage → siehe unter *Hirte, Heribert/Mülbert Peter O./Roth, Markus*

Grottel, Bernd/Schmidt, Stefan/Schubert, Wolfgang J./Störk, Ulrich: Beck'scher Bilanz-Kommentar: Handels- und Steuerbilanz, §§ 238 bis 339, 342 bis 342e HGB, 12. Auflage, München, 2020.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: BeckBilKomm.]

Grullon, Gustavo/Michaely, Roni/Swaminathan, Bhaskaran: Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?, in: JB 75, 2002, S. 387–424.

Grund, Thomas: Sachdividenden bei Aktiengesellschaften, Frankfurt am Main et al., 2006.
[zitiert: *Grund*, Sachdiv.]

Grundmann, Stefan: Europäisches Gesellschaftsrecht – Eine systematische Darstellung unter Einbeziehung des Europäischen Kapitalmarktrechts, 2. Auflage, Heidelberg, 2011.
[zitiert: *Grundmann*, Europ. GesR]

Grunewald, Barbara: Gesellschaftsrecht, 10. Auflage, Tübingen, 2017.

Günther, Thomas/Muche, Thomas/White, Mark: Zulässigkeit des Rückkaufs eigener Aktien in den USA und Deutschland – vor und nach KonTraG, in: RIW 1998, S. 337–343.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Guserl, Richard/Pernsteiner, Helmut: Finanzmanagement: Grundlagen – Konzepte – Umsetzung, 2. Auflage, Wiesbaden, 2015.

Gustavus, Eckhart: Kapitalerhöhung durch Einbringung von Darlehensforderungen gegen die Gesellschaft, in: BB 1977, S. 213–216.

Guyon, Yves: Die neuere Entwicklung des französischen Gesellschaftsrechts, in: ZGR 1985, S. 74–101.

Haarmann, Wilhelm/Schüppen, Matthias: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Auflage, Frankfurt am Main, 2008.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: FK, WpÜG]

Habersack, Mathias, Weber, Christoph Andreas: Die Einlageforderung als Gegenstand von Aufrechnung, Abtretung, Verpfändung und Pfändung, in: ZGR 2014, S. 509–543.

Habersack, Mathias: „Holzmüller" und die schönen Töchter – Zur Frage eines Vorerwerbsrechts der Aktionäre beim Verkauf von Tochtergesellschaften, in: WM 2001, S. 545–549.

Habersack, Mathias: Anwendungsvoraussetzungen und -grenzen des § 221 AktG, dargestellt am Beispiel von Pflichtwandelanleihen, Aktienanleihen und „warrants", in: Nobbe, Gerd/Habersack, Mathias/Joeres, Hans-Ulrich/Krämer, Achim (Hrsg.), Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht – Festschrift für Gerd Nobbe, Köln, 2008, S. 539–564.

Habersack, Mathias: Das Andienungs- und Erwerbsrecht bei Erwerb und Veräußerung eigener Anteile, in: ZIP 2004, S. 1121–1127.

Habersack, Mathias: Die Mitgliedschaft – subjektives und ‚sonstiges' Recht, Tübingen, 1996.

Habersack, Mathias: Zur sachlichen Reichweite des Rechtsverlusts gemäß § 28 S. 1 WpHG, in: Joost, Detlev/Oetker, Hartmut/Paschke, Marian (Hrsg.), Festschrift für Franz Jürgen Säcker zum 70. Geburtstag, München, 2011, S. 355–364.

Habersack, Mathias/Mülbert, Peter O./Schlitt, Michael: Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Auflage, Köln, 2019.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfin.]

Habersack, Mathias/Tröger, Tobias: „Ihr naht euch wieder, schwankende Gestalten ..." – Zur Frage eines europarechtlichen Gleichbehandlungsgebots beim Anteilshandel, in: NZG 2010, S. 1–7.

Haertlein, Lutz: Vorstandshaftung wegen (Nicht-)Ausführung eines Gewinnverwendungsbeschlusses mit Dividendenausschüttung, in: ZHR 2004, S. 437–467.

Häger, Michael/Forst, Paul: Ausschüttung in Form der Sachdividende: Probleme bei der Verwendung von Tochtergesellschafts-Anteilen, in: EStB 2002, S. 335–337.

Hakansson, Nils H.: To Pay or Not to Pay Dividend, in: JF 37, 1982, S. 415–428.

Hamann, Axel: Minderheitenschutz beim Squeeze-out-Beschluss, München, 2002.

Hampel, Volker: Erwerb eigener Aktien und Unternehmenskontrolle, Frankfurt am Main, 1994.
[zitiert: *Hampel*, Eigene Aktien]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Happ, Wilhelm/Groß, Wolfgang: Aktienrecht, 4. Auflage, Köln, 2015.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Happ/Groß, AktR]

Hartmann-Wendels, Thomas: Dividendenpolitik bei asymmetrischer Informationsverteilung, Wiesbaden, 1986.

Hasselbach, Kai/Wicke, Hartmut: Sachausschüttungen im Aktienrecht, in: NZG 2001, S. 599–602.

Hau, Wolfgang/Poseck, Roman: Beck'scher Online-Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 55. Edition, Stand: 01.08.2020, München, 2020.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: BeckOK, BGB]

Hayek, Friedrich A..: Studies in Philosophy, Politics and Economics, Chicago, 1967.

Healy, Paul M./Palepu, Krishna G.: Earnings Information Conveyed by Dividend Initations and Omissions, in: JFE 21, 1988, S. 149–175.

Heidel, Thomas: Kommentar zum Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Auflage, Baden-Baden, 2020.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Heidel, AktG/WpHG/WpPG/WpÜG]

Heidinger, Andreas/Leible, Stefan/Schmidt, Jessica: Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH-Gesetz), Band 1: Systematische Darstellungen, §§ 1–34 GmbHG, 3. Auflage, München, 2017.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Michalski, GmbHG]

Hein, Thomas: Rechtliche Fragen des Bookbuildings nach deutschem Recht, in: WM 1996, S. 1–7.

Heine, Joachim/Lechner, Florian: Die unentgeltliche Auskehrung von Sachwerten bei börsennotierten Aktiengesellschaften, in: AG 2005, S. 269–277.

Heinsius, Theodor: Bezugsrechtsausschluß bei der Schaffung von Genehmigten Kapital – Genehmigtes Kapital II, in: Goerdeler, Reinhard/Hommelhoff, Peter/Lutter, Marcus/Odersky, Walter/Wiedemann, Herbert (Hrsg.), Festschrift für Alfred Kellermann zum 70. Geburtstag am 29. November 1990, Berlin, New York, 1991, S. 115–140.

Hellgardt, Alexander: Alexander Schiel, Aktionärsschutz zwischen Aktienrecht und Kapitalmarkt: Aktionärsrechte beim Erwerb fremden Vermögens gegen Gewährung von Aktien der AG und in der Unternehmensgruppe zwischens Verbands- und Anlegerschutzrecht, in: ZHR 2010, S. 619–624.

Henn, Günther: Die Gleichbehandlung der Aktionäre in Theorie und Praxis, in: AG 1985, S. 240–248.

Hennsler, Martin/Spindler, Gerald/Stilz, Eberhard: beck-online.GROSSKOMMENTAR AktG, Stand: 21.04.2020, München, 2020.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: BeckOGK, AktG]

Hennsler, Martin/Strohn, Lutz: Kurzkommentar zum Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, München, 2019.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Hennsler/Strohn, GesR]

Heuermann, Bernd/Brandis, Peter: Blümich, EStG, KStG, GewStG Kommentar, 143. EL, München, 2018.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Blümich, EStG]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Hicks, John R.: The Foundations of Welfare Economics, in: Ec. J. 49 (1939), S. 696–712.

Hidding, Bruno: Die nächste Dividendensaison wird anders, in: Cashkurs, online, abrufbar unter: *www.cashkurs.com/aktienwelt/beitrag/die-naechste-dividendensaison-wird-anders*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Hillebrandt, Franca/Schremper, Ralf: Analyse des Gleichbehandlungsgrundsatzes beim Rückkauf von Vorzugsaktien, in: BB 2001, S. 533–538.

Hirsch, Hendrik: Der Erwerb eigener Aktien nach dem KonTraG – Unter besonderer Berücksichtigung der Bilanzierung eigener Aktien, Köln, 2004.
[zitiert: *Hirsch*, Eigene Aktien]

Hirte, Heribert: Anmerkungen und Anregungen zur geplanten gesetzlichen Neuregelung des Bezugsrechts, in: ZIP 1994, S. 353–363.

Hirte, Heribert: Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung: Minderheitenschutz bei Eingriffen in die Beteiligungsstruktur der Aktiengesellschaft, Köln, 1986.

Hirte, Heribert: Das Transparenz- und Publizitätsgesetz – Einführende Gesamtdarstellung, München, 2003.
[zitiert: *Hirte*, TransPuG]

Hirte, Heribert: Zur Kapitalerhöhung im Schütt-aus-hol-zurück-Verfahren, in: JZ 1998, S. 201–203.

Hirte, Heribert/Butters, Beate: Die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln in den europäischen Aktienrechten – Anregungen für Auslegung und Reform des deutschen Rechts, in: ZBB 1998, S. 286–305.

Hirte, Heribert/Mülbert Peter O./Roth, Markus: Großkommentar Aktiengesetz, Band 2/1, §§ 23–40, 5. Auflage, Berlin/Boston, 2015; Band 3/2: §§ 67–75, 5. Auflage, Berlin, Boston, 2018; Band 4/2: §§ 92–94, 5. Auflage, Berlin, Boston, 2015.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: GK, AktG]

Hitzer, Martin/Simon, Björn/Düchting, Holger: Behandlung eigener Aktien der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten – Rechtliche Vorgaben, Handlungsoptionen und -empfehlungen für den Vorstand der Zielgesellschaft, in: AG 2012, S. 237–246.

Hoffmann-Becking, Michael: Defizite des aktienrechtlichen Anfechtungs- und Organhaftungsrechts und Möglichkeiten zur Verbesserung, in: WPg Sonderheft 2001, S. 121–128.

Hoffmann-Becking, Michael: Gesetz zur „kleinen AG" – unwesentliche Randkorrekturen oder grundlegende Reform, in: ZIP 1995, S. 1–10.

Hoffmann-Becking, Michael: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4 – Aktiengesellschaft, 5. Auflage, München, 2020.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: MHdb. GesR IV]

Hoffmann-Becking, Michael: Neue Formen der Aktienemission, in: Niederleithinger, Ernst/Werner, Rosema-rie, Wiedemann, Gerhard (Hrsg.), Festschrift für Otfried Lieberknecht zum 70. Geburtstag, München, 1997, S. 25–43.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Hoffmann-Becking, Michael: Vorschläge der Regierungskommission „Corporate Governance" zum Recht der Unternehmensfinanzierung, in: Hommelhoff, Peter/Lutter, Marcus/Schmidt, Karsten/Schön, Wolfgang/Ulmer, Peter (Hrsg.), Corporate Governance – Gemeinschaftssymposium der Zeitschriften ZHR/ZGR, ZHR Beiheft 71, 2002, S. 215–236.

Hogan Lovells: Hogan Lovells berät Deutsche Wohnen SE bei ihrer ersten Aktiendividende, online, abrufbar unter: *www.hoganlovells.com/de/news/hogan-lovells-berae t-deutsche-wohnen-se-bei-ihrer-ersten-aktiendividende*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.
[zitiert: *Hogan Lovells*, Pressemitteilung v. 19.07.2018]

Hogan Lovells: Hogan Lovells berät Deutsche Wohnen SE bei ihrer zweiten Aktiendividende, online, abrufbar unter: *www.hoganlovells.com/de/news/hogan-lovells-ber aet-deutsche-wohnen-se-bei-ihrer-zweiten-aktiendividende*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.
[zitiert: *Hogan Lovells*, Pressemitteilung v. 17.06.2019]

Hölters, Wolfgang: Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Auflage, München, 2014.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Hölters, AktG]

Holzborn, Timo: Ausschluss ausländischer Aktionäre nach § 24 WpÜG – „Die Disclaimerproblematik", in: BKR 2002, S. 67–76.

Holzborn, Timo: WpPG – Kommentar zum Wertpapierprospektgesetz mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften, 2. Auflage, München, 2014.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Holzborn]

Holzborn, Timo/Bunnemann, Jan: Gestaltung einer Sachausschüttung und Gewährleistung im Rahmen der Sachdividende, in: AG 2003, S. 671–678.

Holzmann, Daniel/Eichstädt, Jan Ole: Die „Bis zu"-Kapitalerhöhung im System der Kapitalmaßnahmen des Aktiengesetzes – Zugleich Besprechung von OLG München, Beschluss v. 22.9.2009, 31 Wx 110/09, in: DStR 2010, 277–281.

Hommelhoff, Peter/Lutter, Marcus: GmbH-Gesetz, 19. Auflage, Köln, 2016.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Lutter/Hommelhoff, GmbHG]

Hopt, Klaus J.: Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, in: ZGR 1993, S. 534–566.

Hopt, Klaus J.: Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in: Schneider, Uwe/Hommelhoff, Peter/Schmidt, Karsten/Timm, Wolfram/Grunewald, Barbara, Drygala, Tim (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag: Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, Köln, 2000, S. 1361–1400.

Hopt, Klaus J./Wiedemann, Herbert: Großkommentar Aktiengesetz, Erster Band: §§ 1–53, 4. Auflage, Berlin, 2004.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: GK^4, AktG]

Hopt, Klaus J./Wiedemann, Herbert: Großkommentar Aktiengesetz, Zweiter Band: §§ 53a-75, 4. Auflage, Berlin, 2008; Sechster Band: §§ 150–220, 4. Auflage, Berlin, 2006.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: GK, AktG]

Horbach, Matthias: Der Gewinnverzicht des Großaktionärs, in: AG 2001, S. 78–84.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Höreth, Matthias: It's payment Date – Praxistipps zur Dividende 2017, in: AG 2017, S. R31–R32.

