

22. Februar 2021, 10:00 Uhr

HEIST LEGAL | Rossertstr. 15 | 60323 Frankfurt am Main

STELLUNGNAHME ZU

ESMA

FINAL REPORT ON CUM/EX, CUM/CUM AND WITHHOLDING TAX RECLAIM SCHEMES

„23 SEPTEMBER 2020 ESMA 70-155-10272“

1. Zusammenfassung

- 1 Der **ESMA-Report**¹ zeigt auf, dass das Verständnis von steuer-schädlichen Börsengeschäften auf nationaler sowie auf europäischer Ebene weiterhin etwa fünf bis zehn Jahre der Umsetzung der Strukturen hinterherhinkt. So kann höchstens ein Teil der Steuerhinterziehungstaten aufgedeckt und abgeurteilt werden; die Strukturen bleiben damit für Täter und Beteiligte lukrativ.²
- 2 Nachfolgend zeigen wir beispielhaft den in Rz. 33 des ESMA-Reports beschriebenen „Reverse Market Claim“ auf. Er kann bis heute für **Cum/Ex-Geschäfte** genutzt werden, jedoch scheint sich die Verwaltung kein konkretes Bild gemacht zu haben. Jedenfalls erklärt die ESMA, dass sie ebenso wie die nationalen Marktaufsichtsbehörden unzuständig sei.³ Damit erhält die BaFin als Deutsche National Competent Authority (NCA) einen Freibrief, nicht gegen Cum/Ex- und andere Geschäfte vorzugehen.

HEIST LEGAL
Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

Standort Frankfurt am Main

ALEXANDER HEIST
Rechtsanwalt

CAREN HEIST
Rechtsanwältin

JONAS GANZ
Rechtsanwalt

Rossertstr. 15
60323 Frankfurt am Main
Telefon +49(0)69/ 6971 3374
info@heist-legal.de

Standort München

ALEXANDRA DIETZEN
Rechtsanwältin

FLORIAN SCHALL
Rechtsanwalt

Herzog-Heinrich-Str. 19
80336 München

www.heist-legal.de

Sitz der Gesellschaft:
Frankfurt am Main
Geschäftsführer:
Rechtsanwalt Alexander Heist
Amtsgericht Frankfurt am Main
Registernummer: HRB 113357
Steuernummer: 045 235 34942
USt-IdNr.: DE320233664

Deutsche Kreditbank AG
IBAN: DE48120300001060028170
BIC: BYLADEM1001

¹ ESMA, FINAL Report On Cum/Ex, Cum/Cum and withholding tax reclaim schemes, 23. September 2020 | ESMA 70-155-10272.

² Vgl. FAZ vom 8. September 2020, <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/steuer-tricks-finanzwende-kritisiert-cum-ex-aufarbeitung-16942502.html>.

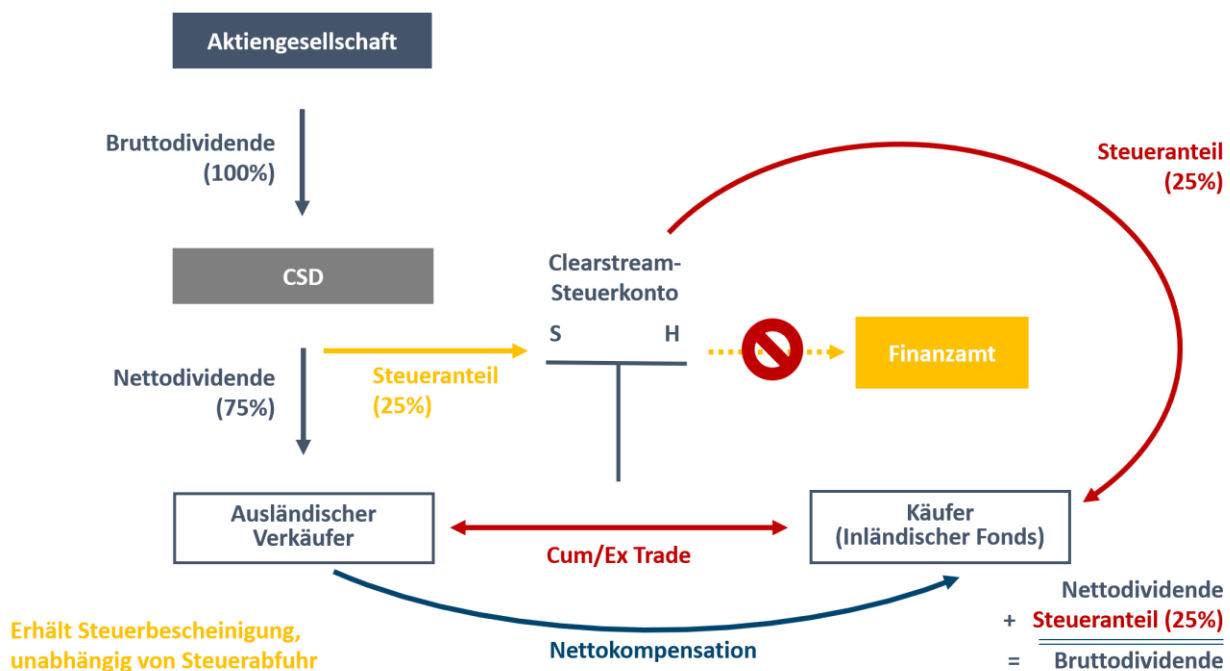
³ ESMA-Report, Rz. 196.