Huber, Ulrich: Rückkauf eigener Aktien, in: Forster, Karl-Heinz/Grunewald, Barbara/Lutter, Marcus/Semler, Johannes (Hrsg.), Festschrift für Bruno Kropff – Aktien- und Bilanzrecht, Düsseldorf, 1997, S. 101–125.

Huber, Ulrich: Zum Aktienerwerb durch ausländische Tochtergesellschaften, in: Pawlowski, Hans-Martin/Wiese, Günther/Wüst, Günther (Hrsg.), Festschrift für Konrad Duden zum 70. Geburtstag, 1977, München, S. 137–171.

Hueck, Götz: Der Grundsatz der gleichmäßigen Behandlung im Privatrecht, München, 1958.
[zitiert: *G. Hueck*, Gleichbehandlung]

Hüffer, Uwe: Aktienbezugsrechte als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern und Mitarbeitern – gesellschaftsrechtliche Analyse, in: ZHR 1997, S, 214–245.

Hüffer, Uwe: Die Ausgleichsklausel des § 242 Abs. 2 S. 2 AktG – mißlungene Privilegierung der Mehrheitsgesellschaft oder Grundlage für bloßen Vermögensschutz des Kapitalanlegers, in: Forster, Karl-Heinz/Grunewald, Barbara/Lutter, Marcus/Semler, Johannes (Hrsg.), Festschrift für Bruno Kropff – Aktien- und Bilanzrecht, Düsseldorf, 1997, S. 127–144.

Hüffer, Uwe/Koch, Jens: Kommentar zum Aktiengesetz, 14. Auflage, München, 2020.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Hüffer/Koch, AktG]

Ihrig, Hans-Christoph: Geklärtes und Ungeklärtes zum Vereinfachten Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG, in: Hoffmann-Becking, Michael/Ludwig, Rüdiger (Hrsg.), Liber amicorum Wilhelm Happ, Köln, Berlin, München, 2006, S. 109–129.

Ihrig, Hans-Christoph/Wagner, Jens: Die Reform geht weiter: Das Transparenz- und Publizitätsgesetz kommt, in: BB 2002, 789–797.

Immenga, Ulrich: Grenzen einer nachträglichen Einführung von Stimmrechtsbeschränkungen, in: BB 1975, S. 1042–1048.

Immenga, Ulrich: Vertragliche Vinkulierung von Aktien?, in: AG 1992, S. 79–83.

Immenga, Ulrich: Zur Zulässigkeit einer nachträglichen Stimmrechtsbeschränkung: Anmerkung zum Urteil des OLG Düsseldorf zur Einführung einer Stimmrechtsbeschränkung bei der Mannesmann-AG, in: AG 1976, S. 293–295.

Iribarren, Miguel: Los dividendos electives o scrip dividends, in: RDM 2012, S. 141–180.

Jäger, Axel: Aktiengesellschaft – Unter besonderer Berücksichtigung der KGaA, München, 2004.

Jauernig, Bürgerliches Gesetzbuch Kommentar → siehe unter *Stürner, Rolf*.

Jensen, Gerald R./Solberg, Donald P./Zorn, Thomas S.: Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, in: JFQA 27, 1992, S. 247–263.

Jensen, Michael C.: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: AER 76, 1986, S. 323–329.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Jensen, Michael C./Meckling, William H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: JFE 3, 1976, S. 305–360.

Johannsen-Roth, Tim: Der Erwerb eigener Aktien: Regelungsprobleme im Spannungsfeld gesellschaftsrechtliche Normbefehle und kapitalmarktrechtlich implizierter Verhaltensanforderungen, Köln, 2001.
[zitiert: *Johannsen-Roth*, Eigene Aktien]

John, Kose/Williams, Joseph: Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium, in: JF 40, 1985, S. 1053–1070.

Kalay, Avner: Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends, in: JFQA 15, 1980, S. 855–869.

Kaldor, Nicholas: Welfare Propositions of Economics and Interpersonal Comparisons of Utility, in: Ec. J. 49 (1939), S. 549–552.

Kallweit, Dominik/Simons, Cornelius: Aktienrückkauf zum Zweck der Einziehung und Kapitalherabsetzung, in: AG 2014, S. 352–359.

Karollus, Martin: Die Umwandlung von Geldkrediten in Grundkapital – eine verdeckte Sacheinlage?, in: ZIP 1994, S. 589–599.

Kersting, Christian: Societas Europaea: Gründung und Vorgesellschaft, in: DB 2001, S. 2079–2086.

Kessler, Manfred/Suchan, Stefan W.: Erwerb eigener Aktien und dessen handelsbilanzielle Behandlung, in: BB 2000, S. 2529–2537.

Kiem, Roger: Der Erwerb eigener Aktien bei der kleinen AG, in: ZIP 2000, S. 209–216.

Kindl, Johann: Der Erwerb eigener Aktien nach dem KonTraG, in: DStR 1999, S. 1276–1281.

Kindler, Peter: Verdeckte Sacheinlage und Kapitalschutzrichtlinie – Zur Umwandlung von Geldkrediten in Nennkapital der AG, in: Ebenroth, Carsten T./Hesselberger, Dieter/Rinne, Manfred E. (Hrsg.), Verantwortung und Gestaltung – Festschrift für Karlheinz Boujong zum 65. Geburtstag, München, 1996, S. 299–318.

Kirchhof, Paul: Kommentar zum EStG, 17. Auflage, Köln, 2018.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Kirchhof EStG]

Klausing, Friedrich: Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktien-Gesetz), Berlin, 1937.

Kley, Martin: Bezugsrechtsausschluss und Deregulierungsforderungen, Köln, 1998.

Kniehase, Martin R.: Derivate auf eigene Aktien, Berlin, 2005.

Knigge, Dagmar: Änderungen des Aktienrechts durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz, in: WM 2002, S. 1729–1737.

Koch, Jens: Der Erwerb eigener Aktien – kein Fall des WpÜG, in: NZG 2003, S. 61–70.

Kocher, Dirk/Feigen, Jan Philipp: Materielle Grenzen für Ausgabebetrag und Bezugspreis bei Bezugsrechtsemissionen, in: CFL 2013, S. 116–124.

Kollmorgen, Alexander/Feldhaus, Heiner: Ungelöste Fragen der Anwendung des neuen Wertpapierprospektgesetzes, in: BB 2007, S. 225–230.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Kölner Kommentar zum Aktiengesetz → siehe unter *Zöllner, Wolfgang* bzw. unter *Zöllner, Wolfgang/Noack, Ulrich*.

König, Jürgen: Dividenden und Jahresüberschuß, in: ZfB 1991, S. 1149–1155.

Kornblum, Udo: Bundesweite Rechtstatsachen zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Stand 1.1.2009, in: GmbHR 2009, S. 1056–1064.

Kornblum, Udo: Bundesweite Rechtstatsachen zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, (Stand 1.1.2010), in: GmbHR 2010, S. 739–748.

Kornblum, Udo: Bundesweite Rechtstatsachen zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, (Stand 1.1.2011), in: GmbHR 2011, S. 692–699.

Kornblum, Udo: Bundesweite Rechtstatsachen zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, (Stand 1.1.2012), in: GmbHR 2012, S. 728–735.

Kornblum, Udo: Bundesweite Rechtstatsachen zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, (Stand 1.1.2013), in: GmbHR 2013, S. 693–703

Kornblum, Udo: Bundesweite Rechtstatsachen zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, (Stand 1.1.2014), in: GmbHR 2014, S. 694–703.

Kornblum, Udo: Bundesweite Rechtstatsachen zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, (Stand 1.1.2015), in: GmbHR 2015, S. 687–696.

Kornblum, Udo: Bundesweite Rechtstatsachen zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, (Stand 1.1.2016), in: GmbHR 2016, S. 691–701.

Kornblum, Udo: Bundesweite Rechtstatsachen zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, (Stand 1.1.2017), in: GmbHR 2017, S. 739–748.

Kort, Michael: Bezugsrechtsfragen und „Holzmüller"-Fragen einer Tochter-Kapitalerhöhung aus Sanierungsgründen, in: AG 2002, S. 369–377.

Kort, Michael.: Rechte und Pflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei Übernahmeversuchen, in: Schneider, Uwe H./Hommelhoff, Peter/Schmidt, Karsten/Timm, Wolfram/Grunewald, Barbara, Drygala, Tim (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag: Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, Köln, 2000, S. 1421–1447.

Kossmann, Alfred: Vorbereitung und Durchführung von Stock-for-Stock-Akquisitionen, in: AG 2005, S. 9–20.

Kossmann, Alfred/Erbo, Heinrich: Durchführung einer regulären Kapitalerhöhung nach ARUG und zur Finanzierung eines Unternehmenskaufs, in: Der Konzern 2010, S. 27–34.

Kowalewski, Jörn: Das Vorerwerbsrecht der Mutteraktionäre beim Börsengang einer Tochtergesellschaft: Anlegerschutz im Konzern zwischen Neoklassik und Behavioral Finance – eine juristische und ökonomische Analyse, Tübingen, 2008.

Kraakman, Reinier/Armour, John/Davies, Paul L./Enriques, Luca/Hansmann, Henry/Hertig, Gerard, Hopt, Klaus J./Kanda, Hideki/Pargendler, Mariana/Ringe, Wolf-Georg/Rock, Edward: The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach, 3rd edition, Oxford, 2017.

Krämer, Lutz/Kiefner, Alexander: Präventiver Rechtsschutz und Flexibilität beim genehmigten Kapital, in: ZIP 2006, S. 301–310.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Krämer, Lutz/Sitter, Julia: „Der Scrip Dividend kann eine erfolgreiche Zukunft prognostiziert werden, in: GP, online, abrufbar unter: *www.goingpublic.de/hv-magazin/der-scrip-dividend-kann-eine-erfolgreiche-zukunft-prognostiziert-werden/*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.
[zitiert: *Krämer/Sitter*, GP, Scrip Dividend]

Krämer, Lutz/Sitter, Julia: Aktiendividende hat erfolgreiche Zukunft vor sich, in: Börsen-Zeitung 101/2015, Sonderbeilage, S. B 3 und B 5.

Krause, Rainer: Atypische Kapitalerhöhungen im Aktienrecht, in: ZHR 2017, S. 641–687.

Krieger, Gerd: Aktionärsklagen zur Kontrolle des Vorstands- und Aufsichtsratshandelns, in: ZHR 1999, S. 343–363.

Krieger, Sinan: Dividenden: Cash? Nein, lieber Aktien, in: Focus Money 44/2016, S. 38–41, online, abrufbar unter: *www.focus.de/finanzen/boerse/dividenden-cash-nein-lieber-aktien_id_6116282.html*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Kropff, Bruno: Aktiengesetz: Textausg. des Aktiengesetzes vom 6.9.1965 u.d. Einfuehrungsgesetzes zum Aktiengesetz vom 6.9.1965 mit Begr. des Regierungsentwurfs; im Anh.: Aktiengesetz von 1937, Düsseldorf, 1965.

Krüger, Wolfang: Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 2: Schuldrecht Allgemeinter Teil I, 8. Auflage, München, 2019.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: MüKo, BGB]

Kübler, Friedrich: Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt: rechtsvergleichende Untersuchung der Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung in der Bundesrepublik und in den USA, unter besonderer Berücksichtigung der mit der nennwertlosen Aktie verbundenen Vor- und Nachteile, Köln, 1989.

Kübler, Friedrich: Sind zwingende Bezugsrechte wirtschaftlich sinnvoll?, in: ZBB 1993, S. 1–7.

Kübler, Friedrich/Mendelson, Morris/Mundheim, Robert: Die Kosten des Bezugsrechts – Eine rechtsökonomische Analyse des amerikanischen Erfahrungsmaterials, in: AG 1990, S. 461–475.

Kühnberger, Manfred/Schmidt, Thorsten: Der Konzernabschluss als Ausschüttungsbemessungsgrundlage, in: JBE 69, 1999, S. 1263–1289.

Kuntz, Thilo/Stegemann, Lars: Grundfragen des faktischen Bezugsrechtsausschlusses, in: ZIP 2016, S. 2341–2351.

Kuntz, Thilo/Stegemann, Lars: Zur Dogmatik des mittelbaren Bezugsrechts – Eine Analyse der schuldrechtlichen Beziehungen von Gesellschaft, Aktionären und Emissionsunternehmen, in: AG 2016, S. 837–847.

Kunz, Anne: Was die Dividende in Form von Aktien bringt, online, abrufbar unter: *www.welt.de/finanzen/geldanlage/article129016720/Was-die-Dividende-in-Form-von-Aktien-bringt.html*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.
[zitiert: *Kunz*, Aktiendiv.]

Lambert, Richard A./Larcker, David F.: Executive Compensation, Corporate Decision-Making and Shareholder Wealth: A Review of the Evidence, in: MCFJ 1985, S. 6–22.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Lange, Kai: Rekord-Dividenden im Dax – Dax-Dividenden steigen, Dax-Gewinne steigen stärker, in: Manager Magazin, online, abrufbar unter: *www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/dividenden-im-dax-rekord-von-31-milliarden-euro-a-1139663.html*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Lasfer, Ameziane M.: On the Motivation for Paying Scrip Dividends, in: FM 26, 1997, S. 62–80.

Last, Jens: Der Erwerb eigener Aktien als Ausschüttungsinstrument, Berlin, 2006.
[zitiert: *Last,* Eigene Aktien]

Lazear, Edward P.: Firm-Specific Human Capital: A Skill-Weights Approach, in: JPE 117, 2009, S. 914–940.

Lease, Ronald C./John, Kose/Kalay, Avner/Loewenstein, Uri/Sarig, Oded H.: Dividend Policy – Its Impact on Firm Value, Boston, 1999.

Lehmann, Karl: Das Recht der Aktiengesellschaften, Band 2, Berlin, 1904.

Leinekugel, Magdalena: Die Sachdividende im deutschen und europäischen Aktienrecht, Köln et al., 2001.
[zitiert: *Leinekugel*, Sachdiv.]

Leithaus, Rolf: Die Regelungen des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland und den Niederlanden: Eine rechtsvergleichende Arbeit aus europäischer Sicht, München, 2000.
[zitiert: *Leithaus*, Eigene Aktien]

Leland, Hayne E./Pyle, David H.: Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, in: JF 32, 1977, S. 371–387.

Lenenbach, Markus: Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 3. Auflage, München, 2016.
[zitiert: *Lenenbach,* KapMR]

Lenz, Jürgen/Linke, Ulf: Die Handhabung des WpÜG in der aufsichtsrechtlichen Praxis, in: AG 2002, S. 361–369.

Leuering, Dieter: Der Rückerwerb eigener Aktien im Auktionsverfahren, in: AG 2007, S. 435–443.

Lie, Erik: Excess Funds and Agency Problems: An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements, in: RFS 13, 2000, S. 219–247.

Lintner, John: Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, in: AER 46, 1956, S. 97–113.

Lintner, John: Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations, in: RES 44, 1962, S. 243–269.

Loos, Gerold: Zur Auslegung von § 7 KapErhStG insbesondere bei „Stockdividenden", in: RIW 1991, S. 124–128.

Lösekrug, Jens: Die Umsetzung der Kapital-, Verschmelzungs- und Spaltungsrichtlinie der EG in das nationale deutsche Recht, Jena, 2004.
[zitiert: *Lösekrug*, Kapital-RL]

Lufthansa → siehe unter *Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft*.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Lüken, Christian P.: Der Erwerb eigener Aktien §§ 71 ff. AktG – Deregulierungs- und Liberalisierungsbestrebungen im europäischen Gesellschaftsrecht, Berlin, 2004.

Lutter, Marcus: Das neue „Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts, in: AG 1994, S. 429–447.

Lutter, Marcus: Der Bericht der Regierungskommission „Corporate Governance", in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (VGR) (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2001, Band 5, S. 47–59, Köln, 2002. [zitiert: *Lutter*, in: VGR 2002]

Lutter, Marcus: Die europäische Aktiengesellschaft: Eine Stellungnahme zur Vorlage der Kommission an den Ministerrat der Europäischen Gemeinschaften über das Statut für europäische Aktiengesellschaften vom 30. April 1975, 2. Auflage, Köln/Berlin/Bonn, München, 1978.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Lutter, Europ. AG]

Lutter, Marcus: Materielle und förmliche Erfordernisse eines Bezugsrechtsausschlusses – Besprechung der Entscheidung BGHZ 71, 40 (Kali und Salz), in: ZGR 1979, S. 401–418.

Lutter, Marcus: Stellungnahme zur Aktienrechtsreform 1997, in: AG 1997, Sonderheft August, S. 52–57.

Lutter, Marcus: Zur Binnenstruktur des Konzerns, in: Hefermehl, Wolfgang/Gmür, Rudolf/Brox, Hans (Hrsg.), Festschrift für Harry Westermann zum 65. Geburtstag, Karlsruhe, 1974, S. 347–368.
[zitiert: *Lutter*, FS Westermann 1974]

Lutter, Marcus/Leinekugel, Magdalena/Rödder, Thomas: Die Sachdividende – Gesellschaftsrecht und Steuerrecht, in: ZGR 2002, S. 204–240.

Lutter, Marcus/Zöllner, Wolfgang: Zur Anwendung der Regeln über die Sachkapitalerhöhung auf das Ausschüttungs-Rückhol-Verfahren, in: ZGR 1996, S. 164–188.

Madrian, Jens-Peter: Interessensgruppenorientierte Unternehmensführung, Hamburg, 1998.

Maharg-Bravo, Fiona: Off Scrip, online, abrufbar unter: *www.breakingviews.com/considered-view/scrip-dividends-are-a-fools-gold*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Mahtani, Sahil: „Scrip dividends" – eine große Mogelpackung, in: Konzept 08/2016, Deutsche Bank Multi-asset research, S. 8–10, online, abrufbar unter: *www.deutsche-bank.de/pfb/data/docs/KONZEPT_Ausgabe_08.pdf*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Maier-Reimer, Georg: Verbesserung des Umtauschverhältnisses in Spruchverfahren, in: ZHR 2000, S. 563–588.

Maier-Reimer, Georg: Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in: ZHR 2001, S. 258–279.

Maier, Markus: Der Einsatz des genehmigten Kapitals – Eine rechtliche Analyse der Praxis deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften, Jena, 2003.
[zitiert: *Maier*, Genehmigtes Kapital]

Maier, Niels: Faktischer Bezugsrechtsausschluss, Berlin, 2014.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Marsch-Barner, Reinhard, Schäfer, Frank A., Handbuch börsennotierte AG: Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, Köln, 2018.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. AG]

Marsch-Barner, Reinhard: Die Erleichterung des Bezugsrechtsausschlusses nach § 186 Abs. 3 S. 4 AktG, in: AG 1994, S. 532–540.

Martens, Klaus Peter: Der Ausschluss des Bezugsrechts: BGHZ 33, S. 175 – Zum Interesse an wirtschaftlicher Selbstständigkeit, in: Lutter, Marcus/Stimpel, Walter/Wiedemann, Herbert (Hrsg.), Festschrift für Robert Fischer, Berlin, New York, 1979, S. 437–460.

Martens, Klaus-Peter: Der Ausschluss des Bezugsrechts, in: ZIP 1992, S. 1677–1697.

Martens, Klaus-Peter: Der Einfluß von Vorstand und Aufsichtsrat auf Kompetenzen und Struktur der Aktionäre – Unternehmensverantwortung contra Neutralitätspflicht, in: Beisse, Heinrich/Lutter, Marcus/Närger, Heribald (Hrsg.), Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag am 31. Oktober 1993, Berlin, 1993, S. 529–556.

Martens, Klaus-Peter: Die Bewertung eines Beteiligungserwerbs nach § 255 Abs. 2 AktG – Unternehmenswert kontra Börsenkurs, in: Westermann, Harm Peter/Mock, Klaus (Hrsg.), Festschrift für Gerold Bezzenberger zum 70. Geburtstag am 13 März 2000, Berlin, New York, 2000, S. 267–289.

Martens, Klaus-Peter: Erwerb und Veräußerung eigener Aktien im Börsenhandel – Überlegungen de lege ferenda, in: AG 1996, S. 337–349.

Martens, Klaus-Peter: Richterliche und gesetzliche Konkretisierungen des Bezugsrechtsausschlusses, in: ZIP 1994, S. 669–678.

Martens, Klaus-Peter: Verschmelzung, Spruchverfahren und Anfechtungsklage in Fällen eines unrichtigen Umtauschverhältnisses, in: AG 2000, S. 301–308.

Mehringer, Christoph: Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip, Baden-Baden, 2007.
[zitiert: *Mehringer*, Gleichbehandlung]

Meilicke, Wienand: „Verschleierte" Sacheinlage und EWG-Vertrag, in: DB 1990, S. 1173–1779.

Meilicke, Wienand: Das Bezugsrecht der Aktionäre bei Kapitalerhöhungen, in: BB 1961, S. 1281–1284.

Meilicke, Wienand: Die Kapitalaufbringungsvorschriften als Sanierungsbremse – Ist die deutsche Interpretation des § 27 Abs. 2 AktG richtlinienkonform? (§ 27 Abs. 2 AktG), in: DB 1989, S. 1067–1075.

Meilicke, Wienand: Umgehung der Sacheinlagevorschriften durch Wandelschuldverschreibungen und Wandelgenußrechte?, in: DB 1995, S. 1061–1062.

Mense, Christian/Klie, Marcus: HV-Saison 2015: Aktuelle Trends und rechtliche Entwicklungen für die Vorbereitung und Durchführung von Hauptversammlungen, GWR 2015, S. 45–50.

Mense, Christian/Klie, Marcus: HV-Saison 2016: Aktuelle Trends und rechtliche Entwicklungen für die Vorbereitung und Durchführung von Hauptversammlungen, GWR 2016, S. 111–117.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Merkt, Hanno: Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in: ZHR 2001, S. 224–257.

Merkt, Hanno: Zum Verhältnis von Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht in der Diskussion um die Corporate Governance, in: AG 2003, S. 126–136.

Merkt, Hanno/Mylich, Falk: Einlage eigener Aktien und Rechtsrat durch den Aufsichtsrat, in: NZG 2012, S. 525–530.

Messemer, Annette: Wahldividende als strategisches Instrument im Kapitalmarktauftritt, in: BZ 194/2014, S. 10.

Meyer, Andreas/Weber, Thomas: Kurzfristige Eigenkapitalaufnahme de lege ferenda – Denkanstöße zur Deregulierung der rechtlichen Anforderungen an Eigenkapitalmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften im Lichte der Finanzkrise, in: CFL 2012, S. 249–260.

Michaely, Roni/Thaler, Richard H./Womack, Kent L.: Price Reactions to Dividend Initations and Omissions – Overreaction or Drift?, in: JF 50, 1995, S. 573–608.

Michalski, Kommentar zum GmbHG → siehe unter *Heidinger, Andreas/Leible, Stefan/Schmidt, Jessica*.

Miller, Merton H.: Behavioral Rationality in Finance – The Case of Dividends, in: Stern, Joel M./Chew, Donald H. (Hrsg.), The Revolution in Corporate Finance, 4th edition, Malden, 2003, S. 129–141.
[zitiert: *Miller*, in: Stern/Chew, Corp. Fin.]

Miller, Merton H./Modigliani, Franco: Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, in: JB 34, 1961, S. 411–433.

Miller, Merton H./Rock, Kevin: Dividend Policy under Asymmetric Information, in: JF 40, 1985, S 1031–1051.

Möller, Mirko: Rückerwerb eigener Aktien: Der Rückerwerb eigener Aktien ohne positive gesetzliche Zweckvorgabe, Köln, 2005.
[zitiert: *Möller*, Eigene Aktien]

Mülbert, Peter O.: Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt – Die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung zu einer Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutzrecht, 2. Auflage, München, 1996.

Müller, Matthias: Die Ausnutzung des genehmigten Kapitals durch börsennotierte Aktiengesellschaften, Jena, 2006.

Müller, Welf: Die Änderungen im HBG und die Neuregelung der Sachdividende durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz, in: NZG 2002, S. 752–759.

Müller, Welf/Rödder, Thomas: Beck'sches Handbuch der AG – Gesellschaftsrecht – Steuerrecht – Börsengang, 2. Auflage, München, 2009.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Beck'sches Hdb. AG]

Müller, Welf/Rödder, Thomas: Beck'sches Handbuch der AG: Gesellschaftsrecht – Steuerrecht – Börsengang, München, 2009.

Münchener Anwalts Handbuch Aktienrecht → siehe unter *Schüppen, Matthias/Schaub, Bernhard*.

Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts → siehe unter *Hoffmann-Becking, Michael*.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Münchener Kommentar zum AktG → siehe unter *Goette, Wulf/Habersack, Mathias* bzw. unter *Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne*.

Münchener Kommentar zum BGB→ siehe unter *Krüger, Wolfang*.

Münchener Kommentar zum GmbHG → siehe unter *Fleischer, Holger/Goette, Wulf*.

Myers, Stewart C./Majluf, Nicholas S.: Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, in: JFE 13, 1984, S. 187–221.

Niedernhuber, Günter: Ausschüttungsregelungen für Aktiengesellschaften – Eine ökonomische Analyse, Hamburg, 1988.

Nissim, Doron/Ziv, Amir: Dividend Changes and Future Profitability, in: JF 56, 2001, S. 2111–2133.

Nitsche, Sarah: Scrip Dividend der Telekom: Eine Option für viele CFOs, in: Finance-Magazin, online, abrufbar unter: *www.finance-magazin.de/cfo/strategie/scrip-dividend-der-telekom-eine-option-fuer-viele-cfos-1261221*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Nohel, Tom/Tarhan, Vefa: Share repurchases and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow, in: JFE 49, 1998, S. 187–222.

Noll, Peter/Bachmann, Hans R.: Der kleine Machiavelli – Handbuch der Macht für den alltäglichen Gebrauch, 5. Auflage, München, 2011.

NomosKommentar Bürgerliches Gesetzbuch → siehe unter *Schulze, Reiner*.

Nussbaum, Konrad v.: Die Aktiengesellschaft als Zielgesellschaft eines Übernahmeangebots, Baden-Baden, 2003.

o. V.: Buchbesprechung, in: WM 2015, S. 1647.

o. V.: T-Aktionäre gehen wieder leer aus, in: Manager Magazin, online, abrufbar unter: *www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/a-261188.html*; zuletzt aberufen am 17.08.2020.
[zitiert: *o. V.*, MM, T-Aktionäre]

Oechsler, Jürgen: Der ReE zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Regelungsbedarf auf der Zielgeraden!, in: NZG 2001, S. 817–826.

Oechsler, Jürgen: Die Änderung der Kapitalrichtlinie und der Rückerwerb eigener Aktien, in: ZHR 2006, S. 72–89.

Ofer, Aharon R./Thakor, Anjan V.: A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends, in: JF 42, 1987, S. 365–394.

Orth, Manfred: Sachdividenden – Zu deren Kodifizierung und den offen gebliebenen aktienrechtlichen, bilanzrechtlichen und steuerrechtlichen Fragen (Teil 1 und 2), in: WPg 2004, S. 777–793 und 841–855.

Paefgen, Walter G.: Die Gleichbehandlung beim Aktienrückerwerb im Schnittfeld von Gesellschafts- und Übernahmerecht, in: ZIP 2002, S. 1509–1520.

Paefgen, Walter G.: Eigenkapitalderivate bei Aktienrückkäufen und Managementbeteiligungsmodellen – Zugleich ein Beitrag zur Entwicklung einer allgemeinen Systematik für die aktienrechtliche Beurteilung von Calls und Puts als Instrumente der Unternehmensfinanzierung, in: AG 1999, S. 67–74.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Paefgen, Walter G.: Unternehmerische Entscheidungen und Rechtsbindung der Organe in der Aktiengesellschaft, Köln, 2002.

Parrandier, Stephan/Schäfer, Hendrik: Neuer Trend zur Aktiendividende (Scrip Dividend) in Deutschland?; in: CMS Update Banking & Finance, Dezember 2014, S. 10–11, online, abrufbar unter: *www.cms.law/de/content/download/82891/3046823/version/4/file/Update_Banking_Finance_1214.pdf*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Paz-Ares, Cándido: Aproximación al estudio de los dividendos en especie, in: RJN 1992, Número 3: Julio–Septiembre, Rn. 207–228.