2. Reverse Market Claim

3 Kürzlich wurde in der Berichterstattung eine hochkomplexe Struktur unter dem Namen „Reverse Market Claim“ bekannt.⁴ All deren Merkmale finden sich im ESMA-Report wieder:⁵

- Verwendung nach 2011
- Inländischer Investmentfonds als Käufer
- Ausländer verkauft Aktien über den Dividendenstichtag (Cum/Ex)
- Das Volumen stellt ein Vielfaches des Fondsvermögens dar („Leveraging“)
- Kauf von Aktien mit längerer Settlementfrist (t+4)
- Gleichzeitiger Verkauf mit kürzerer Settlementfrist („Looping“)
- Optimierter Liquiditätseinsatz durch gleichzeitigen Kauf und Verkauf

4 Die Struktur konnte von Heist Legal unter dem Stichwort Cum/Ex 2.0 analysiert werden.⁶



⁴ <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/cum-ex/durchsuchungen-bei-privatbank-dauerbesuch-der-staatsanwaltschaft-cum-ex-affaere-erreicht-fuehrungsetage-von-hauck-und-aufhaeuser/26113282.html>, zuletzt aufgerufen am 7. Dezember 2020.

⁵ ESMA-Report, Rz. 33.

⁶ „Cum/Ex 2.0“, <https://heist-legal.de/wp-content/uploads/2021/01/Heist-Legal-Tax-Finance.pdf>.

- 5 Beim Handel über den Dividendenstichtag generiert der Reverse (Market) Claim-Prozess der Zentralverwahrer eine Dividendenkompensationszahlung zusätzlich zur Dividendenzahlung.⁷ Bis heute kann damit die Dividendenzahlung bilanziell beliebig vervielfältigt werden.⁸
- 6 Bei einer elaborierten Ausnutzung des Prozesses kauft der Inländer die Aktien nicht am Kassa-Markt, sondern in Form von physisch belieferten Futures mit Lieferzeit von vier Tagen (t+4).⁹ Ein eigens aufgelegter Fonds kann eine Aktie damit viermal für den gleichen Steuereffekt nutzen. Der Fonds kooperiert hierbei wiederum mit Inter Dealer Brokern¹⁰, dadurch wird der Bedarf an Kapital signifikant verringert. Durch beide Effekte kann der Fonds das Zehnfache des investierten Kapitals in Cum/Ex-Aktiengeschäfte pro Dividendenstichtag umsetzen.
- 7 Weiterhin reduziert die internationale Struktur die Aufgriffswahrscheinlichkeit durch Behörden. Hinter den Brokern steht wirtschaftlich betrachtet ein (ausländischer) Investor als Aktienverkäufer, der die Aktien in Form eines Kreisgeschäfts wieder zurückerhält. Teilweise nutzen alle Beteiligten die gleiche inländische Depotbank, sodass die Aktie effektiv nicht bewegt werden muss. Ebenfalls verschleiert wird, dass die Transaktionen unter allen Beteiligten abgesprochen sind.¹¹

3. Mögliche Verstöße steuergetriebenen Wertpapiertransaktionen gegen Bestimmungen der MAR

- 8 Die Aktiengeschäfte, die die ESMA unter dem Stichwort „Reverse Market Claim“ beschrieben hat, können eine aggressive Variante der Wash-Trades darstellen. Ziel von steuergetriebenen Wash-Trades sind Bilanzeffekte, ohne dass effektiv ein Wirtschaftsgut übertragen wird. Die Marktmissbrauchsverordnung verbietet Wash-Trades, sodass die nationalen Marktaufsichtsbehörden dagegen vorgehen könnten.¹² In der Rechtsprechung wurden Cum/Ex-Geschäfte

⁷ Vgl. Handbuch Kompensation, Clearstream Banking AG, April 2020, S. 2-5.