Paz-Ares, Cándido: La llamada »reinversión de dividendos«, in: RGD 1992, S. 10079–10109.

Pellens, Bernhard/Gassen, Joachim/Richard, Marc: Ausschüttungspolitik börsennotierter Unternehmen in Deutschland, in: DBW 2003, S. 309–332.

Pellens, Bernhard/Schremper, Ralf: Aktienrückkauf in Deutschland: Eine theoretische und empirische Untersuchung der Erwerbsmotive, Arbeitsbericht Nr. 76 des Instituts für Unternehmensführung und Unternehmensforschung der Ruhr-Universität Bochum, Bochum, 1999.

Peltzer, Oliver: Die Neuregelung des Erwerbs eigener Aktien im Lichte der historischen Erfahrungen, in: WM 1998, S. 322–331.

Perridon, Luis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas: Finanzwirtschaft der Unternehmung, 17. Auflage, München, 2016.

Pfeil, Marcus: Die Stimme versagt, in: Handelsblatt vom 13.07.2004, online, abrufbar unter: *www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/bulle-baer/praesenz-auf-hauptversammlungen-geht-zurueck-die-stimme-versagt/2362434.html*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Philipp, Wolfgang: Ist die Verschmelzung von Aktiengesellschaften nach dem neuen Umwandlungsrecht noch vertretbar?, in: AG 1998, S. 264–272.

Piepenburg, Manfred: Sind die Vorschriften zum Rückkauf eigener Aktien noch zeitgemäß? – Sollte das in den §§ 71 ff. AktG geregelte – mit engen Ausnahmen versehene – grundsätzliche Verbot aufgehoben werden?, in: BB 1996, S. 2582–2585.

Posner, Dirk: Der Erwerb eigener Aktien in der US-amerikanischen Unternehmenspraxis, in: AG 1994, S. 312–320.

Priester, Hans-Joachim: Debt-Equity-Swap zum Nennwert?, in: DB 2010, S. 1445–1450.

Priester, Hans-Joachim: Die Erhöhung des Stammkapitals mit kapitalersetzenden Gesellschafterdarlehen, in: Knobbe-Keuk, Brigitte/Klein, Franz/Moxter, Adolf (Hrsg.), Festschrift für Georg Döllerer, Düsseldorf, 1988, S. 475–493.

Priester, Hans-Joachim: Die Verwendung von Gesellschafterforderungen zur Kapitalerhöhung bei der GmbH, in: DB 1976, S. 1801–1806.

Priester, Hans-Joachim: Emissions-Tranchen bei ordentlicher Kapitalerhöhung, in: NZG 2010, S. 81–86.

Priester, Hans-Joachim: GmbH-Kapitalerhöhung im Wege des Ausschüttungs-Rückhol-Verfahrens – Besprechung der Entscheidung BGHZ 135, 831, in: ZGR 1998, S. 856–870.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Priester, Hans-Joachim: Heilung verdeckter Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, in: GmbHR 1998, S. 861–865.

Prokot, Alexander: Strategische Ausschüttungspolitik deutscher Aktiengesellschaften – Dividendenstrategien im Kapitalmarktkontext, Wiesbaden, 2006.

Raiser, Thomas/Veil, Rüdiger: Recht der Kapitalgesellschaften – Ein Handbuch für Praxis und Wissenschaft, 6. Auflage, München, 2015.

Rappaport, Alfred: Creating Shareholder Value – The New Standard for Business Performance, New York, 1986.

Rauch, Karl: Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, Teil 1, 3. Auflage, Graz, 1947.

Rebmann, Volker: Die Ausweitung des aktienrechtlichen Spruchstellenverfahrens, Baden-Baden, 1995.

Reger, Gerald/Wieneke, Laurenz: Die Finanzierung des Unternehmenserwerbs mit Aktien, in: GWR 2013, S. 195–200.

Reichert, Jochem/Harbarth, Stephan: Veräußerung und Einziehung eigener Aktien, in: ZIP 2001, S. 1441–1451.

Richard, Jaques: Les sociétés par actions et la loi sur le développement des investissements et la protection de l'épargne, in: JCP éd. c&i, 1983 I, 13919.

Richard, Jaques: Paiement du dividende en actions, in: JCP éd. c&i, 1985 I, 14436.

Rieckers, Oliver: Ermächtigung des Vorstands zu Erwerb und Einziehung eigener Aktien, in: ZIP 2009, S. 700–706.

Rieckers, Oliver: Nachlese zur Hauptversammlungssaison 2015 und Ausblick auf 2016, in: DB 2015, S. 2131–2139.

Rieckers, Oliver: Nachlese zur Hauptversammlungssaison 2016 und Ausblick auf 2017, in: DB 2016, S. 2526–2535.

Rieckers, Oliver: Nachlese zur Hauptversammlungssaison 2017 und Ausblick auf 2018 (Teil 2), in: DB 2017, S. 2786–2792.

Rieckers, Oliver: Nachlese zur Hauptversammlungssaison 2018 und Ausblick auf 2019, in: DB 2019, S. 107–119.

Rieckers, Oliver: Scrip Dividend, in: AR 2015, S. 179.

Riesenhuber, Karl: Europäische Methodenlehre, 3. Auflage, Berlin, New York, 2015. [zitiert: *Bearbeiter*, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre]

Roll, Richard: The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, in: JB 59 (1986), S. 197–216.

Roquett, Andreas J./Stanger, Christoph W.: Das Engagement ausländischer Gesellschaften im US-amerikanischen Kapitalmarkt – Rechtliche Erläuterungen für deutsche Gesellschaften, erläutert am Beispiel Daimler-Benz, in: WM 1994, S. 137–147.

Rose, Axel: Cash was King, online, abrufbar unter: *www.bankm.de/webdyn/dateien/BankM_Option-Dividend-Cash-was-King-A.Rose_20131101.pdf*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Rosen, Rüdiger v./Helm, Leonhard: Der Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft – Plädoyer für ein neues Instrument der Unternehmensfinanzierung in Deutschland und einen wichtigen Impuls für den deutschen Kapitalmarkt, in: AG 1996, S. 434–442.

Rosengarten, Joachim: BGH – „Schütt-aus-hol-zurück"-Kapitalerhöhung, in: WiB 1997, S. 916–918.

Ross, Stephen A.: The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, in: BJE 8, 1977, S. 23–40.

Ross, Stephen A./Westerfield, Randolph/Jaffe, Jeffrey F./Jordan, Bradford D.; Corporate Finance, New York, 2016.
[zitiert: *Ross et al.*, Corp. Fin.]

Roth, Gregor: Bedeutung und Nutzung von Sonderformen der Eigenkapitalbeschaffung bei börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland, in: ZBB 2001, S. 50–60.

Rozeff, Michael: How Companies Set Their Dividend-Payout Ratios, in: Stern, Joel M./Chew, Donald H. (Hrsg.), The Revolution in Corporate Finance, 4th edition, Malden, 2003, S. 455–461.
[zitiert: *Rozeff*, in: Stern/Chew, Corp. Fin.]

Rudolph, Bernd: Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, Tübingen, 2006.
[zitiert: *Rudolph*, Unternehmensfin.]

Ruffner, Markus: Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich, 2000.

Ruwisch, Sven: Zur Beurteilung der Ausschüttungspolitik börsennotierter Gesellschaften aus Aktionärssicht: Eine Analyse der Vermögenswirkungen von Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufen, Hamburg, 2002.

Saria, Gerhard: Schranken beim Erwerb eigener Aktien nach § 71 I Nr. 8 AktG, in: NZG 2000, S. 458–463.

Schander, Albert Axel: Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen und ihre Zulässigkeit im Lichte der Aktienrechtsreform, in: BB 1997, S. 1801–1804.

Schillerwein, Daniel: Debt-Equity-Swaps im Spiegel bilanzieller Sanierungsinstrumente, Berlin, 2014.

Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen: Bankrechts-Handbuch, Band 1, 5. Auflage, München, 2017.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: S/B/L, Hdb. Bankrecht]

Schleusener, Ann-Kathrin: Der Debt-Equity-Swap, Frankfurt am Main et al., 2012.

Schlitt, Michael/Grunewald, Barbara: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, München, 2014.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Schlitt/Grunewald, KapMR]

Schlitt, Michael/Kreymborg, Dorothea: Aktiendividende – ausgewählte gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Aspekte, in: AG 2018, S. 685–694.

Schlitt, Michael/Schäfer, Susanne: Aktuelle Entwicklungen bei Bezugsrechtskapitalerhöhungen, in: CFL 2011, S. 410–417.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Schlitt, Michael/Schäfer, Susanne: Alte und neue Fragen im Zusammenhang mit 10 %-Kapitalerhöhungen, in: AG 2005, S. 67–77.

Schlitt, Michael/Seiler, Oliver: Aktuelle Rechtsfragen bei Bezugsrechtsemissionen, in: WM 2003, S. 2175–2184.

Schlitt, Michael/Seiler, Oliver/Singhof, Bernd: Aktuelle Rechtsfragen und Gestaltungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit Wandelschuldverschreibungen, in: AG 2003, S. 254–268.

Schmidt, Karsten: Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, Köln et al., 2002.

Schmidt, Karsten/Lutter, Marcus: Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1: §§ 1–132 AktG, 4. Auflage, Köln, 2020; Band 2: §§ 133–410 AktG, SpruchG, 4. Auflage, Köln, 2020.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: K. Schmidt/Lutter]

Schmidt, Mario/Schlitt, Michael: Debt Equity Swap – Eine attraktive Form der Restrukturierung?; in: Der Konzern 2009, S. 279–290.

Schmidtmann, Dirk: Entstehungszeitpunkt und Abführungsverpflichtung der KapESt bei Wahldividenden, in: DB 2017, S. 2695–2698.

Schnorbus, York: Die Sachdividende, in: ZIP 2003, S. 509–518.

Schockenhoff, Martin: Der rechtmäßige Bezugsrechtsausschluß, in: AG 1994, S. 45–59.

Schockenhoff, Martin: Gesellschaftsinteresse und Gleichbehandlung beim Bezugsrechtsausschluss, 1988, Köln et al.

Schön, Siegfried: Geschichte und Wesen der eigenen Aktie, Würzburg, 1937.
[zitiert: *Schön*, Eigene Aktien]

Schüller, Alfred: Eigentumsrechte, Unternehmenskontrollen und Wettbewerbsordnung, in: ORDO 1979, S. 325–346.

Schulte, Stefan: Internationaler Aktienemissionsmarkt: Eine Beurteilung der operationalen und institutionellen Effizienz, Frankfurt am Main, 1992.

Schulze, Reiner: Bürgerliches Gesetzbuch, Handkommentar, Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse, §§ 242–853, 9. Auflage, Baden-Baden, 2017.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: NK, BGB]

Schumann, Alexander: Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluß bei Kapitalbeschaffungsmaßnahmen von Aktiengesellschaften, Baden-Baden, 2001.

Schüppen, Matthias: To comply or not to comply – that's the question! „Existenzfragen" des Transparenz- und Publizitätsgesetzes im magischen Dreieck kapitalmarktorientierter Unternehmensführung, in: ZIP 2002, S. 1269–1279.

Schüppen, Matthias/Schaub, Bernhard: Münchener Anwalts Handbuch Aktienrecht, 3. Auflage, 2018.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: MAH AktR]

Schütte, Burkhard: Die Dividendenentscheidung in der Aktiengesellschaft: eine Untersuchung neuerer Regelungsvorschläge unter besonderer Berücksichtigung der US-amerikanischen Diskussion, 1995, Berlin.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Schwark, Eberhard: Der vereinfachte Bezugsrechtsausschluß – Zur Auslegung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG, in: Martens, Klaus-Peter/Westermann, Harm Peter/Zöllner, Wolfgang (Hrsg.), Festschrift für Carsten Peter Claussen zum 70. Geburtstag, Köln et al., 1997, S. 357–380.

Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel: Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage, München, 2010.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Schwark/Zimmer, KMK]

Schwendemann, Jan: Aktiendividende – Flexibilisierungsinstrument in der Ausschüttungspolitik, in: AG 2015, S. R40–R42.

Seibert, Ulrich: „Kleine AG" im Rechtsausschuss verabschiedet, in: ZIP 1994, S. 914–916.

Seibert, Ulrich: Das „TransPuG" – Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz) – Diskussion im Gesetzgebungsverfahren und endgütige Fassung, in: NZG 2002, S. 608–613.

Seibert, Ulrich: Die kleine AG: Leitfaden zur Aktienrechtsderegulierung, Köln, 1994.

Seibt, Christoph H.: Recht und Kapitalmarkt: Neue Vielfalt bei Bezugsrechtsemissionen, BZ 112/2010, S. 2.

Seibt, Christoph H.: Sanierungskapitalerhöhungen: Dogmatische Überlegungen und Praxisgestaltungen, in: Der Konzern 2009, S. 261–272.

Seibt, Christoph H./Schulz, Stephan: Sachkapitalerhöhungen bei Aktiengesellschaften im Transaktionskontext, in: CFL 2012, S. 313–331.

Seibt, Christoph H./Voigt, Hans-Christoph: Kapitalerhöhungen zu Sanierungszwecken, in: AG 2009, S. 133–147.

Seifert, Udo: Aktienrückkäufe in Deutschland, 2006, Berlin.

Semler, Johannes/Volhard, Rüdiger/Reichert, Jochem: Arbeitshandbuch für die Hauptversammlung, 4. Auflage, München, 2018.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Semler/Volhard/Reichert, Arbeitshdb. HV]

Shavell, Steven: Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship, in: BJE 10, 1979, S. 55–73.

Sickinger, Mirko/Zipperle, Madeleine: Die Aktiendividende – Trotz ungeklärter Rechtsfragen ein interessantes Kapitalmarktinstrument, in: AG 2015, S. R189–R190.

Siekmann, Thomas: Asymmetrische Information, Interessenskonflikte und Finanzierung: Investitions- Kapitalstruktur- und Ausschüttungspolitik in Publikumsgesellschaften bei Shareholder Value-Orientierung, 1999, Berlin.

Singhof, Bernd: Der „erleichterte" Bezugsrechtsausschluss im Rahmen von § 221 AktG, in: ZHR 2006, S. 673–705.

Skog, Rolf: Der Erwerb eigener Aktien: Reformbestrebungen in den EU-Mitgliedstaaten, in: ZGR 1997, S. 306–333.

Smith, Adam: An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, London, 1776.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Spence, Michael: Informational Aspects of Market Structure: An Introduction, in: QJE 90, 1976, S. 591–597.

Spence, Michael: Job Market Signalling, in: QJE 87, 1973, S. 355–374.

Spence, Michael: Market Signalling, Cambridge (Massachusetts), 1972.

Spindler, Gerald/Stilz, Eberhard: Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1: §§ 1–149 AktG, 4. Auflage, München, 2019; Band 2: §§ 150–410 AktG, IntGesR, SpruchG, SE-VO, 4. Auflage, München, 2019.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Spindler/Stilz, AktG]

Stachel, Markus: Unternehmenswertsteigerung durch Aktienrückkäufe aufgrund von Signalling-effects, Hamburg, 2009.

Stallknecht, Heinrich/Schulze-Uebbing: Der Rückerwerb eigener Aktien durch nicht börsennotierte Aktiengesellschaften, in: AG 2010, S. 657–668.

Strauß, Ingo: Akquisitionsfinanzierung durch genehmigtes Kapital, in: AG 2010, S. 192–202.

Strothotte, Christian: Die Gewinnverwendung in Aktiengesellschaften, Köln, 2014.

Strunk, Günther/Kolaschnik, Helge Frank: TransPuG und Corporate Governance Kodex – Neue gesell-schafts-, bilanz- und steuerrechtliche Anforderungen für die Unternehmenspraxis, Berlin, 2003.

Stürner, Rolf: Jauernig, Bürgerliches Gesetzbuch mit Rom-I-, Rom-II-, Rom-III-VO, EG-UntVO/HUntProt und EuErbVO, Kommentar, 16. Auflage, München, 2015.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Jauernig, BGB]

Süßmann, Rainer: Anwendungsprobleme des WpÜG, in: WM 2003, S. 1453–1465.

Talmor, Eli: Asymmetric Information, Signaling, and Optimal Corporate Financial Decision, in: JFQA 16, 1981, S. 413–435.

Tax, Daniel: Die Europäische Aktiengesellschaft – Gesellschafts- und steuerrechtliche Rahmenbedingungen der Societas Europaea (SE), 2010, Hamburg.

Tesauro, Giuseppe: Deutsche Übersetzung: Tilgung der ausstehenden Einlage eines Gesellschafters durch Aufrechnung mit einer Forderung gegen die Aktiengesellschaft, in: Herlinghaus, Andreas/Hirte, Heribert/Hüttemann, Rainer/Heidel, Thomas (Hrsg.), Festschrift für Wienand Meilicke, Baden-Baden, 2003, S. 714–731.

Tesauro, Guiseppe: Generalanwalt beim EuGH zur verdeckten Sacheinlage, in: ZIP 1992, S. 1033–1044.

Tettinger, Peter W.: Materielle Anforderungen an den Bezugsrechtsausschluß, Baden-Baden, 2003.

Than, Jürgen: Rechtliche und praktische Fragen der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln bei einer Aktiengesellschaft, in: WM-Festgabe für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag am 25. September 1991, WM Sonderheft, 1991, S. 54–62.

Thümmel, Roderich C.: Haftungsrisiken von Vorständen und Aufsichtsräten bei der Abwehr von Übernahmeversuchen, in: DB 2000, S. 461–465.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Timm, Wolfram: Der Bezugsrechtsausschluß beim genehmigten Kapital, in: DB 1982, S. 211–217.

Trost, Stefanie: Determinanten der Ausschüttungspolitik, 2009, Nürnberg.

Tübke, Christian: Sachausschüttungen im deutschen, französischen und Schweizer Aktien- und Steuerrecht, Lohmar, Köln, 2003.

Ulmer, Peter: Die Aktionärsklage als Instrument zur Kontrolle des Vorstands- und Aufsichtsratshandelns – Vor dem Hintergrund der US-Erfahrungen mit der shareholders' derivate action, in: ZHR 1999, S. 290–342.

v. Korff, Sophie/Starke, Maria: Die Aktiendividende – bleibt Cash King?; in: Offen Gesprochen – Newsletter M. M. Warburg & Co., online, abrufbar unter: *corporatefinance.mmwarburg.de/de/publikationen/offen-gesprochen/Die-Aktiendividende-Bleibt-Cash-King/*; zuletzt abgerufen am 17.08.2020.

Van Aerssen, Rick: Erwerb eigener Aktien und Wertpapierhandelsgesetz: Neues von der Schnittstelle Gesellschaftsrecht/Kapitalmarktrecht – Zugleich Anmerkung zum Schreiben „Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 AktG" des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel vom 28. Juni 1999 (WM 2000, 438), in: WM 2000, S. 391–406.

Vaupel, Christoph F./Reers, Ulrich: Kapitalerhöhungen bei börsennotierten Aktiengesellschaften in der Krise, in: AG 2010, S. 93–105.

Verse, Dirk A.: (Gemischte) Sacheinlagen, Differenzhaftung und Vergleich über Einlageforderungen, in: ZGR 2012, S. 875–899.

Verse, Dirk A.: Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, Tübingen, 2006.
[zitiert: *Verse*, Gleichbehandlung]

Vetter, Jochen: Ausweitung des Spruchverfahrens – Überlegungen de lege lata und de lege ferenda, in: ZHR 2004, S. 8–54.

Viandier, Alain: La simplification des augmentations de capital des sociétés anonymes (Loi n° 83–1 du janvier 1983), in: JCP éd. c&i, 1984, I, 14223.

Viandier, Alain: Le seizième rapport de la commission des opérations de bourse, in: JCP éd. c&i, 1984, II, 13801.

Wachter, Thomas: Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Auflage, Köln, 2018.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Wachter, AktG]

Waclawik, Erich: Die neue Sachdividende und die Kapitalertragsteuer – Realteilung mit dem Finanzamt?, in: BB 2003, S. 1408–1413.

Waclawik, Erich: Die neue Sachdividende: Was ist sie wert?, in: WM 2003, S. 2266–2277.

Wagner, Franz W.: Allokative und distributive Wirkung der Ausschüttungskompetenzen von Hauptversammlung und Verwaltung einer Aktiengesellschaft – Eine ökonomische Analyse des Entwurfs einer 5. EG Richtlinie, in: ZGR 1988, S. 210–239.

Wansleben, Till: Werthaltigkeitsprüfung und Offenlegung beim Debt Equity Swap, in: WM 2012, S. 2093–2092.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Wansley, James W./Lane, William R./Sarkar, Salil: Managements' view on Share Repurchase and Tender Offer Premiums, in: FM 18, 1989, S. 97–110.

Wastl, Ulrich/Wagner, Franz/Lau, Thomas: Der Erwerb eigener Aktien aus juristischer Sicht, Frankfurt am Main, 1997.
[zitiert: *Wastl/Wagner/Lau*, Eigene Aktien]

Weber-Grellet, Heinrich: Schmidt Einkommensteuergesetz, 36. Auflage, München, 2017.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Schmidt, EStG]

Wegmann, Winfried: Die „Aktiendividende" der Deutschen Telekom AG, in: HV Magazin 04/2014, S. 24–25.

Weiß, Daniel M.: Aktienoptionsprogramme nach dem KonTraG, in: WM 1999, S. 353–363.

Wettich, Carsten: Aktuelle Entwicklungen und Trends in der Hauptversammlungssaison 2014 und Ausblick auf 2015, in: AG 2014, S. 534–542.

Wiedemann, Herbert: Debt Equity Swap – Gedanken zur Umwandlung von Schulden in Eigenkapital, in: Krieger, Gerd/Lutter, Marcus/Schmidt, Karsten (Hrsg.), Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag, München, 2013, S. 1387–1396.

Wiedemann, Herbert: Erfahrungen mit der Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, in: Lutter, Marcus/Wiedemann, Herbert (Hrsg.), Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, ZGR Sonderheft 13, 1997, S. 5–32.

Wiedemann, Herbert: Minderheitsrechte ernstgenommen – Gedanken aus Anlaß der Magna Media-Entscheidung BayObLG ZIP 1998, 2002, in: ZGR 1999, S. 857–872.

Wiedemann, Herbert: Zum Bezugsrecht bei Sachkapitalerhöhungen bei Aktiengesellschaften aus gemeinschaftsrechtlicher Sicht, in: JZ 1997, S. 1058–1059.

Wieneke, Laurenz: Der Einsatz von Aktien als Akquisitionswährung, in: NZG 2004, S. 61–70.

Wieneke, Laurenz: Emissionspublizität – Praktische Anforderungen und rechtliche Grenzen, in: NZG 2005, S. 109–115.

Wiethölter, Rudolf: Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, Karlsruhe, 1961.
[zitiert: *Wiethölter*, Organisation]

Wilsing, Hans-Ulrich: Berichtspflichten des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre bei Ausübung der Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss im Rahmen eines genehmigten Kapitals, in: ZGR 2006, S. 722–747.

Wilsing, Hans-Ulrich/Siebmann, Silja: Die Wiederveräußerung eigener Aktien außerhalb der Börse gem. § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 AktG – Auswirkungen der Mangusta/Commerzbank-Entscheidungen des BGH vom 10.10.2005 – II ZR 148/03 und II ZR 90/03, DB 2005 S. 2738, in: DB 2006, S. 881–885.

Winkeljohann, Norbert/Förschle, Gerhart/Deubert, Michael: Sonderbilanzen – Von der Gründungsbilanz bis zur Liquidationsbilanz, 5. Auflage, München, 2016.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: Winkeljohann/Förschle/Deubert, Sonderbilanzen]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Winter-Schieszl, Thomas/Haberl, Andreas: Scrip-Dividendenkonzept – Vorteile für Aktionär und Unternehmer, in: AG 2015, S. R8–R9.

Winter, Martin: Die Anfechtung eintragungsbedürftiger Strukturbeschlüsse de lega lata und de lege ferenda, in: Habersack, Mathias/Hommelhoff, Peter/Hüffer, Uwe/Schmidt, Karsten (Hrsg.), Festschrift für Peter Ulmer zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003, Berlin, 2003, S. 699–723.

Wolf, Bernhard: Ist die Scrip Dividend die bessere Dividende?; in: BZ 243/2014, S. 9–10.

Wolfram, Timm: Minderheitenschutz und unternehmerische Freiheit im Mutterunternehmen, in: ZHR 1989, S. 60–72.

Wollburg, Ralph/Gehling, Christian: Umgestaltung des Konzerns – Wer entscheidet über die Veräußerung von Beteiligungen einer Aktiengesellschaft?, in: Niederleithinger, Ernst/Werner, Rosemarie/Wiedemann, Gerhard (Hrsg.), Festschrift für Otfried Lieberknecht zum 70. Geburtstag, München, 1997, S. 133–161.

Würdinger, Hans: Aktienrecht und das Recht der verbundenen Unternehmen, 4. Auflage, Heidelberg, Karlsruhe, 1981.
[zitiert: *Würdinger*, AktR]

Ziebe, Jürgen: Der Erwerb eigener Aktien und eigener GmbH-Geschäftsanteile in den Staaten der Europäischen Gemeinschaft, Frankfurt am Main/Bern, 1982.
[zitiert: *Ziebe*, Eigene Aktien]

Zimmer, Daniel: Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich: – Ein „Omnibus-Gesetz" bringt die Aktienrechtsnovelle 1998 und weitere wichtige Neuerungen für das Handels- und Wirtschaftsrecht, in: NJW 1998, S. 3521–3534.

Zöllner, Wolfgang: Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, München, 1963.
[zitiert: *Zöllner*, Schranken]

Zöllner, Wolfgang: Gerechtigkeit bei der Kapitalerhöhung, in: AG 2002, S. 585–592.