⁸ BMF-Schreiben vom 20. Dezember 2012, Az. - IV C 1 - S 2401/08/10001:008 BStBl 2013 I, S. 36; aufrechterhalten mit BMF-Schreiben vom 3. Dezember 2014 und Schreiben vom 11. November 2016.

⁹ An der LIFFE wird dieser Future „Bclear“-Future und der der EUREX „Flex“-Future genannt.

¹⁰ Inter Dealer Broker, auch Finanzintermediäre genannt, vermitteln auf den Geld- und Kreditmärkten zwischen der Angebots- und der Nachfrageseite.

¹¹ Das BMF-Schreiben vom 5. Mai 2009 - IV C 1 -S 2252/09/10003 BStBl 2009 I S. 631 nahm die Absprachen in den Blick. Darauf wurde vom Markt mit der Vornahme von „unverbindlichen“ Abreden und der Zwischenschaltung von Inter Dealer Brokern und weiteren Instituten in der Handelskette reagiert.

¹² Art. 14 und Art. 12 VO Nr. 596/2014 EU i. V. m. Anhang I Indikator A lit. c) VO 596/2014 EU i. V. m. Art. 4 Abs. 1 Del. VO 2016/522 EU i. V. m. Anhang II Abschnitt 1 Nr. 3 lit. a) Del. VO 2016/522 EU.

als Übertragung einer „leeren zivilrechtlichen Hülle“ bezeichnet, bei denen kein wirtschaftliches Eigentum übergehe.¹³

- 9 Die ESMA sah im Rahmen des europarechtlichen Normgefüges jedoch keine Möglichkeiten, einen Beitrag zur Lösung des Problems der steuergetriebenen Wertpapiergestaltungen zu leisten. Damit scheint auch das Interesse erloschen zu sein, die „Reverse Market Claim“-Struktur weiter zu analysieren.
- 10 In Anhang II Abschnitt 1 Nr. 3 lit. a) Del. VO 2016/522 EU wird der Wash-Trade beschrieben. Dort werden alle für steuergetriebene Geschäfte prägende Merkmale benannt:
1. Keine Übertragung des wirtschaftlichen Eigentums
 2. Keine Übertragung des Marktrisikos
 3. Handeln der Parteien in Absprache
 4. Ungewöhnliche Wiederholung einer Transaktion zwischen einer kleinen Anzahl von Parteien
 5. Transaktionen, durch die sich die Bewertung einer Position verändert, obwohl der Umfang der Position weder kleiner noch größer wird¹⁴
- 11 Der ESMA-Report selbst fasst die Merkmale der von den nationalen Aufsichtsbehörden beobachteten Strukturen einschließlich des „Reverse Market Claims“ in Rz. 137 zusammen:
- F. it shows circular trading patterns;
 - G. it involves high volumes of trading;
 - H. the scheme involves transactions carried out on venue but also OTC;
 - I. it is designed not to interfere with the price formation and not to commit market abuse;
 - J. given its high level of complexity and that it does not seem to involve violations of the market abuse regime, it is unlikely to be reported to the NCAs as part of the Suspicious Transactions and Orders Report obligations under the Market Abuse Regulation;
 - K. short selling transactions are in many cases conducted;
 - L. no or limited evidence of existence of share ownership;

¹³ BFH, Urteil vom 18. August 2015, I R 88/13.

¹⁴ Anm.: Bei Cum/Ex-Geschäften ändert sich absprachegemäß, ob die Position mit oder ohne Dividendenanspruch verbucht wird.