Zöllner, Wolfgang: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1: §§ 1–75 AktG, 2. Auflage, Köln, 1988; Band 5/1: §§ 179–240 AktG, 2. Auflage, Köln, 1994.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: KK^2, AktG]

Zöllner, Wolfgang/Noack, Ulrich: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1: §§ 1–75 AktG, 3. Auflage, Köln, 2011, Band 2 – 1. Teillieferung: §§ 76–94 AktG, 3. Auflage, Köln, 2009; Band 3/2 – 3. Teillieferung: §§ 150–178, Köln, 2011; Band 4 – 1. Teillieferung: §§ 182–191 AktG; 3. Auflage, Köln, 2017.
[zitiert: *Bearbeiter*, in: KK, AktG]

Zschoke, Christian/Schuster, Stephan: Bad Homburger Handbuch zum Übernahmerecht, Heidelberg, 2003.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Bekanntmachungsverzeichnis

Letzter Abruf der nachfolgenden Quellen: 17.08.2020.

alstria office REIT-AG: Angebot an die Aktionäre der alstria office REIT-AG zum Erwerb von bis zu Stück 1.340.134 Aktien der Gesellschaft gegen Tausch der den Aktionären (nach entsprechender Beschlussfassung durch die Hauptversammlung der Gesellschaft) zustehenden Ansprüche auf Auszahlung der Bardividende für das Geschäftsjahr 2008, online, abrufbar unter: *www.alstria.de/wp-content/uploads/2019/08/Angebotsunterlage_HV_2009.pdf. alstria*, Tauschangebot 2009]

alstria office REIT-AG: Bekanntmachung der Quote, online, abrufbar unter: *www.alstria.de/wp-content/uploads/2019/08/Bekanntmachung_der_Quote_HV_2009.pdf. alstria*, Bekanntm. Zuteilungsquote 2009]

alstria office REIT-AG: Bekanntmachung des Tauschverhältnisses für das am 4. Juni 2009 veröffentlichte Tauschangebot, online, abrufbar unter: *www.alstria.de/wp-content/uploads/2019/08/Bekanntmachung_des_Tauschverh%C3%A4ltnisses_HV_2009.pdf. alstria*, Festlegung BV 2009]

alstria office REIT-AG: Einladung zur Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 04.04.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *alstria*, Einl. HV 2017]

alstria office REIT-AG: Einladung zur Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 01.04.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *alstria*, Einl. HV 2016]

alstria office REIT-AG: Pressemitteilung, online, abrufbar unter: *www.alstria.de/wp-content/uploads/2019/08/Pressemitteilung_2009.06.04.pdf. alstria*, Pressemitteilung Scrip Dividend 2009]

Banco Santander S.A.: Dividends 2006–2017, online, abrufbar unter: *www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/en_GB/Corporate/Shareholders-and-Investors/The-Share-Santander/Dividends.html. Santander*, Dividends 2006–2017]

Barclays p.l.c.: Dividends, online, abrufbar unter: *www.web.archive.org/web/20150907190925/https://www.home.barclays/barclays-investor-relations/shareholder-information/dividends.html*, gespeichert am 07.09.2015, 19:09:25 Uhr.
[zitiert: *Barclays*, Dividends]

Bayer Aktiengesellschaft: Ordentliche Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 28.02.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Bayer*, Einl. HV 2014]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Bayer Aktiengesellschaft: Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 01.03.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Bayer*, Einl. HV 2019]

Bayerische Landesbank: Anpassung der Zertifikatsbedingungen von Bonus-Zertifikaten auf Aktien, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 22.05.2009, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Kapitalmarkt.
[zitiert: *Bayerische Landesbank*, Bekanntm. v. 22. Mai 2009]

Bechtle Aktiengesellschaft: Ordentliche Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 02.05.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Bechtle*, Einl. HV 2018]

Bertrandt AG: Einladung zur Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 09.01.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Bertrandt*, Einl. HV 2017]

BHP Billiton Limited: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 15.10.2008, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *BHP*, Einl. HV 2008]

Bilfinger SE: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 11.04.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Bilfinger*, Einl. HV 2017]

BNP Paribas Emissions- und Handelsgesellschaft mbH: Sonstiges, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 26.05.2009, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Kapitalmarkt.
[zitiert: *BNP Paribas*, Bekanntm. v. 26. Mai 2009]

BNP Paribas Emissions- und Handelsgesellschaft mbH: Sonstiges, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 27.05.2009, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Kapitalmarkt.
[zitiert: *BNP Paribas*, Bekanntm. v. 27. Mai 2009]

BP p.l.c.: BP Scrip Dividend Programme and FAQs, online, abrufbar unter: *www.web.archive.org/web/20151013022745/https://www.bp.com/en/global/corporate/investors/information-for-shareholders/dividends/scrip-dividend.html*, gespeichert am 13.10.2015 um 02:27:45 Uhr.
[zitiert: *BP*, Scrip Dividend Programme and FAQs 2015]

BP p.l.c.: BP Scrip Dividend Programme and FAQs, online, abrufbar unter: *www.web.archive.org/web/20190321143204/https://www.bp.com/en/global/corporate/investors/information-for-shareholders/dividends/scrip-dividend.html*, gespeichert am 21.03.2019 um 14:32:04 Uhr.
[zitiert: *BP*, Scrip Dividend Programme and FAQs 2019]

CaixaBank S.A.: Dividends, online, abrufbar unter: *www.web.archive.org/web/20170911093905/www.caixabank.com/inversoresinstitucionales/laaccioncaixabank/dividendos_en.html*, gespeichert am 11.09.2017 um 09:39:05 Uhr.

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

CANCOM SE: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 14.05.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *CANCOM*, Einl. HV 2019]

Capital Stage AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 13.08.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Capital Stage*, Bezugsang. 2014]

Capital Stage AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 26.06.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Capital Stage*, Bezugsang. 2015]

Capital Stage AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 30.05.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Capital Stage*, Bezugsang. 2016]

Capital Stage AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 23.05.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Capital Stage*, Bezugsang. 2017]

Capital Stage AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht am 01.07.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Capital Stage*, Dividendenbekanntm. 2014]

Capital Stage AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht am 24.06.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Capital Stage*, Dividendenbekanntm. 2015]

Capital Stage AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht am 30.05.2016 online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Capital Stage*, Dividendenbekanntm. 2016]

Capital Stage AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht am 23.05.2017 online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Capital Stage*, Dividendenbekanntm. 2017]

Capital Stage AG: Einladung zur Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 10.04.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Capital Stage*, Einl. HV 2017]

Capital Stage AG: Wahldividende erzielt hohe Annahmequote, online, abrufbar unter: *www.encavis.com/de/news/pressemitteilungen/pressemitteilung/capital-stage-aktiendividende-erzielt-hohe-annahmequote-1/*.
[zitiert: *Capital Stage*, Annahmequote 2014]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Capital Stage AG: Wahldividende erzielt Rekord-Annahmequote, online, abrufbar unter: *www.onvista.de/news/capital-stage-ag-wahldividende-erzielt-rekord-annahmequote-9309511. Capital Stage*, Annahmequote 2015]

Capital Stage AG: Wahldividende erhält erneut großen Zuspruch, online, abrufbar unter: *www.encavis.com/news/pressemitteilungen/pressemitteilung/capital-stage-ag-wahldividende-erhaelt-erneut-grossen-zu spruch-2*.
[zitiert: *Capital Stage*, Annahmequote 2017]

Capital Stage AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 18.09.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Capital Stage*, Zulassungsbeschluss 2014]

Capital Stage AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 03.08.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Capital Stage*, Zulassungsbeschluss 2015]

Capital Stage AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 05.07.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Capital Stage*, Zulassungsbeschluss 2016]

Capital Stage AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 04.07.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Capital Stage*, Zulassungsbeschluss 2017]

Carrefour S.A.: Dividend, online, abrufbar unter: *www.web.archive.org/web/20130521145056/http://www.carrefour.com/content/dividend*, gespeichert am 21.05.2013 um 14:50:56 Uhr.

Ceconomy AG: Ordentliche Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 04.01.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
zitiert: [*Ceconomy*, Einl. HV 2019]

COMMERZBANK Aktiengesellschaft: Ordentliche Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 20.03.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *COMMERZBANK*, Einl. HV 2015]

COMMERZBANK Aktiengesellschaft: Sonstiges, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 27.07.2009, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Kapitalmarkt.
[zitiert: *COMMERZBANK*, Bekanntm.]

Deutsche Beteiligungs AG: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 14.01.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: Deutsche Beteiligungs AG, Einl. HV 2016]

Deutsche Börse: Deutsche Börse Launches the DivDAX Dividend Index, online, abrufbar unter: *www.dax-indices.com/de/web/dax-indices/einzelheiten-zu-pressemitteilungen?articleId=616693155. Deutsche Börse*, DivDax]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: 62. ordentliche Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 17.03.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Einl. HV 2015]

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: 65. ordentliche Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 28.03.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Einl. HV 2018]

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 29.04.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Bezugsang. 2016]

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 08.05.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Bezugsang. 2017]

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 09.05.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Bezugsang. 2018]

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 29.04.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Dividendenbekanntm. 2016]

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 08.05.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Dividendenbekanntm. 2017]

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 09.05.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Dividendenbekanntm. 2018]

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 08.05.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Dividendenbekanntm. 2019]

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: Festlegung des Bezugsverhältnisses und des sich daraus ergebenden Bezugspreises, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 13.05.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Festlegung BV 2016]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: Festlegung des Bezugsverhältnisses und des sich daraus ergebenden Bezugspreises, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 18.05.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Festlegung BV 2017]

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: Festlegung des Bezugsverhältnisses und des sich daraus ergebenden Bezugspreises, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 25.05.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Festlegung BV 2018]

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 25.05.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Zulassungsbeschluss 2016]

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 02.05.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Zulassungsbeschluss 2017]

Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 07.06.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Lufthansa*, Zulassungsbeschluss 2018]

Deutsche Post AG: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 17.03.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Post*, Einl. HV 2015]

Deutsche Rohstoff AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 08.07.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Deutsche Rohstoff*, Bezugsang. 2019]

Deutsche Rohstoff AG: Festlegung des Bezugsverhältnisses und des sich daraus ergebenden Bezugspreises, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 26.07.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Deutsche Rohstoff*, Festlegung BV 2019]

Deutsche Rohstoff AG: Halbjahresbericht 2019, online, abrufbar unter: *www.rohstoff.de/wp-content/uploads/2020/01/2019-DRAG_HJB_2019–08–23-DE.pdf. Deutsche Rohstoff*, Halbjahresber. 2019]

Deutsche Telekom AG: Hohe Annahmequote für Aktiendividende 2012 der Deutschen Telekom, online, abrufbar unter: *www.telekom.com/de/investor-relations/details/hohe-annahmequote-fuer-aktiendividende-2012-der-deutschen-telekom-345654. Telekom*, Annahmequote 2013]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Deutsche Telekom AG: Aktiendividende der Deutschen Telekom erhält noch mehr Zuspruch als im Vorjahr, online, abrufbar unter: *www.telekom.com/de/investor-relations/details/aktiendividende-der-deutschen-telekom-erhaelt-noch-mehr-zuspruch-als-im-vorjahr-350282. Telekom*, Annahmequote 2014]

Deutsche Telekom AG: Aktiendividende der Deutschen Telekom wird immer beliebter, online, abrufbar unter: *www.telekom.com/de/medien/medieninformationen/detail/aktiendividende-der-deutschen-telekom-wird-immer-beliebter-349182. Telekom*, Annahmequote 2015]

Deutsche Telekom AG: Erneut hohe Annahmequote – Aktiendividende unterstützt Wachstumskurs der Deutschen Telekom, online, abrufbar unter: *www.telekom.com/de/medien/medieninformationen/detail/erneut-hohe-annahmequote-aktiendividende-unterstuetzt-wachstumskurs-der-deutschen-telekom-351740.*
[zitiert: *Telekom*, Annahmequote 2016]

Deutsche Telekom AG: Aktiendividende der Deutschen Telekom auch im fünften Jahr sehr populär – Annahmequote auf Rekordniveau, online, abrufbar unter: *www.telekom.com/de/medien/medieninformationen/detail/annahmequote-auf-rekordniveau-497886. Telekom*, Annahmequote 2017]

Deutsche Telekom AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 17.05.2013, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Bezugsang. 2013]

Deutsche Telekom AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 16.05.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Bezugsang. 2014]

Deutsche Telekom AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 22.05.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Bezugsang. 2015]

Deutsche Telekom AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 01.06.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Bezugsang. 2016]

Deutsche Telekom AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 01.06.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Bezugsang. 2017]

Deutsche Telekom AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 17.05.2013, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Dividendenbekanntm. 2013]

Deutsche Telekom AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 16.05.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Dividendenbekanntm. 2014]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Deutsche Telekom AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 22.05.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Dividendenbekanntm. 2015]

Deutsche Telekom AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 17.05.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Dividendenbekanntm. 2016]

Deutsche Telekom AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 01.06.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Dividendenbekanntm. 2017]

Deutsche Telekom AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 18.05.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Dividendenbekanntm. 2018]

Deutsche Telekom AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 29.03.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Dividendenbekanntm. 2019]

Deutsche Telekom AG: Festlegung des Bezugspreises und des sich daraus ergebenden Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 31.05.2013, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Festlegung BV 2013]

Deutsche Telekom AG: Festlegung des Bezugspreises und des sich daraus ergebenden Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 30.05.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Festlegung BV 2014]

Deutsche Telekom AG: Festlegung des Bezugspreises und des sich daraus ergebenden Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 05.06.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Festlegung BV 2015]

Deutsche Telekom AG: Festlegung des Bezugspreises und des sich daraus ergebenden Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 10.06.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Festlegung BV 2016]

Deutsche Telekom AG: Festlegung des Bezugspreises und des Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 16.06.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Festlegung BV 2017]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Deutsche Telekom AG: Geschäftsbericht 2003, online, abrufbar unter: *www.telekom.com/resource/blob/312992/1692c7a555f78c281c20cf1bd5514afd/dl-2003-gb-download-ei-data.pdf. Telekom*, Geschäftsber. 2003]

Deutsche Telekom AG: Geschäftsbericht 2018, online, abrufbar unter: *www.telekom.com/resource/blob/559490/fcdc7294e70549c5faf53870bc72f8af/dl-190221-q4–18-pdf-data.pdf. Telekom*, Geschäftsber. 2018]

Deutsche Telekom AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 13.06.2013, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Zulassungsbeschluss 2013]

Deutsche Telekom AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 12.06.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Zulassungsbeschluss 2014]

Deutsche Telekom AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 18.06.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Zulassungsbeschluss 2015]

Deutsche Telekom AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 23.06.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Zulassungsbeschluss 2016]

Deutsche Telekom AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 30.06.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telekom*, Zulassungsbeschluss 2017]

Deutsche Wohnen SE: Bekanntgabe des Bezugspreises und des sich daraus ergebenden Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 06.07.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Deutsche Wohnen*, Festlegung BV 2018]

Deutsche Wohnen SE: Bekanntgabe des Bezugspreises und des sich daraus ergebenden Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 05.07.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Deutsche Wohnen*, Festlegung BV 2019]

Deutsche Wohnen SE: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 18.06.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Deutsche Wohnen*, Bezugsang. 2018]

Deutsche Wohnen SE: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 19.06.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Deutsche Wohnen*, Bezugsang. 2019]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Deutsche Wohnen SE: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 18.06.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Deutsche Wohnen*, Dividendenbekanntm. 2018]

Deutsche Wohnen SE: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 19.06.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Deutsche Wohnen*, Dividendenbekanntm. 2019]

Deutsche Wohnen SE: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung 2018, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 08.05.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Deutsche Wohnen*, Einl. HV 2018]

Deutsche Wohnen SE: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 18.07.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Deutsche Wohnen*, Zulassungsbeschluss 2018]

Deutsche Wohnen SE: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 18.07.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Deutsche Wohnen*, Zulassungsbeschluss 2019]

Deutz AG: Einberufung der Hauptversammlung der Deutz AG, Köln, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 16.03.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen. [zitiert: *Deutz*, Einl. HV 2018]

DIC Asset AG: Hervorragende Annahmequote von rund 44 Prozent für das erstmalige Angebot einer Ausschüttung der Dividende in Aktien, online, abrufbar unter: *www.dic-asset.de/dic-asset-ag-hervorragende-annahmequote-von-rund-44-prozent-fuer-das-erstmalige-angebot-einer-ausschuettung-der-dividende-in-aktien/*. *DIC Asset*, Annahmequote 2018]

DIC Asset AG: Aktionäre unterstreichen Vertrauen in die Unternehmensentwicklung – rund 50 % Annahmequote für die Aktiendividende, online, abrufbar unter: *www.dic-asset.de/dic-asset-ag-aktionaere-unterstreichen-vertrauen-in-die-unternehmensentwicklung-rund-50-annahmequote-fuer-die-aktiendividende/*. *DIC Asset*, Annahmequote 2019]

DIC Asset AG: Bekanntgabe des Bezugspreises und des Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 06.04.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *DIC Asset*, Festlegung BV 2018]

DIC Asset AG: Bekanntgabe des Bezugspreises und des Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 12.04.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *DIC Asset*, Festlegung BV 2019]

DIC Asset AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 25.03.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *DIC*, Bezugsang. 2019]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

DIC Asset AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 19.03.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *DIC*, Dividendenbekanntm. 2018]

DIC Asset AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 25.03.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *DIC*, Dividendenbekanntm. 2019]

DIC Asset AG: Einberufung der Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 24.05.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *DIC*, Einl. HV 2016]

DIC Asset AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 20.04.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *DIC Asset*, Zulassungsbeschluss 2018]

DIC Asset AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 26.04.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *DIC Asset*, Zulassungsbeschluss 2019]

DZ BANK AG: Bekanntmachung bezogen auf DZ BANK AG Variozins-Anleihen und Equninox-Zertifikate, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 03.06.2009, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Kapitalmarkt.
[zitiert: *DZ BANK*, Bekanntm. v. 03. Juni 2009]

E.ON SE: Angebot an die Aktionäre der E.ON SE zum Erwerb eigener Aktien der Gesellschaft durch Tausch gegen die Dividende, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 02.05.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *E.ON*, Tauschang. 2014]

E.ON SE: Angebot an die Aktionäre der E.ON SE zum Erwerb eigener Aktien der Gesellschaft durch Tausch gegen die Dividende, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 08.05.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *E.ON*, Tauschang. 2015]

E.ON SE: Angebot an die Aktionäre der E.ON SE zum Erwerb eigener Aktien der Gesellschaft durch Tausch gegen die Dividende, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 11.05.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *E.ON*, Tauschang. 2017]

E.ON SE: Angebot an die Aktionäre der E.ON SE zum Erwerb eigener Aktien der Gesellschaft durch Tausch gegen die Dividende vom 9. Mai 2015, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 08.05.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *E.ON*, Festlegung BV 2015]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

E.ON SE: Angebot an die Aktionäre der E.ON SE zum Erwerb eigener Aktien der Gesellschaft durch Tausch gegen die Dividende vom 11. Mai 2017 – Bezugsverhältnis und Bezugspreis, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 08.05.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *E.ON*, Festlegung BV 2017]

E.ON SE: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 02.05.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2014]

E.ON SE: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 08.05.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2015]

E.ON SE: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 09.06.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2016]

E.ON SE: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 11.05.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2017]

E.ON SE: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 11.05.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2018]

E.ON SE: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 15.05.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *E.ON*, Dividendenbekanntm. 2019]

E.ON SE: Einladung zur Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 21.03.2012, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *E.ON*, Einl. HV 2012]

E.ON SE: Einladung zur Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 29.03.2017.
[zitiert: *E.ON*, Einl. HV 2017]

E.ON SE: Erneut hohe Annahmequote bei der Wahldividende, online, abrufbar unter: *www.eon.com/de/ueber-uns/presse/pressemitteilungen/2017/erneut-hohe-annahmequote-bei-der-eon-wahldividende.html. E.ON*, Annahmequoten]

E.ON SE: Geschäftsbericht 2014, online, abrufbar unter: *www.eon.com/content/dam/eon/eon-com/investors/annual-report/EON_Geschaeftsbericht_2014.pdf. E.ON*, Geschäftsber. 2014]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

E.ON SE: Geschäftsbericht 2015, online, abrufbar unter: *www.eon.com/content/dam/eon/eon-com/investors/annual-report/EON_Geschaeftsbericht_2015.pdf. E.ON*, Geschäftsber. 2015]

E.ON SE: Geschäftsbericht 2017, online, abrufbar unter: *www.eon.com/content/dam/eon/eon-com/investors/annual-report/EON_GB17_DE.pdf. E.ON*, Geschäftsber. 2017]

Encavis AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 11.05.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Encavis*, Bezugsang. 2018]

Encavis AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 20.05.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Encavis*, Bezugsang. 2019]

Encavis AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 11.05.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Encavis*, Dividendenbekanntm. 2018]

Encavis AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 20.05.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Encavis*, Dividendenbekanntm. 2019]

Encavis AG: Encavis AG – 40 Prozent der Aktionäre ziehen neue Encavis-Aktien gegen Bardividende vor, online, abrufbar unter: *www.encavis.com/news/pressemitteilungen/pressemitteilung/encavis-ag-40-prozent-der-aktionaere-ziehen-neue-encavis-aktien-der-bardividende-vor. Encavis*, Annahmequote 2018]

Encavis AG: Mehrheit der Aktionäre (54,4 %) ziehen neue Encavis-Aktien der Bardividende vor, online, abrufbar unter: *www.encavis.com/news/pressemitteilungen/pressemitteilung/encavis-ag-mehrheit-der-aktionaere-544-ziehen-neue-encavis-aktien-der-bardividende-vor/. Encavis*, Annahmequote 2019]

Encavis AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 18.06.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Encavis*, Zulassungsbeschluss 2018]

Encavis AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 25.06.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Encavis*, Zulassungsbeschluss 2019]

Evonik Industries AG: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 07.04.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Evonik*, Einl. HV 2014]

GDF Suez S.A.: Press Release, online, abrufbar unter: *www.engie.com/sites/default/files/assets/documents/2019–09/cp-gdf-suez-va_2.pdf. GDF Suez*, Scrip dividend]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

GEA Group Aktiengesellschaft: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 09.03.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *GEA*, Einl. HV 2015]

GRENKE AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 11.04.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *GRENKE*, Bezugsang. 2014]

GRENKE AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 04.05.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *GRENKE*, Bezugsang. 2016]

GRENKE AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 11.04.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *GRENKE*, Dividendenbekanntm. 2014]

GRENKE AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 04.05.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *GRENKE*, Dividendenbekanntm. 2016]

GRENKE AG: Einladung zur Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 27.03.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *GRENKE*, Einl. HV 2015]

GRENKE AG: Festlegung des Bezugspreises und des sich daraus ergebenden Bezugsverhältnisses, online, abrufbar unter: *grenke-de.grenke.de/fileadmin/user_upload/deutschland_gruppe/07_hauptversammlung/ 2014/sd/20140425_festlegung_bezugspreis_de.pdf*.
[zitiert: *GRENKE*, Festlegung BV 2014]

GRENKE AG: Festlegung des Bezugspreises und des sich daraus ergebenden Bezugsverhältnisses, online, abrufbar unter: *grenke-de.grenke.de/fileadmin/user_upload/deutschland_gruppe/07_hauptversammlung/ 2016/sd/de/160520_de_festlegungbezugspreis.pdf*.
[zitiert: *GRENKE*, Festlegung BV 2016]

GRENKE AG: Pressemeldung vom 06.05.2014 zur Aktiendividende, online, abrufbar unter: *grenke-de.grenke.de/fileadmin/user_upload/deutschland_gruppe/04_meldungen/2014/pressemeldung/140506 -de-aktiendividende-annahmequote.pdf*.
[zitiert: *GRENKE*, Annahmequote 2014]

GRENKE AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 07.05.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *GRENKE*, Zulassungsbeschluss 2014]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

GRENKE AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 02.06.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *GRENKE*, Zulassungsbeschluss 2016]

Grupo ACS S.A.: Scrip Dividend, online, abrufbar unter: *www.grupoacs.com/shareholders-investors/the-share/dividends/scrip-dividend. Grupo ACS*, Scrip Dividend]

H&R GmbH & Co KGaA: Annahmequote für Aktiendividende der H&R GmbH & Co. KGaA, online, abrufbar unter: *www.hur.com/fileadmin/user_upload/media/Hauptversammlung_2018/HuR-Annahmequote-Aktiendividende_2018.pdf. H&R*, Annahmequote 2018]

H&R GmbH & Co KGaA: Festlegung des Bezugsverhältnisses und des sich daraus ergebenden Bezugspreises, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 07.06.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *H&R*, Festlegung BV 2018]

H&R GmbH & Co KGaA: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 28.06.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *H&R*, Zulassungsbeschluss 2018]

HeidelbergCement AG: Einladung zur Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 28.03.2003, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *HeidelbergCement*, Einl. HV 2003]

HeidelbergCement AG: Einladung zur Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 22.03.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *HeidelbergCement*, Einl. HV 2016]

HelloFresh SE: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung 2018, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 27.04.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *HelloFresh*, Einl. HV 2018]

HSBC Holdings p.l.c.: Scrip dividend, online, abrufbar unter: *www.hsbc.com/investor-relations/share-and-dividend-information/scrip-dividend.*

Iberdrola S.A.: Scrip Dividend: "Iberdrola Dividendo Flexible", online, abrufbar unter: *www.iberdrola.com/shareholders-investors/shareholders/scrip-dividend.*

JENOPTIK Aktiengesellschaft: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 23.04.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *JENOPTIK*, Einl. HV 2015]

Jost Werke AG: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung 2018, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 27.03.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *JOST*, Einl. HV 2018]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

K+S Aktiengesellschaft: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 30.03.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *K+S*, Einl. HV 2015]

KfW: KfW erhält aus Dividendenausschüttung neue Aktien der Deutsche Telekom AG, Meldung vom 14.06.2013, online, abrufbar unter: *www.kfw.de/KfW-Konzern/Newsroom/Aktuelles/News-Details_134528.html. KfW*, Annahmequote 2013]

KfW: KfW bezieht aus Dividendenausschüttung neue Aktien der Deutsche Telekom AG, Meldung vom 18.06.2014, online, abrufbar unter*: www.kfw.de/KfW-Konzern/Newsroom/Aktuelles/News-Details_209472.html. KfW*, Annahmequote 2014]

KfW: KfW bezieht aus Dividendenausschüttung neue Aktien der Deutsche Telekom AG, Meldung vom 25.06.2015, online, abrufbar unter: *www.kfw.de/KfW-Konzern/Newsroom/Aktuelles/News-Details_285248.html. KfW*, Annahmequote 2015]

KfW: KfW bezieht aus Dividendenausschüttung neue Aktien der Deutsche Telekom AG, Meldung vom 29.06.2016, online, abrufbar unter: *www.kfw.de/KfW-Konzern/Newsroom/Aktuelles/News-Details_362816.html. KfW*, Annahmequote 2016]

KfW: KfW bezieht aus Dividendenausschüttung neue Aktien der Deutsche Telekom AG, Meldung vom 05.07.2017, online, abrufbar unter: *www.kfw.de/KfW-Konzern/Newsroom/Aktuelles/News-Details_424704.html. KfW*, Annahmequote 2017]

KTG Agrar SE: Festlegung des Bezugspreises und des sich daraus ergebenden Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 17.08.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *KTG Agrar*, Festlegung BV]

KTG Agrar SE: Geschäftsbericht 2015, online, abrufbar unter: *www.ktg-agrar.de/fileadmin/Dateien/Investor-Relations/HV/2016/Geschaeftsbericht-2015-KTG-Agrar-SE.pdf. KTG Agrar*, Geschäftsber. 2015]

KTG Energie AG: Festlegung des Bezugspreises und des sich daraus ergebenden Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 06.07.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *KTG Energie*, Festlegung BV]

KTG Energie AG: Geschäftsbericht 2015, online, abrufbar unter: *www.equitystory.com/Download/Companies/ktgenergie/Annual%20Reports/DE000A0HNG53-JA-2014-EQ-D-00.pdf. KTG Energie*, Geschäftsber. 2015]

LEONI AG: Ordentliche Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 25.03.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *LEONI*, Einl. HV 2015]

M&M → siehe unter *Mensch und Maschine Software SE*.