- 12 Daraus ergibt sich auf den ersten Blick eine große Überschneidung zur Legaldefinition der Wash-Trades. Mit der beschriebenen Komplexität einher geht, dass die Geschäfte weit im Vorfeld abgesprochen werden müssen, also *pre-arranged* sind.
- 13 Dem kann ein Zitat aus dem gleichen Abschnitt des ESMA-Reports (Rz. 137 F) gegenübergestellt werden:

"F. it shows circular trading patterns undertaken for the purpose of eventually netting positions (potentially unfolding and unwinding even months later) and hedging risks in the meantime. In that sense, at a glance the scheme resembles wash trades carried out to increase the volumes and attract investors leveraging on the fictitious increased liquidity (while no actual transfer of ownership takes place), but a deeper analysis shows a substantial difference in their nature and that none of the elements found in wash trades are actually present in the multiple WHT reclaim schemes"

- 14 Vor diesem Hintergrund erscheint es ohne Offenlegung der von ESMA ins Feld geführten Analysen nicht nachvollziehbar, weshalb der ESMA-Report zur Erkenntnis gelangt, dass Vorschriften zu Wash-Trades keine Rolle spielen.
- 15 Eine Anwendung der MAR auch bezogen auf Steuergestaltungen ist nicht abwegig. Bereits im Jahr 2015 hat die BaFin einen Fachartikel zum Thema Steuergestaltung und Marktmanipulation veröffentlicht. Die dort genannten Hinweise können unseres Erachtens auch für das Verständnis der Vorschrift allgemein hinzugezogen werden.

„Eine vermeintlich gelungene Steuerminimierung mittels Wertpapiergeschäfte über die Börse kann für Anleger zum Bumerang werden, wenn es sich bei den Transaktionen um „abgesprochene Geschäfte“ oder „Wash-Sales“ handelt. Denn hier liegt eine Marktmanipulation vor:[...] Abgesprochene Geschäfte und Wash-Sales sind solche Tatformen der Marktmanipulation.“¹⁵

Die BaFin ist gleichzeitig eine der der ESMA berichterstattenden NCAs, vergleiche unter anderem ESMA-Report Rz. 97 ff.

¹⁵ BaFin-Journal April 2015, S. 14;
https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2015/bj_1504.pdf.

4. Fazit und Ad hoc Lösungen

- 16 Zusammenfassend soll auf die folgenden Auffälligkeiten aus der vorliegenden Betrachtung noch einmal gesondert hingewiesen werden:
- Die Analyse der ESMA kommt hinsichtlich der Aktientransaktionen zu dem Ergebnis, dass zwar einige der untersuchten Gestaltungen bei erstem Hinsehen die Eigenschaften eines verbotenen „Wash-Trades“ darstellen können, verweist aber in der Folge auf die Ergebnisse einer im Bericht selbst nicht dargestellten Tiefenanalyse, die das Gegenteil belegten.
 - Auch bei Cum/Cum-Geschäften liegt ein möglicher Verstoß gegen die Marktmissbrauchsregelungen der MAR zumindest nahe.¹⁶ Warum die Aufsichtsbehörden in diesem Zusammenhang weitgehend untätig geblieben sind, erschließt sich aus dem ESMA-Report nicht.
 - Aus dem ESMA-Report wird zudem nicht klar, weshalb der Auswertung scheinbar nur eine Betrachtung der Aktienseite zugrunde lag, wobei die Auffälligkeiten des Transaktionsmusters gerade die Derivateseite und darin die Fehlbepreisung des (in der Regel) Futures, also eines Aktienderivats, betreffen.
- 17 Um die Aufdeckung solcher Gestaltungsmodelle zu erleichtern, wäre daher die Einrichtung eines Think-Tank erforderlich, bei welchem alle möglicherweise relevanten Informationen zusammenlaufen und durchgehend systematisch ausgewertet werden.

¹⁶ Anm.: Kein Übergang des wirtschaftlichen Eigentums.

Rechtlicher Hinweis

Die Heist Legal Rechtsanwaltsgesellschaft mbH erbringt mit dieser Unterlage keine Rechtsberatungs- oder damit verwandte Dienstleistungen und übernimmt daher auch keine Verantwortung für wirtschaftliche oder sonstige Schäden, welche durch oder im Vertrauen auf die Unterlage entstehen. Rechtliche Bedeutung kann die Unterlage erst nach Abschluss einer Mandatsvereinbarung erhalten und nur insoweit, als darin auf die Unterlage ausdrücklich Bezug genommen wird.

Diese Unterlage sowie die darin enthaltenen Informationen sind alleiniges Eigentum der Heist Legal Rechtsanwaltsgesellschaft mbH. Eine Vervielfältigung, gewerbliche Nutzung oder andere wirtschaftliche Verwertung der Unterlage bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Heist Legal Rechtsanwaltsgesellschaft mbH.