Mediantis AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 29.01.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Mediantis*, Bezugsang. 2016]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Mediantis AG: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 28.03.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Mediantis*, Einl. HV 2014]

Mediantis AG: Geschäftsbericht 2014/2015 – Widerruf der Börsennotierung, veröffentlicht auf *www.dgap.de* am 16.12.2015, online, abrufbar unter: *www.dgap.de/dgap/News/corporate/mediantis-geschaeftsbericht-widerruf-der-boersennotierung/?newsID=916907. Mediantis*, Delisting]

Mensch und Maschine Software SE: Angebot an die Aktionäre der Mensch und Maschine Software SE zum Erwerb eigener Aktien der Gesellschaft durch Tausch gegen die Dividende, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 11.05.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *M&M*, Tauschang. 2017]

Mensch und Maschine Software SE: Angebot an die Aktionäre der Mensch und Maschine Software SE zum Erwerb eigener Aktien der Gesellschaft durch Tausch gegen die Dividende, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 14.05.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *M&M*, Tauschang. 2018]

Mensch und Maschine Software SE: Angebot an die Aktionäre der Mensch und Maschine Software SE zum Erwerb eigener Aktien der Gesellschaft durch Tausch gegen die Dividende, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 13.05.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *M&M*, Tauschang. 2019]

Mensch und Maschine Software SE: Festlegung des Bezugspreises und des Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 26.05.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *M&M*, Festlegung BV 2015]

Mensch und Maschine Software SE: Festlegung des Bezugspreises und des Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 13.05.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *M&M*, Festlegung BV 2016]

Mensch und Maschine Software SE: Festlegung des Bezugspreises und des Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 24.05.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *M&M*, Festlegung BV 2017]

Mensch und Maschine Software SE: Festlegung des Bezugspreises und des Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 28.05.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *M&M*, Festlegung BV 2018]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Mensch und Maschine Software SE: Festlegung des Bezugspreises und des Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 27.05.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *M&M*, Festlegung BV 2019]

Mensch und Maschine Software SE: Geschäftsbericht 2015, online, abrufbar unter: *www.mum.de/-/media/mum/downloads/investor-relations/mumgb2015.pdf?la=de-de&hash=9F966D969C151AF9A8296C53851 3A2B0080117FE*.
[zitiert: *M&M*, Geschäftsber. 2015]

Mensch und Maschine Software SE: Geschäftsbericht 2016, online, abrufbar unter: *www.mum.de/-/media/mum/downloads/investor-relations/mumgb2016.pdf?la=de-de&hash=BB0643B4C02C5A33573B092D985 FDDDB2C7F0973*.
[zitiert: *M&M*, Geschäftsber. 2016]

Mensch und Maschine Software SE: Geschäftsbericht 2017, online, abrufbar unter: *www.mum.de/-/media/mum/downloads/investor-relations/mumgb2017.pdf?la=de-de&hash=1587227E19EF72FB409970D 6CDB9B4EBDD9546E*.
[zitiert: *M&M*, Geschäftsber. 2017]

Mensch und Maschine Software SE: Geschäftsbericht 2018, online, abrufbar unter: *www.mum.de/-/media/mum/downloads/investor-relations/mum-gb-2018.pdf?la=de-de&hash=8A5C78196515EFA411A2D7 31950A39D0DF65B04E*.
[zitiert: *M&M*, Geschäftsber. 2018]

Mensch und Maschine Software SE: Halbjahresbericht 2019, online, abrufbar unter: *www.mum.de/-/media/mum/downloads/investor-relations/mumq219.pdf?la=de-de&hash=D7989532AF7F34E62177 AE168720BA8FBEABA300*.
[zitiert: *M&M*, Halbjahresber. 2019]

METRO AG: Ordentliche Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 07.01.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *METRO*, Einl. HV 2015]

Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft Aktiengesellschaft: 128. ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 12.03.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Münchener Rück*, Einl. HV]

National Grid p.l.c.: Dividends ordinary shares – Scrip dividend alternative, online, abrufbar unter: *investors. nationalgrid.com/shareholder-information/ordinary-shares/dividends-ordinary-shares.*
[zitiert: *National Grid*, Dividends]

PATRIZIA Immobilien AG: Angebot an die Aktionäre der PATRIZIA Immobilien AG zum Erwerb eigener Aktien der Gesellschaft durch Tausch gegen die Dividende, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 21.06.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *PATRIZIA*, Tauschang. 2018]

PATRIZIA Immobilien AG: Bekanntgabe des Bezugspreises und des Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 06.07.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *PATRIZIA*, Festlegung BV 2018]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

PATRIZIA Immobilien AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 21.06.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *PATRIZIA*, Dividendenbekanntm. 2018]

PATRIZIA Immobilien AG: Dividendenbekanntmachung, online, abrufbar unter: *www.patrizia.ag/de/detail/ad-hoc-meldungen/dividendenerhoehung-um-8-zum-vorjahr-und-bekanntgabe-der-zukuenftigen-dividen denstrategie/*.
[zitiert: *PATRIZIA*, Dividendenbekanntm. 2019]

PATRIZIA Immobilien AG: Halbjahresfinanzbericht, online, abrufbar unter: *www.patrizia.ag/fileadmin/Home/Shareholders/Financial_Reports/Quarterly_Reports/PATRIZIA-H1–2018-Halbjahresfinanzbericht-07 082018.pdf*.
[zitiert: *PATRIZIA*, Halbjahresber. 2018]

PATRIZIA Immobilien AG: Ordentliche Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 08.05.2012, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *PATRIZIA*, Einl. HV 2012]

PATRIZIA Immobilien AG: Ordentliche Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 13.05.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *PATRIZIA*, Einl. HV 2015]

Pennon Group p.l.c.: Dividends, online, abrufbar unter: *www.web.archive.org/web/20170323070655/http://www.pennon-group.co.uk/dividends*, gespeichert am 23.03.2017 um 07:06:55 Uhr.
[zitiert: *Pennon*, Dividends 2017]

Pennon Group p.l.c.: Dividends, online, abrufbar unter: *www.web.archive.org/web/20180708191455/http://www.pennon-group.co.uk/dividends*, gespeichert am 08.07.2018 um 19:14:55 Uhr.
[zitiert: *Pennon*, Dividends 2018]

Pfeiffer Vacuum Technology AG: Einladung zur Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 14.04.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Pfeiffer*, Einl. HV 2015]

Plambeck Neue Energien AG: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 11.04.2003, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de. Plambeck*, Einl. HV 2003]

PORR AG.: Scrip Dividend, online, abrufbar unter: *www.porr-group.com/investor-relations/porr-aktie/corporate-actions/.*

Post → siehe unter *Deutsche Post AG*.

ProSiebenSat.1 Media AG: Ordentliche Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 16.05.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *ProSiebenSat.1*, Einl. HV 2014]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ProSiebenSat.1 Media AG: Ordentliche Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 09.04.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *ProSiebenSat.1*, Einl. HV 2015]

publity AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 17.05.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *publity*, Bezugsang. 2019]

publity AG: Halbjahresbericht 2019, online, abrufbar unter: *www.publity.org/wp-content/uploads/2019/09/Halbjahresbericht-2019.pdf. publity*, Halbjahresber. 2019]

Repsol S.A..: Flexible Dividend Program, online, abrufbar unter: *www.repsol.com/en/shareholders-and-investors/repsol-on-the-stock-exchange/flexible-dividend-program/index.cshtml.*

Royal Dutch Shell p.l.c.: Dividend Announcements, online, abrufbar unter: *www.shell.com/investors/dividend-information/historical-dividend-payments.html.*

Royal Dutch Shell p.l.c.: Scrip Dividend Programme, online, abrufbar unter: *www.web.archive.org/web/20160321044333/http://www.shell.com:80/investors/dividend-information/scrip-dividend-program.html#vanity-aHR0cDovL3d3dy5zaGVsbC5jb20vZ2xvYmFsL2Fib3V0c2hlbGwvaW52ZXN0b3IvZGl2aWRlbm QtaW5mb3JtYXRpb24vc2NyaXAuaHRtbA*, gespeichert am 21.03.2016 um 04:43:33 Uhr.

Royal Dutch Shell p.l.c.: Shell announces cancellation of Scrip Dividend Programme from fourth quarter 2017, online, abrufbar unter: *www.shell.com/media/news-and-media-releases/2017/shell-announces-cancellation-scrip-dividend-programme-from-q4–2017.html.*

SAP SE: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 10.04.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *SAP*, Einl. HV 2015]

Shell → siehe unter *Royal Dutch Shell p.l.c.*

Siltronic AG: Mitteilung gemäß § 30b Absatz 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG – Genehmigtes Kapital 2015, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 18.06.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Siltronic*, Mitteilung genehmigtes Kapital 2015]

Sixt SE: Ordentliche Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 20.04.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Sixt*, Einl. HV 2016]

Softing AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 08.05.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Softing*, Dividendenbekanntm. 2014]

Softing AG: Festlegung des Bezugsverhältnisses und des sich daraus ergebenden Bezugspreises, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 23.05.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Softing*, Festlegung BV 2014]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Softing AG: Geschäftsbericht 2013, online, abrufbar unter: *www.investor.softing.com/fileadmin/sof-files/pdf/de/ir/finanzberichte/2013/Softing_Geschaeftsbericht_2013_d.pdf. Softing*, Geschäftsber. 2013]

Softing AG: Hohe Annahmequote von knapp 60 bei Aktiendividende Börsennotierung, veröffentlicht auf *www.dgap.de* am 04.06.2014, online, abrufbar unter: *www.dgap.de/dgap/News/corporate/softing-hohe-annahmequote-von-knapp-bei-aktiendividende/?newsID=804723. Softing*, Annahmequote 2014]

Softing AG.: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 12.06.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Softing,* Zulassungsbeschluss 2014]

Statoil ASA: The scrip dividend programme 2015–2017, online, abrufbar unter: *www.statoil.com/en/investors/our-dividend.html.*

Telefónica Deutschland Holding AG: Ordentliche Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 06.04.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Telefónica*, Einl. HV 2016]

Telefónica S.A.: Dividend History, online, abrufbar unter: *www.telefonica.com/en/web/shareholders-investors/share/dividend-history. Telefónica*, Dividendo Flexible]

Telekom → siehe unter *Deutsche Telekom AG*.

TLG Immobilien AG: Einberufung der ordentlichen Hauptversammlung 2019, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 09.04.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *TLG Immobilien*, Einl. HV 2019]

Total S.A.: Dividends, online, abrufbar unter: *www.total.com/en/investors/shares-and-dividends/Dividends.*

Ultrasonic AG: Angebotsunterlage – Öffentliches Aktienrückkaufangebot der Ultrasonic AG, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 03.09.2012, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Ultrasonic*, Aktienrückkaufsang. 2012]

Ultrasonic AG: Angebotsunterlage – Öffentliches Aktienrückkaufangebot der Ultrasonic AG, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 11.09.2013, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Ultrasonic*, Aktienrückkaufsang. 2013]

Ultrasonic AG: Bekanntmachung über die Herabsetzung des Grundkapitals durch Einziehung von 5 Stückaktien im vereinfachten Verfahren nach § 237 Abs. 3 Nr. 1 AktG und über die anschließende Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und die Ausgabe von Berichtigungsaktien nach §§ 207 ff. AktG, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 17.08.2012, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Ultrasonic*, Bekanntmachung über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln 2012]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Ultrasonic AG: Bekanntmachung über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und die Ausgabe von Berichtigungsaktien nach §§ 207 ff. AktG, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 28.08.2013, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Ultrasonic*, Bekanntmachung über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln 2013]

Ultrasonic AG: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung 2012, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 24.05.2012, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Ultrasonic*, Einl. HV 2012]

Ultrasonic AG: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung 2013, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 30.04.2013, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Ultrasonic*, Einl. HV 2013]

Ultrasonic AG: Geschäftsbericht 2012, online, abrufbar unter: *www.equitystory.com/Download/Companies/ultrasonic/Annual%20Reports/DE000A1KREX3-JA-2012-EQ-M-03.pdf. Ultrasonic*, Geschäftsber. 2012]

UniCredit S.p.A.: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 26.09.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *UniCredit*, Zulassungsbeschluss 2014]

UniCredit S.p.A.: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 09.09.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *UniCredit*, Zulassungsbeschluss 2015]

UniCredit S.p.A.: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 17.10.2016, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *UniCredit*, Zulassungsbeschluss 2016]

Vonovia SE: 40,9 % der Vonovia Aktionäre entscheiden sich für die Aktiendividende, online, abrufbar unter: *www.vonovia.de/de-de/ueber-vonovia/presse/pressemitteilungen/200724-40-prozent-der-aktionaere-entscheiden-sich-fuer-aktiendividende. Vonovia*, Annahmequote 2018]

Vonovia SE: 45,75 % der Vonovia Aktionäre entscheiden sich für die Aktiendividende, online, abrufbar unter: *www.vonovia.de/de-de/ueber-vonovia/presse/pressemitteilungen/190607-aktiendividende. Vonovia*, Annahmequote 2019]

Vonovia SE: Bekanntgabe des Bezugspreises und Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 02.06.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Vonovia*, Festlegung BV 2017]

Vonovia SE: Bekanntgabe des Bezugspreises und Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 25.05.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Vonovia*, Festlegung BV 2018]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Vonovia SE: Bekanntgabe des Bezugspreises und Bezugsverhältnisses, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 31.05.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Vonovia*, Festlegung BV 2019]

Vonovia SE: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 17.05.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Vonovia*, Bezugsang. 2017]

Vonovia SE: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 11.05.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Vonovia*, Bezugsang. 2018]

Vonovia SE: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 22.05.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Vonovia*, Bezugsang. 2019]

Vonovia SE: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 17.05.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Vonovia*, Dividendenbekanntm. 2017]

Vonovia SE: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 15.05.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Vonovia*, Dividendenbekanntm. 2018]

Vonovia SE: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 17.05.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Vonovia*, Dividendenbekanntm. 2019]

Vonovia SE: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung 2017, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 07.04.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Vonovia*, Einl. HV 2017]

Vonovia SE: Geschäftsbericht 2017, online, abrufbar unter: *investoren.vonovia.de/vonovia/pdf/hv2018/Vonov ia_GB17_DEU_verlinkt_s.pdf.*
[zitiert: *Vonovia*, Geschäftsber. 2017]

Vonovia SE: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 19.06.2017, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Vonovia*, Zulassungsbeschluss 2017]

Vonovia SE: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 12.06.2018, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Vonovia*, Zulassungsbeschluss 2018]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Vonovia SE: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 14.06.2019, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Vonovia*, Zulassungsbeschluss 2019]

Wacker Neuson SE: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 19.04.2017, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *Wacker Neuson*, Einl. HV 2017]

Wüstenrot & Württembergische AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 08.07.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *W&W*, Bezugsang. 2014]

Wüstenrot & Württembergische AG: Bezugsangebot, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 08.07.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *W&W*, Bezugsang. 2014]

Wüstenrot & Württembergische AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 03.06.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *W&W*, Dividendenbekanntm. 2014]

Wüstenrot & Württembergische AG: Dividendenbekanntmachung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 16.06.2015, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *W&W*, Dividendenbekanntm. 2016]

Wüstenrot & Württembergische AG: Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 15.04.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *W&W*, Einl. HV 2014]

Wüstenrot & Württembergische AG: Zulassungsbeschluss, veröffentlicht im Bundesanzeiger am 01.08.2014, online, abrufbar unter: *www.bundesanzeiger.de*, Bereich: Gesellschaftsbekanntmachungen.
[zitiert: *W&W*, Zulassungsbeschluss 2014]

https://doi.org/10.5771/9783748924821 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY