

## **ESMA**

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

### **SKIZZIERUNG DES ZUSAMMENHANGS ZWISCHEN VERWAHRSTELLEN UND DER MEHRFACHEN STEUERERSTATTUNG**

„23 September 2020 ESMA 70-155-10272“

Veröffentlicht am 22. Februar 2021, 10:00 Uhr

## Inhaltsverzeichnis

<b>1. Problemaufriss .....</b>	<b>1</b>
<b>2. Clearstream Banking AG.....</b>	<b>3</b>
<b>2.1 Zentralverwahrsystem .....</b>	<b>3</b>
<b>2.2 Settlement durch CASCADE .....</b>	<b>5</b>
<b>2.3 Netting .....</b>	<b>6</b>
2.3.1 Allgemeine Darstellung des Netting .....	8
2.3.2 Besondere Problematik des Netting.....	10
<b>2.4 Grenzüberschreitender Wertpapierhandel.....</b>	<b>10</b>
<b>2.5 Dividendenregulierung .....</b>	<b>12</b>
<b>2.6 Kompensationsverfahren .....</b>	<b>14</b>
2.6.1 Market Claim Verfahren .....	15
2.6.2 Reverse Claim Verfahren .....	16
<b>2.7 Ausnutzen der Settlement-Zyklen für Looping/Recycling .....</b>	<b>17</b>
<b>3. Reverse Market Claim.....</b>	<b>20</b>
<b>4. Mögliche Verstöße steuergetriebenen Wertpapiertransaktionen gegen Bestimmungen der MAR .....</b>	<b>24</b>
<b>4.1 Marktmanipulation durch Wash-Trades und Pre-Arranged Trades.....</b>	<b>25</b>
4.1.1 Begrifflichkeiten.....	25
4.1.2 Marktmanipulation nach der MAR .....	27
<b>4.2 Mögliche Verstöße .....</b>	<b>31</b>
<b>5. Fazit und Ad hoc Lösungen.....</b>	<b>37</b>

## 1. Problemaufriss

- 1 Der Report der European Securities and Markets Authority 70-155-10272 vom 23. September 2020 („**ESMA-Report**“)<sup>1</sup> zeigt auf, dass das Verständnis und der Aufgriff von steuerschädlichen Gestaltungsmodellen auf nationaler sowie auf europäischer Ebene weiterhin etwa fünf bis zehn Jahre hinter der Umsetzung solcher Strukturen „hinterherhinkt“. Damit entstehen im Rahmen der Aufarbeitung einerseits Verjährungsprobleme, die andererseits erschwerten Aufklärungsbedingungen (große unübersichtliche Datenmengen, komplexe und teils verschleierte Transaktionswege, länderübergreifende Informations- und Rechtshilfeproblematiken, etc.) begegnen. Im Ergebnis kann daher regelmäßig nur ein Teil der Steuervermeidungs- und Hinterziehungstaten aufgedeckt und zutreffend abgeurteilt werden; die Geschäfte bleiben damit insgesamt für Täter und Beteiligte lukrativ.<sup>2</sup>
- 2 Die nachfolgende Ausarbeitung geht unter **Ziffer 2** zunächst auf Rz. 216 des ESMA-Reports ein und soll den funktionalen Zusammenhang zwischen Verwahrstelle (Central Securities Depository, „CSD“) und den Möglichkeiten einer mehrfachen Steuererstattung bzw. Steuervermeidung aufzeigen:

*„NCAs' experts were also asked to provide their views as to whether CSDs may be able to set up any alert or identify circumstances upon verification of which a flag could be raised whenever a transaction may be hiding a multiple WHT reclaim scheme.“*

- 3 Exemplarisch für die Rolle einer Verwahrstelle haben wir die deutsche Clearstream Banking AG, Frankfurt am Main („**CBF**“) herangezogen. Wir beschreiben zunächst die dort übliche Dividendenregelung und mögliche Korrekturbuchungen anhand der diesbezüglichen CBF Handbücher. Wir werden aufzeigen, dass diese Prozesse weitreichende steuerliche Folgen haben können. Die Auswirkungen der Verbuchungslogiken beschränken sich in steuerlicher Hinsicht nicht auf Deutschland. Die Buchungen können grundsätzlich bei der Veranlagung jedes Investors – unabhängig von der Domizilierung – eine entscheidende Rolle spielen. Besonderes

---

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

<sup>2</sup> Vgl. Artikel in der FAZ vom 8. September 2020, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/steuertricks-finanzwende-kritisiert-cum-ex-aufarbeitung-16942502.html>, zuletzt abgerufen am 26. November 2020.

Augenmerk soll daher auf die fehlende Nachvollziehbarkeit und (nahezu) beliebige Gestaltbarkeit der steuerrelevanten Buchungen gelegt werden.

- 4 Nachfolgend zeigen wir unter **Ziffer 3** den direkten Zusammenhang zwischen CBF Prozessen und dem in Rz. 33 des ESMA-Reports beschriebenen sog. „Reverse Market Claim“ auf. Dort heißt es:

*„In one of the schemes analysed, a domestic investment fund purchased domestic shares from a non-domestic counterpart over the dividend date in quantities/volumes that were multiple of the size of the assets they managed. In order to achieve this, the fund purchased shares with longer settlement period and simultaneously sold them with a shorter settlement period. This process generated the necessary liquidity to invest beyond the fund assets under management.“*

- 5 Schließlich befassen sich die Ausführungen unter **Ziffer 4** mit den Ergebnissen des ESMA-Reports zu Verstößen steuergetriebener Wertpapiertransaktionen gegen Marktmissbrauchsbestimmungen der MAR und unterziehen diese einer kritischen Würdigung, bevor abschließend unter **Ziffer 5** mögliche Ad hoc Lösungen vorgestellt werden.

## 2. Clearstream Banking AG

### 2.1 Zentralverwahrsystem

- 6 CBF ist der maßgebliche Zentralverwahrer (Central Securities Depository; „**CSD**“) für giro-sammelverwahrungsfähige Wertpapiere gemäß § 5 DepotG in Deutschland.<sup>3</sup> Bis Ende 1999 war die Deutsche Börse Clearing AG, Frankfurt am Main (so der frühere Name der CBF<sup>4</sup>) eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Deutsche Börse AG. Am 1. Januar 2000 transferierte die Deutsche Börse AG ihre Anteile an der Deutsche Börse Clearing AG an die Clearstream International S. A., Luxembourg und erhielt dafür 50% der Aktien an dieser neuen Holdinggesellschaft. Die restlichen 50% hielt Cedel International S. A., die später auch von der Deutsche Börse AG übernommen wurden, sodass diese die Kontrolle sowohl über die CBF als nationalem CSD, als auch Clearstream Banking S.A. Luxembourg („**CBL**“) als internationalem CSD („**ICSD**“) erlangte.<sup>5</sup>
- 7 Der CSD erfüllt im Wesentlichen drei zentrale Funktionen:<sup>6</sup> Die (i) Notar- und die (ii) Verwahrfunktion (die letztlich nicht voneinander zu trennen sind) sowie – zuvorderst – die (iii) Settlementfunktion. Beim CSD wird Settlement-Finalität erreicht. Das heißt, ein Trade ist erst dann final gebucht, wenn das Wertpapier im Wertpapierkonto des Käufers gutgeschrieben, sein Cash-Konto belastet, entsprechend der Kaufpreis dem Cash-Konto des Verkäufers gutgeschrieben und sein Wertpapierkonto belastet wurde. Als Plattform für das Settlement dient CASCADE (=Central Application for Settlement, Clearing and Depository Expansion).<sup>7</sup>
- 8 Neben den verschiedenen nationalen CSDs (vgl. in Großbritannien etwa Euroclear UK als Pendant zu CBF,<sup>8</sup> welche die Settlement-Plattform CREST betreibt), gibt es auch internationale CSDs, kurz ICSDs: Hier sind neben der CBL noch die Euroclear Bank, Brüssel sowie die SIX SIS, Zürich zu nennen. Ursprünglich waren diese ICSDs eingeführt worden, um

---

<sup>3</sup> Payment clearing and settlement systems in Germany, CPSS Red Book 2012, S. 194

<sup>4</sup> Am 1. Oktober 1997 wurde die Deutscher Kassenverein AG in Deutsche Börse Clearing AG umbenannt, Reining, in: Lexikon der Außenwirtschaft, S. 104.

<sup>5</sup> Vgl. dazu Payment clearing and settlement systems in Germany, CPSS Red Book 2012, S. 194.

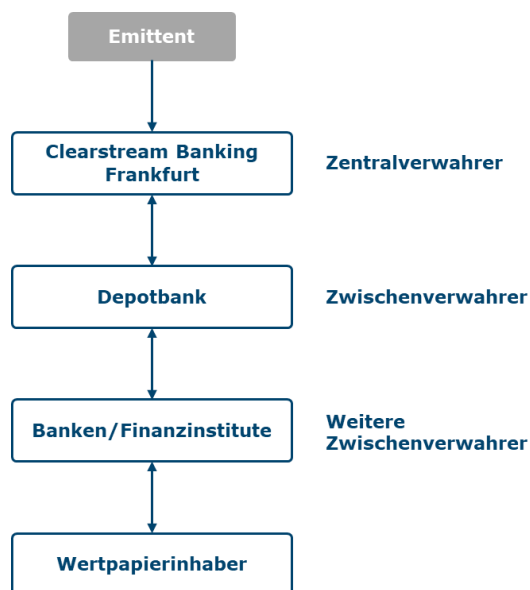
<sup>6</sup> Turing, Clearing and Settlement in Europe, S. 35.

<sup>7</sup> Zu weiteren Ausführungen über CASCADE siehe unten die Ziffer 2.2.

<sup>8</sup> Zur Euroclear-Gruppe gehören des Weiteren die Zentralverwahrer von Belgien, den Niederlanden, Frankreich, Irland, Finnland und Schweden.

dem Eurobonds-Markt zu dienen.<sup>9</sup> Mittlerweile ermöglichen sie auch Wertpapierhandel über die Grenzen des jeweiligen Ausstellungslandes hinaus und sind damit wesentlicher Bestandteil der internationalen Finanzmarktinfrastruktur.<sup>10</sup> Anders als die nationalen CSDs haben sie für national gehandelte Wertpapiere die Verwahrfunktion ausgelagert.<sup>11</sup> Insofern agieren die ICSDs nicht als Zentralverwahrer, sondern als bloße Abwicklungssysteme und sind als solche durchaus vergleichbar mit Depotbanken.<sup>12</sup> Für international gehandelte Wertpapiere übernehmen die ICSDs demgegenüber auch die Verwahrfunktion.

- 9 An CBF als Zentralverwahrer angeschlossen sind Depotbanken als Zwischenverwahrer erster Stufe im Sinne des § 3 Abs. 1 S. 1 DepotG. An diese können wiederum weitere Banken oder Finanzinstitute angeschlossen sein, es lassen sich nahezu unbegrenzt viele Verwahrebenen im In- und Ausland zwischen CBF und den Wertpapierinhabern einziehen.



**Abbildung 1: Zentralverwahrsystem**

<sup>9</sup> Turing, Clearing and Settlement in Europe, S. 40.

<sup>10</sup> Für Details vgl. unten Abschnitt „Grenzüberschreitender Wertpapierhandel“ in Abschnitt 2.4.

<sup>11</sup> Turing, Clearing and Settlement in Europe, S. 137.

<sup>12</sup> Turing, Clearing and Settlement in Europe, S. 147.

## 2.2 Settlement durch CASCADE

- 10 CASCADE ist die von CBF genutzte Settlement-Plattform, in der die finalen Buchungen von Wertpapierübertragungen durchgeführt werden. Sie erfüllt aber auch noch eine Reihe anderer Funktionen:<sup>13</sup> Auftragserteilung und Bearbeitung der Wertpapierübertragungs- und Wertpapierverwaltungsaufträge der CBF-Kunden (und mittelbar auch deren Kunden); Zusammenführen von gegenläufigen Lieferinstruktionen mit und ohne Gegenwertverrechnung (Matching); technisches Netting der zusammengeführten Geschäfte im Rahmen der Settlement-Zyklen zur Optimierung der Wertpapierübertragungsprozesse; Erfüllung der Geschäfte mittels Regulierung der Wertpapier- und Geldseite in Euro oder in Fremdwährung über die entsprechenden Geldkonten der CBF und Abbildung der bei CBF girosammelverwahrten, zur Belieferung von Transaktionen verwendbaren Wertpapierbestände. Gemäß eigenen Aussagen zeigt CBF die auf den „*Depotkonten befindlichen Nominalbestände an Wertpapieren*“<sup>14</sup> an. Anzeigbar sind die Konten der Zentrale und die Unterkonten (wohl damit gemeint sind die Konten der verschiedenen Niederlassungen<sup>15</sup>).<sup>16</sup>
- 11 Ausgangspunkt ist dabei immer die Kontostamnummer. Eine „*Anzeige der Kundenreferenz und des WP-Besitzers (Aktionär)*“<sup>17</sup> sieht CASCADE nur für Namensaktien vor. Es scheint demnach so, als habe CBF nur Einblick in die Ebene der Omnibus-Accounts der einzelnen Clearing Members („**CM**“)<sup>18</sup> und nicht in deren (End-)Kunden. So sieht das jedenfalls Rau, der darauf hinweist, dass bei den im Rahmen des institutionellen Großhandels verwendeten Omnibus-Konten keine individuellen Wertpapierkundenbestände zuordenbar seien.<sup>19</sup> Horn führt aus, dass sich im Falle des Erwerbs von Wertpapieren durch Non Clearing Members („**NCMs**“)

---

<sup>13</sup> Clearstream, CASCADE Handbuch Band 1, F-CON04, Nov 2013, S. 9.

<sup>14</sup> Clearstream, CASCADE Handbuch Band 2, F-CON04, Nov 2013, S. 12.

<sup>15</sup> Clearstream, CASCADE Handbuch Band 2, F-CON04, Nov 2013, S. 14.

<sup>16</sup> Für 120 Bankarbeitstage sind zudem die gebuchten Umsätze einsehbar pro WKN, Clearstream, CASCADE Handbuch Band 2, F-CON04, Nov 2013, S. 12.

<sup>17</sup> Clearstream, CASCADE Handbuch Band 2, F-CON04, Nov 2013, S. 18.

<sup>18</sup> Die Eurex Clearing AG ist die zentrale Gegenpartei (CCP) für den Wertpapierhandel in Deutschland. An sie angeschlossen sind Clearing Member. Clearing Member ist „wer Inhaber einer Clearing-Lizenz ist und auf dieser Grundlage am Clearing-Verfahren an dem entsprechenden Markt teilnimmt“ (vgl. Turing, Clearing and Settlement in Europe, S. 29). Sie wickeln neben ihren eigenen Geschäften auch die ihrer Non Clearing Members ab.

<sup>19</sup> Rau, FR 2014, 1012 (1018).

beziehungsweise Privatkunden die Kenntnis von CBF auf die „nach Ordnernummern identifizierbaren Einzelgeschäfte beschränkt“.<sup>20</sup> Eine definitive Aussage lässt sich aber auf Grundlage der öffentlich verfügbaren Materialien nicht treffen.

### 2.3 Netting

- 12 Netting ist ein wirtschaftlicher Vorgang bei dem offene Long-Positionen gegen offene Short-Positionen in Futures, Optionen oder Aktien zwecks Ermittlung der Netto-Positionen gegeneinander aufgerechnet werden. Ziel des Netting ist es, Transaktionskosten und Rechenkapazitäten zu senken. Letztlich muss nur der Positions- und Cashüberhang (sog. Spitzenverrechnung) erfüllt werden.<sup>21</sup>
- 13 Bereits nach Eingang der Kauf- oder Verkaufsaufträge werden einzelne Aufträge innerhalb der Handelsbücher der Broker bzw. der Händler einer Bank verrechnet, d. h. internalisiert.<sup>22</sup> Beispielsweise wird ein Verkaufsauftrag eines Kunden einer bestimmten Wertpapiergattung durch den analogen Kaufauftrag eines anderen Kunden erfüllt.
- 14 CSDs führen ein technisches Netting durch. Innerhalb der jeweiligen Settlement Day-Zyklen werden Settlement-Instruktionen nach einem festgelegten Algorithmus summiert, bevor sie final umgebucht werden. Diese Praxis hat das Ziel, das Buchungsvolumen auf der „Settlement-Maschine“ zu reduzieren und dadurch Kosten zu sparen.
- 15 Das Netting verhindert eine transparente Buchungsdokumentation und damit auch Besteuerung anhand der Feststellung von Aktienbewegungen und Aktienbeständen. Auch ein Leerverkauf ist nicht mehr ohne Weiteres anhand der Buchungsvorgänge identifizierbar.
- 16 Cum/Ex-Geschäfte auch in umfangreichen Volumina müssen somit nicht notwendigerweise auf Ebene des Zentralverwahrers und dessen Wertpapierabwicklung in Form von Aktienbe-

---

<sup>20</sup> Horn, BB 2002, Sonderbeilage 2, 1 (10).

<sup>21</sup> Schwarz, Globaler Effektenhandel, S. 107.

<sup>22</sup> Mit MiFID I wurde 2007 der Begriff „Systematischer Internalisierer“ eingeführt. „Hierunter fallen Wertpapierfirmen, die in organisierter und systematischer Weise häufig in erheblichem Umfang Handel für eigene Rechnung treiben, wenn sie Kundenaufträge außerhalb eines geregelten Marktes, eines Multi Trading Facility (MTF) oder eines Organized Trading Facility (OTF) ausführen.“



wegungen erkennbar sein. Dies gilt insbesondere dann, wenn sie auf den unteren Verwahrebenen, wie oben dargestellt, „genettet“ werden.<sup>23</sup> Trotzdem sollten sich messbare Auswirkungen der Geschäfte im Reporting sowohl am OTC-Kassa-Markt als auch am Terminmarkt finden lassen, insbesondere hinsichtlich der Volumina.

- 17 Das FG Hessen hat inzwischen Stellung zur steuerlichen Betrachtung des Nettings genommen, vgl. das Urteil des FG Hessen vom 10. März 2017, Az. 4 K 977/14:

*„Da im Rahmen des „Nettings“ der Aktiengeschäfte die Gesamtbestände der gehandelten Aktien je Aktiengattung zusammengeführt werden, ist nicht feststellbar, von welchem Verkäufer auf welchen Käufer die Aktien jeweils übergegangen sind. Es fehlt insoweit an einer Zuordnung des wirtschaftlichen Eigentums zu einer bestimmten Person.“*

- 18 Die Entscheidung des FG Hessen äußert sich zur Frage des Übergangs des wirtschaftlichen Eigentums. Auch Tatbestände der der Marktmissbrauchsverordnung knüpfen an den Übergang wirtschaftlichen Eigentums an.<sup>24</sup> Hierauf wird unter Ziffer 4 unten näher eingegangen.

---

<sup>23</sup> Die vierte Verwahrebene war bei einem bestimmten Beraterzirkel ausdrücklich favorisiert. Es wurden entsprechende Unterverwahrvträge in Abstimmung mit diesen Beratern einzig zu diesem Zweck (Netting) aufgesetzt. Weiterhin wurde darauf geachtet, dass der Future-Clearer und die Handelspartner bei derselben Depotbank angesiedelt waren. Stichprobenartige Analysen von Handelsgeschäften auf unterer Verwahrebene vor dem Netting um den Dividendenstichtag.

<sup>24</sup> Vgl. Art. 12 Abs. 1 lit. a) i) i. V. m. Anhang I A. c) MMVO und Anhang II Abschnitt 1.3 Del. VO 2016/522/EU - Geschäfte ohne Wechsel des wirtschaftlichen Eigentümers.

### 2.3.1 Allgemeine Darstellung des Netting

- 19 An einem Börsentag werden in einer Wertpapiergattung unter den Teilnehmern beispielhaft folgende Geschäfte zusammengeführt:<sup>25</sup>

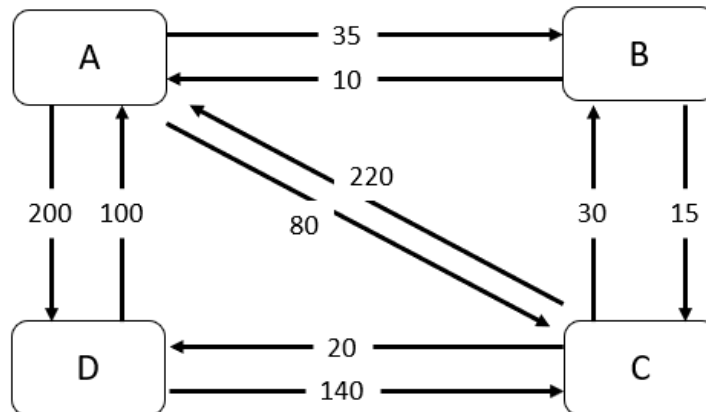
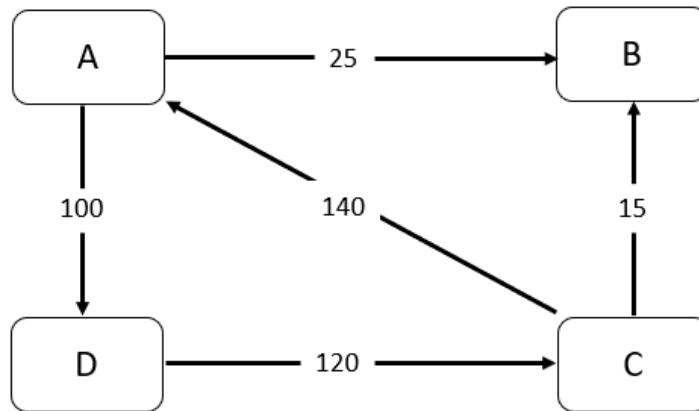


Abbildung 2: Leistungsbeziehungen nach Börsenschluss

- 20 Im ersten Schritt werden die Lieferverpflichtungen, die zwischen den (Depot)Banken bestehen, saldiert. Ein solches *bilaterales Netting* wird üblicherweise an allen Marktplätzen vorgenommen, unabhängig davon, ob darüber hinaus ein Zentralkontrahent (Central Counterparty; „CCP“) einbezogen ist.<sup>26</sup>

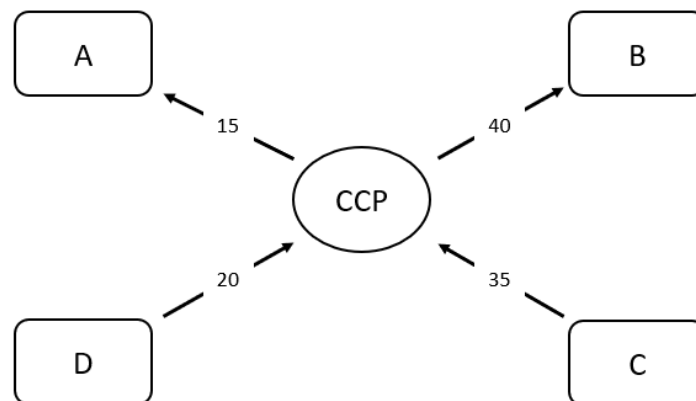
<sup>25</sup> Abbildungen in Anlehnung an Europäische Zentralbank, ECB Monthly Bulletin 8/2001, 69, 70.

<sup>26</sup> Alfes, Central Counterparty, S. 62 f.



**Abbildung 3: Leistungsbeziehungen nach bilateralem Netting**

- 21 Bei Einschaltung eines Zentralkontrahenten, verrechnet dieser am Ende eines „Netting“-Intervalls die Verpflichtungen und Berechtigungen jedes Clearing-Members derselben Wertpapiergattung zu einer einzigen Nettolieferpflicht bzw. Nettoberechtigung gegen den CCP (*multilaterales Netting*).<sup>27</sup>



**Abbildung 4: Leistungsbeziehungen nach multilateralem Netting durch den CCP**

<sup>27</sup> Europäische Zentralbank, ECB Monthly Bulletin 8/2001, 69, 69, 70.

### 2.3.2 Besondere Problematik des Netting

- 22 Stark vereinfacht lässt sich anhand der oben dargestellten Beispielsgrafiken die Problematik des Netting in Bezug auf Cum/Ex-Geschäfte folgendermaßen erklären:
- 23 Obwohl in obigem Beispiel das Depot A 100 Aktien short gegenüber dem Depot D ist, werden A vom CCP in der Endabrechnung des Netting-Intervalls effektiv 15 Stücke geliefert. Damit lässt sich nicht feststellen, ob es sich bei den Geschäften zwischen A und D bzw. deren Kunden um einen Leerverkauf gehandelt hat. Auch ohne eigenen Bestand kann ein Kunde im Ergebnis das Depot A einen Verkaufsauftrag über 100 Aktien an das Depot D ausführen lassen. Sind die Geschäfte Cum geschlossen worden und werden Ex beliefert, lösen sie regelmäßig Dividenden(kompensations)zahlungen aus, obwohl keine Aktien Cum im Depot A verbucht waren.

### 2.4 Grenzüberschreitender Wertpapierhandel

- 24 Unter grenzüberschreitendem Wertpapierhandel versteht man Geschäfte eines inländischen Erwerbers oder Verkäufers über Wertpapiere, die im Ausland ausgestellt wurden.<sup>28</sup> Relevant sind grenzüberschreitende Geschäfte im Zusammenhang mit Cum/Ex-Geschäften deshalb, weil die nationalen Unterschiede hinsichtlich wirtschaftlicher, steuerlicher und technischer Betrachtung der Trades Missbrauchspotential bergen. So sind etwa allein die Settlement-Fristen und -Zyklen europaweit nicht einheitlich geregelt.
- 25 Beim Handel über die Landesgrenzen besteht die Möglichkeit, das (Cross-Border) Settlement über einen technischen Direktlink zwischen den Internationalen Zentralverwahrern (International Central Securities Depository „ICSD“) vorzunehmen. Die meisten international gehandelten Wertpapiere werden bei oder im Auftrag von einem ICSD, in Europa vornehmlich Euroclear Bank SA (Belgisches Recht) oder Clearstream Luxembourg S. A. (Luxemburgisches Recht), verwahrt.
- 26 Transaktionen zwischen CBF Kunden und Gegenparteien bei der Euroclear Bank setteln über die sog. Bridge.<sup>29</sup> Die Bridge ist die elektronische Kommunikationsschnittstelle, die das grenzüberschreitende Settlement bei Wertpapieren ermöglicht. Voraussetzung hierfür ist, dass es sich entweder um ein internationales Wertpapier (d. h. Emission und Verwahrung auf ICSD-

---

<sup>28</sup> Turing, Clearing and Settlement in Europe, S. 18.

<sup>29</sup> Vgl. Bank of International Settlements: Cross-Border Securities Settlements, Basel 1995.

- Ebene) handelt, oder dass das Wertpapier *ICSD-eligible*, d. h. für die Abwicklung über ICSDs zugelassen ist.
- 27 Mit Einführung der Bridge hatte sich die Dauer des Cross-Border Settlements auf zwei Tage verkürzt. Wenn allerdings aufgrund eines (möglicherweise sogar bewusst herbeigeführten) Fehlers ein Settlementzyklus fehlschlägt, kann sich der Zeitraum auch auf mitunter drei oder vier Tage ausdehnen.<sup>30</sup>
- 28 Es gibt verschiedene Initiativen auf supranationaler Ebene, Verbindungen zwischen den verschiedenen ICSDs effizienter zu gestalten. Zu erwähnen wären hier TARGET2-Securities („T2S“)<sup>31</sup> und Link Up Markets. T2S erlaubt es den nationalen CSDs ihre Notar- und Verwahrfunktion weiter beizubehalten, aber die Settlement-Funktion wird gesammelt ausgelagert an T2S.<sup>32</sup> Neben den Vereinheitlichungsbestrebungen im Rahmen von T2S unter dem Dach der EZB haben sich jedoch weitere Parallelstrukturen etabliert: Link Up Markets beispielsweise ist ein joint venture von 10 CSDs, das 2009 eingerichtet wurde, um cross-border Trades effizienter gestalten zu können.<sup>33</sup> Es handelt sich dabei im Wesentlichen um einen zentralen Übersetzer, der es ermöglicht Anweisungen von der Systemsprache (Datenmasken, Formate, Zeitpläne etc.) eines CSDs in die Systemsprache eines anderen CSDs zu überführen.<sup>34</sup>
- 29 Zur Abwicklung eines grenzüberschreitenden Trades sind sowohl Verbindungen zwischen den jeweiligen zentralen Gegenparteien, als auch zwischen den Zentralverwahrern nötig.
- 30 Aus den öffentlich zugänglichen Informationen der Clearstream-Handbücher ist nicht klar nachvollziehbar, wie die Schnittstellen im Detail genau miteinander kommunizieren. Weiter-

---

<sup>30</sup> Insofern sollte es sich um eine bewusste Herbeiführung eines Geschäfts ohne Wechsel des wirtschaftlichen Eigentümers handeln, Art. 12 Abs. 1 lit. a) i) i. V. m. Anhang I A. c) MMVO und Anhang II Abschnitt 1.3 Del. VO 2016/522/EU.

<sup>31</sup> Mit Abschluss des Geschäftstages am 6. Februar 2017 wurde CBF an T2S angeschlossen, s. Clearstream, Handbuch Kompensation, F-CMG04, Juli 2019, S. 2-5.

<sup>32</sup> Turing, Clearing and Settlement in Europe, S. 16, 39 und 157.

<sup>33</sup> Payment clearing and settlement systems in Germany, CPSS Red Book 2012, S. 197.

<sup>34</sup> Turing, Clearing and Settlement in Europe, S. 328.

gehende Informationen zur Funktion der Bridge sowie zum Ablauf des Cross-Border Settlement liegen öffentlich einsehbar nicht vor, könnten aber entscheidend zum Verständnis der Infrastruktur beitragen.<sup>35</sup>

## 2.5 Dividendenregulierung

- 31 Die Dividendenregulierung durch CBF erfolgt in einem zweistufigen Verfahren. Grundlage ist dabei die Trennung von Stammrecht und Coupon am Tag der Hauptversammlung der jeweiligen Aktiengesellschaft „End of Day“ („EoD“).<sup>36</sup> In einem **ersten Schritt** werden die Dividenden entsprechend der bei CBF in den jeweiligen Depots befindlichen Bestände an die Depotbanken zugeteilt. Die ausschüttende Aktiengesellschaft behält dabei bis zum Jahr 2012 die anfallende Kapitalertragsteuer („KESt“) an der Quelle ein und schüttete die Nettodividende an CBF zur Weiterverteilung an die Depotbanken und schließlich an die Aktionäre aus.
- 32 Mit dem OGAW-IV-Umsetzungsgesetz wurde ab dem Jahr 2012 das sog. Zahlstellenprinzip (Brutto-Regulierung) eingeführt. Das heißt, es behält nicht länger der Emittent der Aktie die auf Dividendenausschüttungen entfallende KESt ein, sondern derjenige Zwischenverwahrer, der die Dividende an den Wertpapierinhaber auszahlt und diesem eine Steuerbescheinigung ausstellt.<sup>37</sup> Für ausländische Aktionäre behält CBF nun selbst als letzte inländische auszahlende Stelle die KESt ein.<sup>38</sup>
- 33 In einem **zweiten Schritt** finden dann etwaige Kompensationsbuchungen statt.<sup>39</sup> So etwa für Cum-Dividende abgeschlossene Geschäfte, die nur noch Ex-Dividende beliefert werden konnten aufgrund der am Tag der Hauptversammlung durch CBF vorgenommenen Trennung von Stammrecht und Coupon.
- 34 Die für die Dividendenregulierung erforderliche Bestandsermittlung (Ermittlung des „Beneficial Owner“) kann nach (mindestens) zwei verschiedenen Methoden erfolgen: Der „Ex-Date-1“ - Verarbeitung und der „Record-Date“ - Verarbeitung.

---

<sup>35</sup> Uns liegen Hinweise vor, dass Clearstream zwischen sog. (gutzahlenden) Premium-Kunden und Standardkunden unterscheidet. Je nachdem gibt Clearstream mehr Informationen zu verschiedenen Buchungswegen und -möglichkeiten frei.

<sup>36</sup> Rau, DStR 2010, 1267 (1267).

<sup>37</sup> Der Anleger legt diese Steuerbescheinigung bei seinem Finanzamt vor und lässt sich so die vom Emittenten abgeführte Steuer zurückerstatten.

<sup>38</sup> Clearstream, Einführung des OGAW-IV Umsetzungsgesetzes, F-CMG18, Sept 2012, S. 2-3.

<sup>39</sup> Siehe dazu unten Abschnitt 2.6.

- 35 **„Ex-Date-1“ - Verarbeitung:** Dividendenberechtigten im Sinne des § 20 Abs. 5 S. 1, 2 EStG i. V. m. § 39 AO sind die Aktionäre, das heißt in der Regel diejenigen, die am Dividendenstichtag EoD Aktien der jeweiligen Gattung in ihrem Bestand haben. Am Dividendenstichtag wird die Bestandsermittlung mittels des Settlementsystems CASCADE vorgenommen (Schritt 1). EoD startet die Claim-Periode, die 20 Tage dauert (Schritt 2).<sup>40</sup> Der Kompensationszyklus startet somit am Ex-Tag<sup>41</sup> „Start of Day“ („SoD“). Innerhalb dieser Zeit findet – wo erforderlich bzw. instruiert – eine Kompensation statt, also eine wirtschaftliche Umverteilung des Dividendenbetrags an denjenigen, dem nach dem Willen der Parteien die Dividende zugeordnet werden soll.<sup>42</sup> Am Payment Date werden den in Schritt 1 ermittelten Aktionären die Dividenden ausgezahlt.
- 36 **„Record-Date“ - Verarbeitung:** Analog der „Ex-Date-1“ - Verarbeitung wird bei der „Record-Date“ – Verarbeitung der Halter der Aktien am Dividendenstichtag EoD grundsätzlich als dividendenberechtigt angesehen. Allerdings findet die Bestandsermittlung über CASCADE erst später, am sog. Record-Date<sup>43</sup> statt. Für diesen Fall gilt: *„Ex Date precedes Record Date by the settlement cycle minus one business day“*,<sup>44</sup> danach ist das Record-Date in Deutschland am Ex-Tag+1. EoD am Record-Date startet die 20-tägige Claim-Periode, der Kompensationszyklus startet somit am Record-Date+1 SoD. Am Payment Date wird denjenigen eine Zahlung in Höhe der Dividende zugewiesen, die bei der Bestandsermittlung am Record-Date EoD ermittelt wurden. Die Auszahlung findet somit nicht auf derselben Basis statt wie bei der „Ex-Date-1“ - Verarbeitung. Der zur Zeit der Hauptversammlung als Inhaber der Aktien Dividendenberechtigte und der per Bestandsermittlung am Record-Date EoD Ermittelte müssen nicht dieselbe Person sein. Bei der „Record-Date“ - Verarbeitung wird also die Dividendenberechtigung nicht darauf gestützt, dass sich die Aktie EoD am Dividendenstichtag im Bestand des Aktionärs befindet, sondern dass sie sich am Record-Date (HV-Tag+2) im Bestand des Aktionärs.

---

<sup>40</sup> Vgl. Clearstream Handbuch Kompensation, F-CMG04, Juli 2019, S. 2-2.

<sup>41</sup> Das Ex-Date ist der Börsentag, an dem die Aktien erstmals ohne Dividende gehandelt werden (= HV+1).

<sup>42</sup> Dieser ist nicht zwingend identisch mit demjenigen, dem steuerrechtlich die Dividende auch tatsächlich zuzuordnen ist. Der durch CBF durchgeführten Zuordnung kann damit keine abschließende Beweiswirkung in Bezug auf die (steuerrechtliche) Dividendenberechtigung zukommen.

<sup>43</sup> Das Record-Date wird in der MT-Message MT564 im Feld „:98A::RDTE/“ angezeigt, Clearstream, Record-Date Germany, F-6931, Nov 2015, S. 12.

<sup>44</sup> Turing, Clearing and Settlement in Europe, S. 474.

- 37 Wann bzw. ob überhaupt flächendeckend die „Record-Date“ - Verarbeitung in Deutschland eingeführt wurde, ergibt sich aus den von Seiten CBF veröffentlichten Unterlagen nicht. Es sind verschiedene Zeitpunkte in den Handbüchern und Veröffentlichungen anderer Stellen zu finden. Aus den Handbüchern von CBF ergibt sich zunächst einmal, dass die „Record-Date“ - Verarbeitung für Aktien deutscher Gattungen im Februar 2012 noch nicht implementiert war.<sup>45</sup> In einem auf ihrer Website veröffentlichten Dokument bietet CBF für den 23. November 2015 ihren Kunden ein Training für den Umgang mit dem neuen System vor dessen Implementierung an. Das würde dafürsprechen, dass die „Record-Date“ - Verarbeitung auch Ende 2015 bei CBF noch nicht (flächendeckend) eingeführt war. So wird denn auch von Seiten der CBF der 1. Januar 2017 als Tag der Einführung der „Record-Date“ - Verarbeitung in Deutschland angegeben.<sup>46</sup> In einem Juli 2019 veröffentlichten Kompensationshandbuch wird allerdings augenscheinlich von einem Nebeneinander der beiden Modi der Bestandsfeststellung ausgegangen:<sup>47</sup>

*„Der Bestandsstichtag ist der Tag, an dem CBF den zur Teilnahme an dem Event berechtigten Bestand feststellt. Dieser ist entweder der gemeldete Record Tag oder, falls kein Record Tag gemeldet wird, der Geschäftstag vor dem Ex-Tag. Der Bestandsstichtag wird im CBF SWIFT Reporting immer unter dem Qualifier Record Date (RDTE) aufgeführt.“*

Gemeldet wird der Record-Tag entweder vom Emittenten oder von den Wertpapier-Mitteilungen.<sup>48</sup>

## 2.6 Kompensationsverfahren

- 38 Im Nachgang an die Dividendenregulierung wird über die Kompensationsverfahren eine (nach dem Verständnis von CBF) fehlerhafte Verbuchung der Dividenden korrigiert. Diese ist seit dem Veranlagungszeitraum 2007 ebenfalls grundsätzlich KEST-pflichtig. Zwischen 2007 und 2012 war durch Einschaltung eines ausländischen Kreditinstituts auf Seiten des Cum/Ex-Ver-

---

<sup>45</sup> Marktteilnehmer sprechen allerdings zum Teil von einer Implementierung für ausländische Gattungen bereits in Jahr 2010, wobei aber nicht klar ist, von welchen Parametern die Anwendung konkret abhängt.

<sup>46</sup> Clearstream, Handbuch Kompensation, F-CMG04, Juli 2019, S. 3-4; Clearstream, Record Date Germany, F-6931, Nov 2015, S. 5.

<sup>47</sup> Clearstream, Handbuch Kompensation, F-CMG04, Juli 2019, S. 2-2.

<sup>48</sup> Clearstream, Handbuch Kompensation, F-CMG04, Juli 2019, S. 3-2.



käufers eine Umgehung dieser Pflicht zum Steuereinbehalt (in Bezug auf die Kompensationszahlung) möglich.<sup>49</sup> Ab dem Jahr 2012 änderten sich durch die Einführung des OGAW-IV-Umsetzungsgesetzes sowie der damit verbundenen Bruttoregulierung auch die Handelsstrategien im Bereich der „Dividendenarbitrage“.

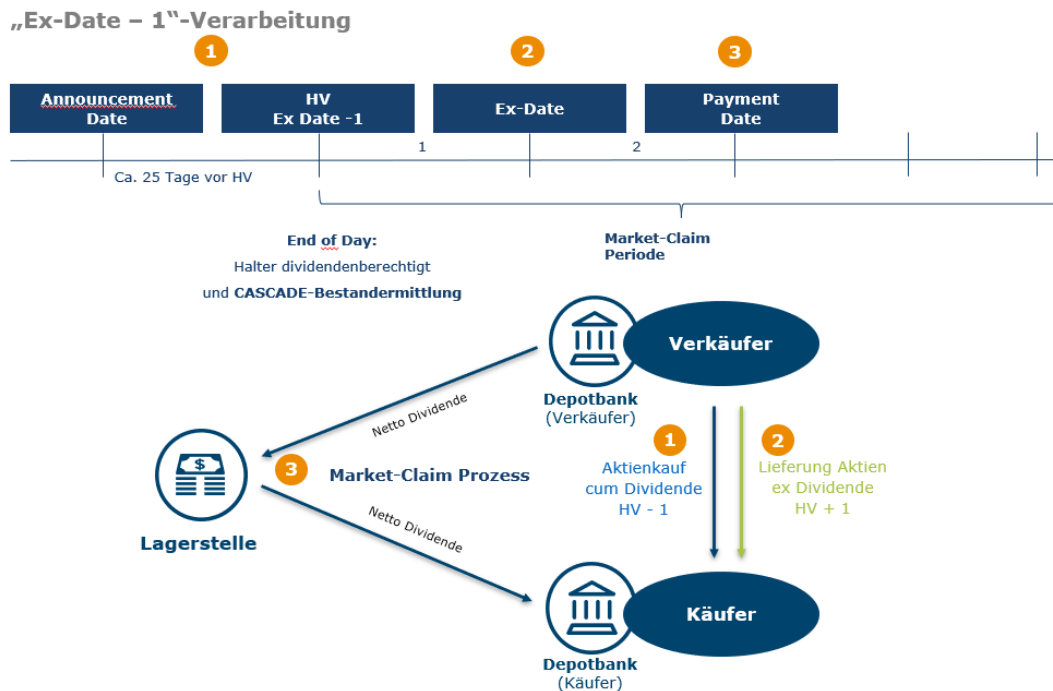
### 2.6.1 Market Claim Verfahren

- 39 Der **Market Claim - Prozess** findet statt, wenn im Rahmen der „**Ex-Date-1**“ – **Verarbeitung** eine Aktie Cum-Dividende gehandelt, aber nach dem Bestandsstichtag und damit Ex-Dividende geliefert wird. Dann hat der Verkäufer die Dividende (wirtschaftlich betrachtet) zweimal erhalten: im Rahmen der Ausschüttung, da er die Aktie am Tag der Hauptversammlung EoD im Bestand hatte und als Teil des (Cum) Kaufpreises.
- 40 Diese falsche Zuordnung wird korrigiert, indem dem Verkäufer der Aktien valutarisch am Tag der Hauptversammlung ein Betrag in Höhe der (Netto)Dividende belastet und dieser Betrag dem Cum/Ex-Käufer am Payment Date gutgeschrieben wird.
- 41 Das Market Claim Verfahren wird nur dann nicht durchgeführt, wenn die Parteien beide das Match-Kriterium der sog. „Ex-Flag“ gesetzt haben. Mit der Ex-Flag entscheiden die Handelspartner, unabhängig vom tatsächlichen Handelstag, dass die Transaktion als „Ex“ also ohne Dividendenberechtigung verbucht werden soll. Eine Kompensation über das Market Claim Verfahren erfolgt in diesem Fall nicht. Dies gilt sowohl für börsliche als auch außerbörsliche Geschäfte und kann in der letzten Minute am Payment Date oder sogar nachträglich geändert werden (Stornierung und erneuter Prozesslauf).<sup>50</sup>

---

<sup>49</sup> Rau, DStR 2010, 1267 (1268).

<sup>50</sup> Vgl. u. a. Handbuch Kompensation, Clearstream Banking AG, April 2020, S. 3-8.



**Abbildung 5: „Ex-Date – 1“ - Verarbeitung**

## 2.6.2 Reverse Claim Verfahren

42 Der Vorteil des **„Record-Date“-Verfahrens** besteht für CBF darin, dass bis EoD am Dividendenstichtag abgeschlossene Geschäfte bis zum Record-Date aufgrund der Börsen-Usancen regelmäßig bereits gesettelt sein werden. Dadurch muss für weniger Transaktionen eine Korrektur der Dividenzuweisung stattfinden.<sup>51</sup> Allerdings ergab sich mit Einführung der „Record-Date“-Verarbeitung auch die Notwendigkeit der Durchführung eines **Reverse Claim-Prozesses**. Denn dividendenberechtigt i. S. d. § 20 Abs. 5 S. 1, 2 EStG i. V. m. § 39 AO ist grundsätzlich weiterhin nur der Halter der Aktien am Dividendenstichtag EoD. Die CASCADE-Bestandsermittlung findet aber erst am Ex-Tag+1 (am Record-Date) statt. Verkauft der Aktieninhaber die Aktien nun nach dem Dividendenstichtag und wird dieses Geschäft noch vor dem Record-Date gesettelt, so wird dem Käufer aufgrund der CASCADE-Bestandsermittlung die Dividende zugesprochen, obwohl der Verkäufer EoD am Dividendenstichtag Halter der Aktien und somit dividendenberechtigt i. S. d. § 20 Abs. 5 S. 1, 2 EStG

<sup>51</sup> Vgl. CBF „Removal of Giovannini Barrier 3 vom August 2011.

i. V. m. § 39 AO war. Die Dividende muss nun also korrigierend dem Verkäufer (zurück / *reverse*) zugewiesen werden.

## „Record-Date“-Verarbeitung

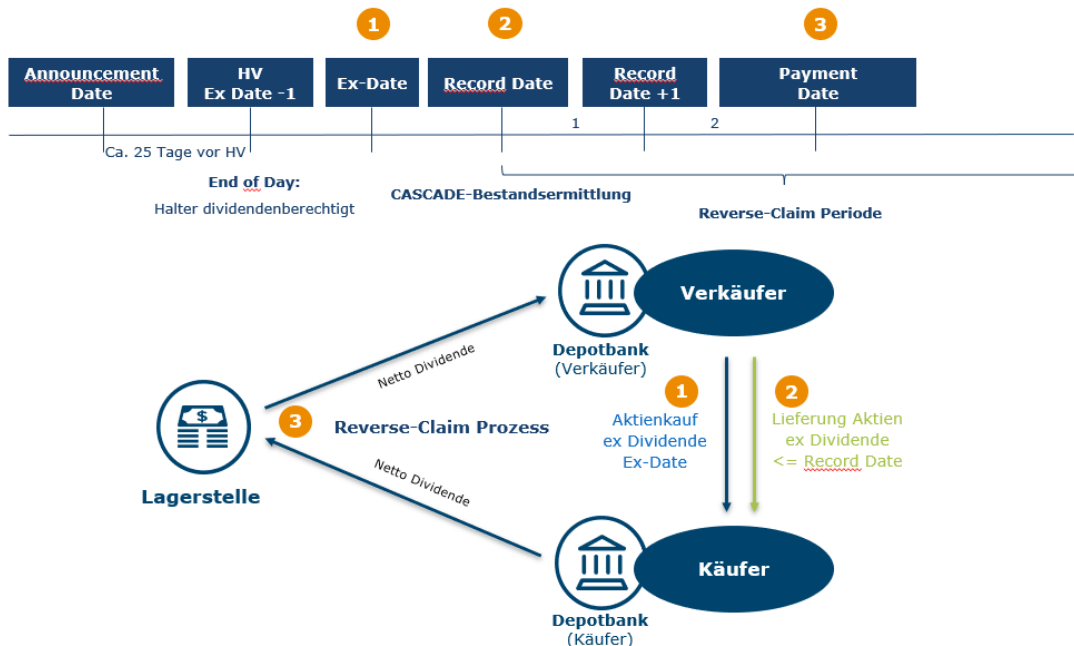


Abbildung 6: „Record-Date“ - Verfahren

### 2.7 Ausnutzen der Settlement-Zyklen für Looping/Recycling

43 Für die Ermittlung des dividendenberechtigten Bestands greift CBF auf den Depotbestand zu einem bestimmten Zeitpunkt zurück, ohne dabei jedoch die Herkunft der Aktien, deren Weiterverwendung oder etwaige Nebenabreden der Parteien zu berücksichtigen. Somit können Lieferpositionen durch sog. Looping (Hin- und Herbuchen derselben Aktienposition innerhalb eines festgelegten Teilnehmerkreises zum Positionsaufbau), als auch im Wege des sog. Recyclings (Belieferung mehrerer Cum/Ex-Geschäfte mittels hintereinandergeschalteter Übertragung derselben Ex-Dividende Aktienposition an mehrere Cum/Ex-Käufer) künstlich aufgebaut und somit mehrfach die Anrechnung von KEST begehrt werden.

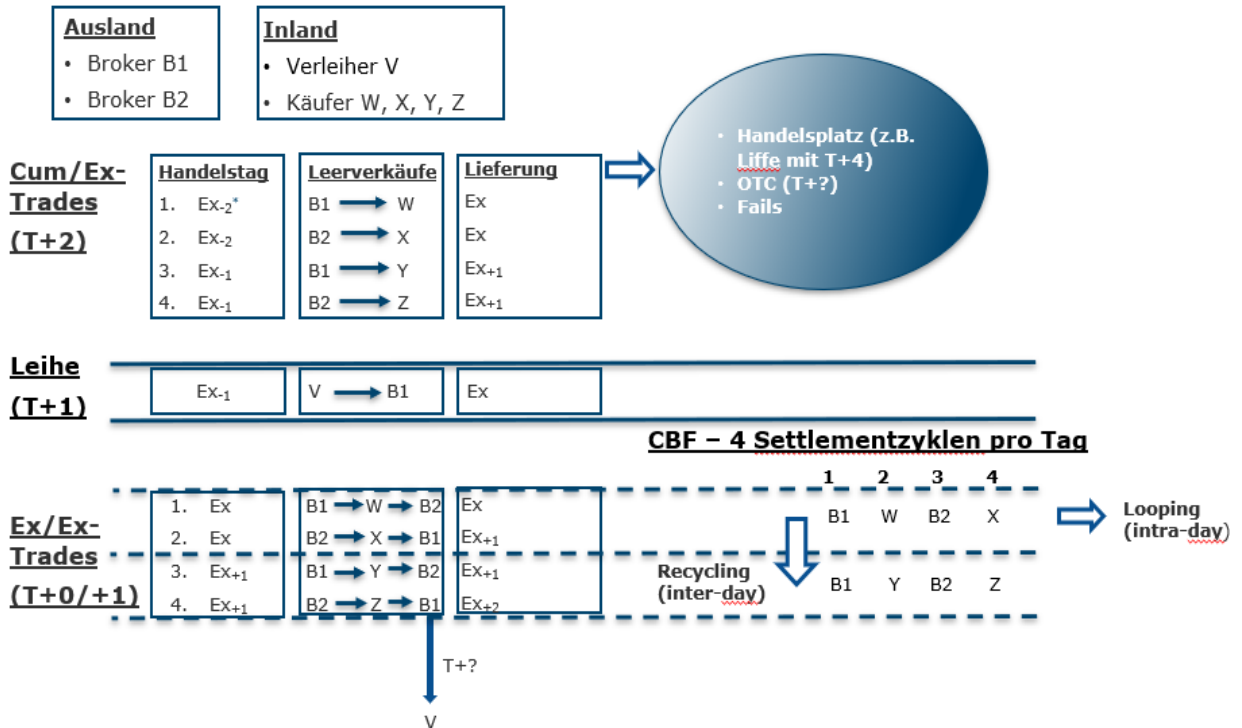


Abbildung 1: „Looping/Recycling“

- 44 An den oben grafisch dargestellten Geschäften sind folgende Parteien beteiligt:
- Als Initiatoren: Die beiden ausländischen Broker B1 und B2;
  - Als Sonstige Teilnehmer: Der inländische Verleiher V und die inländischen Käufer W, X, Y und Z.
- 45 Gehandelt werden Aktien einer deutschen Gesellschaft. Alle Geschäfte werden OTC abgeschlossen, um Lieferzeitpunkte frei vereinbaren zu können. Kern der Strategie ist die Kombination aufeinanderfolgender Cum/Ex- und Ex/Ex-Geschäfte. Die Aktien werden gleichermaßen durch die Kombination von Käufen und Rückkäufen in Kreisen bewegt.<sup>52</sup>

<sup>52</sup> Insofern strukturell vergleichbar mit den steuerlich ebenfalls problematischen Repo-Transactions (Sell-and-Buy-Back Geschäfte).

- 46 Zum Zeitpunkt der Coupontrennung hat V die Aktien im Bestand, er ist damit grundsätzlich dividendenberechtigt. Einen Antrag auf Erstattung der KESt stellen aber nicht nur V, sondern auch W, X, Y und Z.
- 47 CBF führt (mindestens) vier Settlement-Zyklen pro Tag durch, die gezielt für ein intra-day Looping der Aktien genutzt werden können. Aufgrund der Börsenusage des Settlements T+2 kann der Prozess am Tag nach der ersten Transaktion sowohl intra-day als auch inter-day nochmal wiederholt werden. Man spricht dann von einem Recycling.
- 48 Die Zahl der täglich durchführbaren Käufe und Rückkäufe - und damit der potenzielle Steuerschaden - lässt sich weiter erhöhen durch Real-Time-Settlement, einen Wechsel des Handelsplatzes (z. B. London International Financial Futures and Options Exchange „LIFFE“<sup>53</sup> mit Lieferverpflichtung auf T+4 Basis), eine beliebige außerbörsliche (OTC-) Vereinbarung hinsichtlich der Valuta oder einen bewusst herbeigeführten Lieferverzug (Fail). All diese Varianten konnten im Markt beobachtet werden. Sie wurden dabei regelmäßig planvoll herbeigeführt.

---

<sup>53</sup> Heute firmierend unter ICE Futures Europe.

### 3. Reverse Market Claim

- 49 Beiden oben beschriebenen Korrekturprozessen ist gemein, dass damit die für Cum/Ex-Geschäfte entscheidenden Dividendenkompensationszahlungen generiert werden. Nach welcher Verbuchungslogik und damit einhergehendem Kompensationsverfahren die Verwahrstelle vorgeht, lässt sich aufgrund der öffentlich verfügbaren Unterlagen nicht mit Sicherheit sagen.<sup>54</sup> Zudem entscheiden die involvierten Parteien im Einzelfall selbst, ob die Transaktion als „Ex“ geflagged und entsprechend prozessiert wird oder nicht.<sup>55</sup>
- 50 Die Intransparenz bei den Verwahrstellen ist die Grundlage für steuerschädliche Strategien. So wurde in jüngerer Zeit in der öffentlichen Berichterstattung eine hochkomplexe Struktur unter dem Namen „Reverse Market Claim“ bekannt.<sup>56</sup>
- 51 Das gemeinhin bekannte Grundkonzept von Cum/Ex-Geschäften bleibt hier zunächst erhalten: Ein Steuerinländer kauft Aktien von einem Steuerausländer über den Dividendenstichtag. Ab dem Jahr 2012 ist der erwerbende Steuerinländer in der Regel ein Fonds, also ein Vehikel mit Nichtveranlagungsbescheinigung.<sup>57</sup> Eine mögliche Optimierung der Strategie besteht darin, die Geschäfte durch zuvor arrangierte gestaffelte Käufe und Verkäufe mit gleichbleibendem Kapitaleinsatz zu wiederholen.
- 52 Das bedeutet, dass das Zusammenspiel aus Dividendenzahlung und Kompensationszahlung so gestaltet werden kann, dass der Steuerausländer zunächst eine Nettodividendenzahlung plus eine Steuerbescheinigung erhält. CBF behält die Steuern ein. Im Wege der in Abschnitt 2.6 beschriebenen Kompensationsverfahren wird dem inländischen Fonds eine Ersatz- („manufactured“) Dividende nach Inkrafttreten der OGAW IV Gesetzgebung brutto gutgeschrieben. Die Dividende setzt sich zusammen aus der Nettodividende, die dem Steuerausländer wieder belastet wird zzgl. dem Steueranteil, den CBF „zwischengeparkt“ hat. Somit hat der Steuerausländer eine Steuerbescheinigung erhalten und behalten, der aber keine Steuerabfuhr gegenübersteht.

---

<sup>54</sup> Vgl. Erläuterung in Abschnitt 2.6.

<sup>55</sup> Vgl. Handbuch Kompensation, Clearstream Banking AG, April 2020, S. 2-5; daraus ergibt sich, dass die Parteien inzwischen völlig frei wählen können, ob sie am Claim- oder Reverse Claim teilnehmen wollen (vgl. auch Abschnitt 2.6.1).

<sup>56</sup> <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/cum-ex/durchsuchungen-bei-privatbank-dauerbesuch-der-staatsanwaltschaft-cum-ex-affeere-erreicht-fuehrungsetage-von-hauck-und-aufhaeuser/26113282.html>, zuletzt aufgerufen am 7. Dezember 2020.

<sup>57</sup> Vgl. § 11 InvStG a. F.

53 All diese Merkmale finden sich auch in Rz. 33 des ESMA-Reports wieder:

*"From 2012 on, since the custodian banks are responsible both for collecting the WHT and issuing the tax certificates, it should no longer be possible to issue multiple tax certificates for a single WHT paid, while it is currently under assessment whether other schemes have been used after 2011, e.g. through the issuance of American Depository Receipts (ADRs) or through so called "reverse market claims". In one of the schemes analysed, a domestic investment fund purchased domestic shares from a non-domestic counterpart over the dividend date in quantities/volumes that were multiple of the size of the assets they managed. In order to achieve this, the fund purchased shares with longer settlement period and simultaneously sold them with a shorter settlement period. This process generated the necessary liquidity to invest beyond the fund assets under management."<sup>58</sup>*

54 Die Merkmale der Struktur treffen auch auf die hier dargestellte Handelsstrategie unter dem Namen „Reverse Market Claim“ zu:

- Verwendung nach 2011
- Bezeichnung „Reverse Market Claim“
- 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
- Gleichzeitiger Verkauf mit kürzerer Settlementfrist
- Optimierter Liquiditätseinsatz durch gleichzeitigen Kauf und Verkauf

55 Bei einer elaborierten Variante der Struktur kauft der Inländer die Aktien nicht direkt am Kassa-Markt, sondern in Form von an einer europäischen Terminbörse gehandelten physisch

---

<sup>58</sup> ESMA, FINAL Report On Cum/Ex, Cum/Cum and withholding tax reclaim schemes, 23. September 2020 | ESMA 70-155-10272.

belieferen flexiblen Futures.<sup>59</sup> Zur Absicherung der damit eingegangenen Long-Position werden gleichzeitig weitere cash-settled Futures verkauft.<sup>60</sup> Die Fälligkeit der flexiblen Futures kann frei vereinbart und somit im Rahmen der jeweils verfolgten Strategie auf einen frei wählbaren Tag vor dem Dividendenstichtag gelegt werden. Der Kauf von flexiblen Futures hat weiterhin den Vorteil, dass – wie bspw. an der LIFFE üblich – er nach Fälligkeit eine Lieferzeit von vier Tagen hat. Damit hat der Leerverkäufer im Gegensatz zum Kassa-Kauf mit Valuta T+2 doppelt so viel Zeit, sich einzudecken bzw. kann eine Aktie durch entsprechend strukturierte OTC-Geschäfte mit verkürzten Valuten bis zu viermal verwenden.

56 Der Käufer kooperiert hierbei wiederum mit sog. Inter Dealer Brokern<sup>61</sup>, was zum einen bewusst die Komplexität der Geschäfte gegenüber klassischen Cum/Ex-Strukturen mittels Kassa-Leerverkauf erhöht. Zum anderen wird aber durch diese Handelsstruktur der Bedarf an Kapital und an Aktien signifikant verringert. Weiterhin wird durch eine solche Struktur die Aufgriffswahrscheinlichkeit durch Steuerbehörden ebenfalls stark reduziert. Dies gilt umso mehr bei Transaktionen über Landesgrenzen. Hinter den Brokern steht wirtschaftlich betrachtet ein (ausländischer) Investor. Dieser ist für die Steuerbehörden regelmäßig nicht sichtbar. Ebenfalls nicht erkennbar ist der Umstand, dass die Transaktionen mit allen Beteiligten abgesprochen sind.<sup>62</sup>

57 Läuft der Future vor der Dividendenausschüttung (Cum) aus, valuiert aber erst nach der Dividendenausschüttung (Ex), wird die Dividende nach dem „Ex-Tag-1“ Verfahren dem Verkäufer gutgeschrieben. In diesem Fall hat der Käufer im Rahmen des Market Claim die Möglichkeit, eine Dividendenkompensationszahlung bei seiner Depotbank zu fordern.<sup>63</sup>

58

---

<sup>59</sup> An der LIFFE wird dieser Future „Bclear“-Future und der der EUREX „Flex“-Future genannt. In der Regel bieten andere Terminbörsen vergleichbare Möglichkeiten.

<sup>60</sup> Die Futures werden bereits hier zum Zweck der Gewinnverteilung in der Regel fehlgepreist gehandelt.

<sup>61</sup> Inter Dealer Broker, auch Finanzintermediäre genannt, sind Institutionen oder Personen, die auf den Geld- und Kreditmärkten zwischen der Angebots- und der Nachfrageseite von Kapital vermittelnd tätig werden (vgl. <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/finanzintermediaere-57922/version-339546>, zuletzt aufgerufen am 14. Dezember 2020).

<sup>62</sup> 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.

<sup>63</sup> Dem steht auch die neue MA Depot nicht entgegen. Dort heißt es nur, dass keine Belieferung stattfinden darf, wenn kein Bestand vorhanden ist.



Damit die Verbuchungen so reibungslos wie möglich ablaufen, wird bereits im Vorfeld der Durchführung der Transaktionen sichergestellt, dass möglichst viele Beteiligte die gleiche Verwahrstelle haben. So haben i. d. R. der ausländische Verkäufer und der inländische Fonds die gleiche inländische Depotbank. Im Ergebnis reicht es dann aus, die Aktien für „eine juristische Sekunde“ im Depot zu haben, um eine Kompensationszahlung erhalten zu können. Eine ähnliche Funktion erfüllt das „Put-Through Agreement“, das dem Verkäufer über einen Inter Dealer Broker einen direkten Zugriff auf das Depot des Fonds bei seiner Depotbank ermöglicht. Durch den direkten Zugriff des Verkäufers auf die Aktien im Depot des Käufers hat der Verkäufer absolute Sicherheit darüber, wo die Aktien liegen. Also auch bei der sehr komplexen Strategie mit vielen Zwischenhändlern wird trotz der Verschleierung für eine direkte Absicherung gesorgt. Damit war den Beteiligten regelmäßig klar, dass es sich um Kreisgeschäfte handelt.<sup>64</sup>

- 59 Es besteht die Möglichkeit, dass die Struktur je nach Ausgestaltung auch eine Kompensation im Reverse Claim beinhaltet hat, also eine Verbuchung vom Käufer zurück zum Verkäufer. Jedenfalls erhält ein Beteiligter eine Dividendenzahlung, der Claim-Prozess generiert daraus eine Kompensationszahlung für den jeweils anderen. Da originäre Zahlung und Kompensationszahlung steuerlich den gleichen Effekt haben, diese jedoch nicht unterscheidbar sind, besteht kein praktischer Unterschied zwischen Market Claim und Reverse Claim. Die Marktteilnehmer sind es gewohnt, ihre Handelsstrategien auch unter geänderten Vorzeichen umzusetzen. **Letztendlich können auf beiden Wegen Kompensationszahlungen mit Unterstützung der Verwahrstellen beliebig vervielfältigt werden.**

---

<sup>64</sup> Möglicher Verstoß gegen 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.

#### 4. Mögliche Verstöße steuergetriebenen Wertpapiertransaktionen gegen Bestimmungen der MAR

- 60 Die ESMA sah im Rahmen des existierenden europarechtlichen Normgefüges keine adäquaten und rechtssicheren Möglichkeiten der nationalen Aufsichtsbehörden, einen unmittelbaren Beitrag zur Lösung des Problems der steuergetriebenen Wertpapiergestaltungen zu leisten.
- 61 Die ESMA habe Möglichkeiten geprüft, die im Rahmen der originären Zuständigkeit der nationalen Aufsichtsbehörden zu einer Lösung des Problems beitragen könnten. Hierbei wurde zunächst die Frage erörtert, ob die von den nationalen Aufsichtsbehörden beobachteten und an ESMA berichteten Gestaltungen eine Verletzung der Bestimmungen in Gestalt des Artikels 12 der europäischen Marktmissbrauchsverordnung (MAR)<sup>65</sup> darstellen können. Unter dieser Prämisse wäre ein unmittelbares Tätigwerden der nationalen Aufsichtsbehörden hinsichtlich der gegenständlichen Geschäfte zwingend erforderlich.
- 62 Die Analyse kommt zu dem Ergebnis, dass zwar einige der Gestaltungen bei erstem Hinsehen die Eigenschaften eines verbotenen sog. „Wash-Trades“ darstellen können. Die ESMA erkennt den ersten diesbezüglichen Anschein an, verweist aber in der Folge auf die Ergebnisse einer im Bericht selbst nicht dargestellten Tiefenanalyse, die das Gegenteil belegten. Die niederländische Aufsichtsbehörde AFM hingegen sieht in bestimmten steuergetriebenen Transaktionen nach eigenen Angaben durchaus mögliche Wash-Trades, welche in den Zuständigkeitsbereich der Behörde fielen.<sup>66</sup>
- 63 Auf das Vorliegen von ebenfalls nach Artikel 12 MAR verbotenen sog. „Pre-Arranged Trades“ geht der Bericht hingegen nicht ein.
- 64 Steuergetriebene Wertpapiergeschäfte zeichnet jedoch gerade aus, dass diese (ausdrücklich oder konkludent) abgesprochen sind und häufig – zumindest bei wirtschaftlicher Betrachtung – mit sich selbst geschlossen werden. Vor diesem Hintergrund erscheint es ohne nähere Erläuterung bzw. Offenlegung der von ESMA ins Feld geführten Analysen nicht nachvollziehbar,

---

<sup>65</sup> Seit dem 3. Juli 2016 beansprucht die Marktmissbrauchs-VO (EU) Nr. 596/2014 unmittelbare Geltung in sämtlichen Mitgliedstaaten.

<sup>66</sup> Vgl. ESMA, FINAL Report On Cum/Ex, Cum/Cum and withholding tax reclaim schemes, 23. September 2020 | ESMA 70-155-10272, Table 3 - EU 28 plus EEA NCAs' experience in relation to market surveillance and potential investigations on WHT cases.

weshalb man in dem ESMA-Report zu der Erkenntnis gelangt, dass sog. Wash-Trades letztendlich keine Rolle spielen würden und sog. Pre-Arranged Trades bei der Analyse gänzlich außer Acht gelassen wurden.

#### 4.1 Marktmanipulation durch Wash-Trades und Pre-Arranged Trades

65 Sowohl die „mit sich selbst Geschäfte“ (sog. Wash-Trades) als auch „abgesprochene Geschäfte“ (sog. Pre-Arranged Trades) sind grundsätzlich verboten. Es kann sich hierbei nach Art. 12 MAR um Marktmanipulation handeln.

##### 4.1.1 Begrifflichkeiten

66 Bereits im Jahr 2015 hat die BaFin einen Fachartikel zum Thema Marktmanipulation veröffentlicht, der wichtige Hinweise für Anleger beinhaltet. Die dort genannten Hinweise sind unseres Erachtens auch auf institutionelle Anleger übertragbar. Auszugsweise heißt es dort:

*„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: Gemäß § 20a Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) ist es verboten, Wertpapieraufträge zu erteilen beziehungsweise Geschäfte abzuschließen, die falsche oder irreführende Signale für das Angebot oder die Nachfrage eines Finanzinstruments geben können oder ein künstliches Preisniveau herbeiführen. Abgesprochene Geschäfte und Wash-Sales sind solche Tatformen der Marktmanipulation.“*

67 Die Begrifflichkeiten definiert die BaFin in dem Artikel wie folgt:

*„Ein abgesprochenes Geschäft liegt vor, wenn gegenläufige Aufträge zu im Wesentlichen gleichen Stückzahlen und Preisen von verschiedenen Parteien erteilt werden, die sich zuvor darüber abgesprochen haben, es sei denn, diese Geschäfte wurden im Einklang mit den jeweiligen Marktbestimmungen rechtzeitig angekündigt.“*

68 Bei einem Wash-Sale, auch bekannt als „In-sich-Geschäft“, steht die gleiche Person sowohl auf der Kauf- als auch der Verkaufsseite der Transaktion. Es kommt bei dem Wertpapiergeschäft zu keinem Wechsel des wirtschaftlichen Eigentümers.

69 Zur Marktmanipulation infolge der Geschäfte führte die BaFin aus:

*„Abgesprochene Geschäfte und Wash-Sales sind verboten, weil hier in unzulässiger Art und Weise in den Preisfindungsprozess an der Börse eingegriffen wird. Dem Markt*

*wird das irreführende Signal gegeben, dass das dabei entstehende Geschäft das Ergebnis einer marktmäßigen Zusammenführung von unabhängigem Angebot und Nachfrage ist. Bei abgesprochenen Geschäften beziehungsweise Wash-Sales werden die jeweiligen Orders aber gerade nicht von unabhängig agierenden Anlegern erteilt. Vielmehr steuern eine oder mehrere Personen in Absprache das Zustandekommen eines Börsengeschäfts und des damit verbundenen Börsenpreises, ohne dass dies dem Markt vorher transparent wird."*

70 Diese Manipulationen führen mitunter dazu, dass der Eindruck eines aktiven und liquiden Marktes entsteht. Andere Anleger, die darauf vertrauen, dass Börsenpreise durch das freie Spiel von wirtschaftlich motivierter Nachfrage und Angebot unabhängig handelnder Marktteilnehmer entstehen, werden getäuscht.

71 Zitat ESMA-Report Rz. 137 F:

*"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"*

72 Die Definition von Wash-Trades im Zusammenhang mit der Marktmissbrauchsverordnung findet sich in Anhang II Abschnitt 1 Del. VO 2016/522 EU:

*„3) Praktiken zur näheren Bestimmung des Indikators A (c) in Anhang I zur Verordnung (EU) Nr. 596/2014:*

*a) Vorkehrungen für den Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments, eines verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts, bei dem es nicht zu einer Änderung des wirtschaftlichen Eigentums oder des Marktrisikos kommt oder bei dem eine Übertragung des wirtschaftlichen Eigentums oder des Marktrisikos zwischen den gemeinschaftlich oder in Absprache handelnden Parteien stattfindet, was gewöhnlich als „Wash Trades“ bezeichnet wird. Diese Praxis lässt sich auch anhand der folgenden zusätzlichen Indikatoren für Marktmanipulation veranschaulichen:*

*i) ungewöhnliche Wiederholung einer Transaktion zwischen einer kleinen Anzahl von Parteien über einen gewissen Zeitraum;*

ii) *Transaktionen oder Handelsaufträge, durch die sich die Bewertung einer Position verändert bzw. wahrscheinlich verändert, obwohl der Umfang der Position weder kleiner noch größer wird;*

iii) *des unter Punkt 1 (a) (i) dieses Abschnitts genannten Indikators."*

#### 4.1.2 Marktmanipulation nach der MAR

73 Steuergetriebene Gestaltungen können unter anderem eine **aggressive Variante der sog. Wash-Trades** darstellen.

74 Ziel der Durchführung von steuergetriebenen Wash-Trades ist nach unserer Markterfahrung (u.a.) **die Erzielung von bestimmten Effekten auf Ebene der Steuerbilanz**. Mit dem Kauf und zeitgleichem Verkauf einer Aktie zu einem niedrigeren Kurs lässt sich beispielsweise unmittelbar steuerbilanzieller Verlust realisieren. Im Rahmen von **Cum/Cum**-Transaktionen macht – bei Betrachtung des Saldos – der Marktteilnehmer steuerlichen Verlust genau in der Höhe des Dividendenabschlags und kann diesen zum Zwecke einer etwaigen Verrechnung mit sonstigen steuerpflichtigen Erträgen nutzen. Eine ganz ähnliche Zielsetzung verfolgen mitunter auch Aktien- und Derivatekombinationen, die nicht über den Dividendenstichtag gehandelt werden, wie etwa die mit dem BMF-Schreiben vom 17. November 2020<sup>67</sup> aufgegriffenen Gestaltungen. Diesen Gestaltungen gemein ist, dass sie in der Regel risikoneutral (gehedged) durchgeführt werden und neben den steuerlichen Auswirkungen kein nachvollziehbarer wirtschaftlicher Zweck verfolgt wird. In der Rechtsprechung wurden entsprechende Geschäfte teilweise als Übertragung einer bloßen „leeren zivilrechtlichen Hülle“ bezeichnet und in der Folge ein steuerlich vorteilhafter Übergang des wirtschaftlichen Eigentums verneint.<sup>68</sup>

75 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

---

<sup>67</sup> BMF-Schreiben vom 17. November 2020, IV C 1 -S 1980-1/19/10082 :006 zur Einbeziehung von Verlusten und Gewinnen aus Options- und Termingeschäften in die Aktiengewinnberechnung nach § 8 InvStG 2004.

<sup>68</sup> Vgl. BFH, Urteil vom 18. August 2015, I R 88/13.

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 wird (lediglich die Verbuchung Cum oder Ex ändert sich absprachegemäß)

76 Art. 12 MAR enthält die eigentliche Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, während Art. 15 MAR lediglich die Verbotsanordnung enthält. Erforderlich ist eine Kursmanipulations- oder Markt täuschungseignung. Nach Art. 12 MAR liegt (u.a.) dann eine Marktmanipulation vor, wenn irgendeine Handlung ein falsches oder irreführendes Signal hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments (wahrscheinlich) sendet. Dabei handelt es sich nach herrschender Meinung<sup>69</sup> um ein abstraktes Gefährdungsdelikt. Auf eine tatsächliche Preisbeeinflussung bzw. Irreführung kommt es nicht an. In Ansehung des im Rahmen von Cum/Ex-Handelsstrategien jedenfalls im OTC-Segment der Börse gehandelten Aktienvolumens sowie des in diesem Zusammenhang gehandelten Derivatevolumens samt Ex/Ex-Eindeckungsgeschäften und Unwinds, würde ein verständiger Marktteilnehmer (in Unkenntnis der Absprachen und der Steuergetriebenheit der Geschäfte) von einem wirtschaftlich relevanten Vorgang ausgehen und ggf. entsprechende (unrichtige) Schlüsse ziehen. Sehr anschaulich bei den heute im Markt oft anzutreffenden und mittlerweile sogar aktiv beworbenen (social) Copytrades. Ohne die korrelierende Steuerposition ist aber eine Kopie der Handelsstrategie nicht wirtschaftlich sinnvoll. Denn unabhängig von der Wertentwicklung der Aktie bietet das Geschäft keinerlei außersteuerliches Gewinnpotential.<sup>70</sup> Die Auswirkungen einer solchen Fehleinschätzung werden immer dann offenbar, wenn der (in der Regel außerbörsliche) Cum/Ex-Handel offensichtlich auf die Börsenpreise durchschlägt. Anschaulichstes Beispiel hierfür ist wohl der Handel um den Dividendenstichtag der Altana AG im Jahr 2007.<sup>71</sup>

---

<sup>69</sup> Vgl. *Zimmer/Bator*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage, VO (EU) 596/2014, Art. 12 Rz. 24, mit weiterem Verweis auf § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG a.F.: *Vogel*, in Assmann/Schneider, WpHG, 6. Auflage, § 20a WpHG Rz. 149.

<sup>70</sup> Vgl. insoweit beispielhaft die Ausführungen im Urteil des LG Bonn vom 18. März 2020, 62 KLS – 213 Js 41/19 – 1/19, Rz. 371.

<sup>71</sup> Vgl. hierzu beispielhaft die Berichterstattung der FAZ unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/fazfinance/optionsscheine/altana-optionen-dreistelliger-millionenverlust-ueber-nacht-1437744.html>, zuletzt abgerufen am 11. Dezember 2020.

Das in diesem Fall für einige Handelsteilnehmer fatale Überangebot bzw. der Entzug von Liquidität am Markt durch steuerbetriebene Angebots- und Nachfragesituationen zeigt nicht nur die potenziellen, sondern auch die tatsächlichen Risiken für Anleger auf, die Cum/Ex-bedingte Marktsignale falsch deuten bzw. entsprechende Einflüsse nicht oder nur unzureichend antizipieren.

77 Im Einzelnen sind folgende Handlungen umfasst, die sich in handels- und informationsbezogene Tatbestände unterscheiden lassen:

- Abschluss eines Geschäfts, Erteilung eines Handelsauftrags sowie jede andere Handlung, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments gibt oder bei der dies wahrscheinlich ist. Ferner jede Handlung, die ein anormales oder künstliches Kursniveau eines Finanzinstruments sichert oder bei der dies wahrscheinlich ist (Art. 12 Abs. 1 Buchst. a MAR);
- Abschluss eines Geschäfts, Erteilung eines Handelsauftrags sowie jede sonstige Tätigkeit oder Handlung an Finanzmärkten, die unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung anderer Formen der Täuschung den Kurs eines Finanzinstruments beeinflusst oder hierzu geeignet ist (Art. 12 Abs. 1 Buchst. a MAR);
- Verbreitung von Informationen, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots oder des Kurses eines Finanzinstruments oder der Nachfrage danach geben oder bei denen dies wahrscheinlich ist. Des Weiteren die Verbreitung von Informationen, die ein anormales oder künstliches Kursniveau eines Finanzinstruments herbeiführen oder bei denen dies wahrscheinlich ist (Art. 12 Abs. 1 Buchst. c MAR);
- Übermittlung falscher oder irreführender Angaben oder Bereitstellung falscher oder irreführender Ausgangsdaten bezüglich eines Referenzwerts i. S. v. Art. 3 Abs. 1 Nr. 29 MAR sowie sonstige Handlungen, durch die die Berechnung eines solchen Referenzwerts manipuliert wird (Art. 12 Abs. 1 Buchst. d MAR).

78 Näher erläutert werden diese Tatbestände durch mehrere Regelbeispiele in Art. 12 Abs. 2 MAR und eine nicht erschöpfende Liste von Indikatoren in Anhang I der MAR.

79 Die Geschäfte, Handelsaufträge oder anderen Handlungen müssen ein anormales oder künstliches Kursniveau eines Tatobjekts (wahrscheinlich) erzielen. Erzielen ist hier weit zu verstehen und umfasst eine auch sehr kurzfristige (potenzielle) künstliche Steigerung, Senkung

oder Beibehaltung des Kursniveaus, ohne dass dabei eine bestimmte Erheblichkeit erreicht sein muss.<sup>72</sup>

80 Hinzuweisen ist an dieser Stelle darauf, dass die teils unbestimmte Formulierung der Handlungsalternativen („jede Handlung“ und „jede sonstige Tätigkeit oder Handlung“), das Fehlen gerade dieses Tatinstrumentes in der Indikatorenliste des Anhang I MAR sowie eine insgesamt uneinheitliche Systematisierung des Anhang II Abschnitt 1 der VO 2016/522/EU die Norm einiger Kritik aussetzen. Vorgebracht wird, dass der Tatbestand vielfach unscharf bleibe, was zu berechtigten Zweifeln an der notwendigen Bestimmtheit der Norm führe. Daher sei eine restriktive Auslegung dieser Tatvarianten geboten, so dass nur eindeutige Marktmanipulation erfasst sei. Daher könne es sich zwar um anerkannte, in Anhang II Abschnitt 1 der VO 2016/522/EU aufgezählte und darüberhinausgehend auch um andere und auch neu auftretende Formen handeln. Insbesondere neue, bisher unbekannte Manipulationspraktiken seien aber nur unter besonders restriktiven Voraussetzungen als tatbestandsmäßig anzusehen. Ein ansonsten uferloser „you know it when you see it“-Ansatz erscheine mit Blick auf die Rechtssicherheit bedenklich.<sup>73</sup> Dieser Vorwurf ist im Hinblick auf die strafrechtliche Sanktionsandrohung der Norm auch durchaus ernst zu nehmen. Ob die Grenzen des Bestimmtheitsgrundsatzes im Einzelfall überschritten sind, kann jedoch erst nach vollständiger Sachverhaltsermittlung beurteilt werden. Damit verbietet sich ein kategorischer Vorababschluss, der eine weitere Prüfung *per se* verhindert, denklogisch. Im Übrigen dürften die ausdrücklich geregelten Handlungsalternativen (u. a. „Abschluss eines Geschäfts“, „Erteilung eines Handelsauftrages“) keinem entsprechenden Vorbehalt unterliegen.

---

<sup>72</sup> Vgl. *Zimmer/Bator*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage, VO (EU) 596/2014, Art. 12 Rz. 28.

<sup>73</sup> Vgl. *Zimmer/Bator*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage, VO (EU) 596/2014, Art. 12 Rz. 9, m. w. N.



## 4.2 Mögliche Verstöße

81 Die im Anhang des ESMA-Report<sup>74</sup> dargestellte Cum/Ex-Transaktion beschreibt den Grundfall eines Cum/Ex- Geschäfts mit einem Leerverkauf.<sup>75</sup> Die Beschreibung der Geschäfte ist auch in den übrigen Berichtsteilen insgesamt stark vereinfacht und greift wesentliche Teile der (mitunter sehr unterschiedlichen) steuerlich relevanten Gesamtstrukturen nicht auf. Ausführlichere Einblicke bietet hingegen etwa die Sachverhaltsbeschreibung des LG Bonn zu dessen Urteil vom 18. März 2020 gegen zwei britische Händler.

82 Auf **Aktienseite** stellt das LG Bonn fest, dass

*„[...] die erworbenen Aktien regelmäßig nur sehr kurz im Depot des Leerkäufers gebucht waren. Denn dieser hatte die Aktien nicht in Folge einer entsprechenden Anlageentscheidung erworben, sondern wollte sie allein nutzen, um die Ausstellung einer unrichtigen Steuerbescheinigung seiner Depotbank zu erwirken. Mit Erreichen dieses Ziels wurden die Stücke für ihn uninteressant, sie wurden wiederum veräußert, regelmäßig zurück an den Stückegeber als institutionellen Anleger (sogenannter „Unwind“ der Positionen).“<sup>76</sup>*

Der Handelsstrategie liegt somit von Anfang an ein Kreisgeschäft zugrunde, bei welchem sich die Marktteilnehmer nach unserer Marktkennntnis mitunter (mittelbar) selbst beliefert haben, indem sie hinsichtlich der erworbenen Aktienposition zugleich als Ex/Ex-Stückegeber aufgetreten sind. Somit wurde jedenfalls auch eine künstliche Nachfrage nach Ex/Ex-Aktien geschaffen, die ihren Ursprung nicht im gewöhnlichen Marktgeschehen hatte. Hierin könnte

---

<sup>74</sup> ESMA Report, Annex 1 - Functioning of a multiple WHT reclaim scheme based on a basic Cum/Ex trading in Germany, S. 59 ff.

<sup>75</sup> Grds. können sog. gedeckte Leerverkäufe zur Marktliquidität und Markteffizienz beitragen und stellen als solche grds. keine Marktmanipulation dar. Ungeklärt ist jedoch, ob insbesondere die Vornahme einer Vielzahl „ungedeckter“ Leerverkäufe, neben einem etwaigen Verstoß gegen die LeerverkaufsVO, auch eine Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1lit. a) MAR darstellen kann. Voraussetzung ist, dass die Leerverkäufe geeignet sind, den Markt zu täuschen oder ein künstliches Kursniveau herbeizuführen. Eine Markttauschungseignung kann in Betracht kommen, wenn Leerverkäufe in derartigen Massen eingesetzt werden (sog. bearraids), dass sich das Ziel, den Kurs nach unten zu treiben, bereits objektiv manifestiert. Daneben ist eine Markttauschungseignung auch bei sog. „abusive naked short sales“ denkbar, bei denen massenhaft Leerverkäufe ohne tatsächliche Verkaufsabsicht getätigt werden. In beiden Fallkonstellationen kommt es nicht auf eine nachzuweisende subjektive Absicht an, sondern das verfolgte Ziel bzw. die Absicht wird durch das objektive Verhalten indiziert. Der Leerverkauf ist nicht als solcher als Marktmanipulation anzusehen, sondern er kann im Rahmen einer missbräuchlichen Verwendung lediglich ein austauschbares Mittel zur Markttauschung oder Kursmanipulation darstellen und damit den Indikator A (d) in Anhang I. MAR erfüllen; vgl. Zimmer/Bator, in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage 2020 Rz. 33 ff.

<sup>76</sup> Urteil des LG Bonn vom 18. März 2020, 62 Kls – 213 Js 41/19 – 1/19, Rz. 391.

demnach ein Geschäft liegen, das falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments gibt (Art. 12 Abs. 1 Buchst. a MAR).

83 Zudem stellt das LG Bonn fest:

*„Weiter ist zu berücksichtigen, dass Leerverkäufer, Leerkäufer und Stückegeber regelmäßig nicht in einen unmittelbaren Geschäftskontakt zueinander traten. Zwischen ihnen agierten vielmehr zahlreiche professionelle Marktteilnehmer, die das Know-How und die tatsächlichen Möglichkeiten hatten, diese vielfältigen und äußerst komplexen Kreislauf-Geschäfte aufzusetzen.“<sup>77</sup>*

Dabei handelte es sich bei den zwischengeschalteten Marktteilnehmern mitunter nicht um schlichte OTC-Broker, sondern um bewusst zwischengeschaltete vermeintlich am Ende der Handelskette stehende Kontrahenten, welche die Geschäfte – teils zum selben Preis, teils mit Preisaufschlag – abgesprochen durchhandelten (sog. put-through). Auf diese Weise wurde das Transaktionsgeschehen weiter künstlich aufgebläht. Schließlich wurden am Ex-Tag Aktien regelmäßig zur Belieferung mehrerer Cum/Ex-Geschäfte genutzt. Dabei wurden Lieferpositionen sowohl durch sog. Looping (Hin- und Herbuchen derselben Aktienposition zum Positionsaufbau), als auch im Wege des sog. Recyclings (Belieferung mehrerer Cum/Ex-Geschäfte mittels hintereinandergeschalteter Übertragung derselben Ex-Dividende Aktienposition an mehrere Cum/Ex-Käufer) künstlich aufgebaut.<sup>78</sup> Damit wurde nicht nur die Nachfrageseite, sondern zugleich auch die Angebotsseite künstlich erhöht, ohne dass dem eine wirtschaftliche Investitionsentscheidung zugrunde lag. Auch hierin könnten Geschäfte liegen, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments geben (Art. 12 Abs. 1 Buchst. a MAR).

84 Der Aktienseite stehen nach den Feststellungen des LG Bonn auf der **Absicherungsseite** unterschiedliche derivative Finanzmarktprodukte spiegelbildlich gegenüber, um das Marktrisiko der Geschäfte zu neutralisieren. Das LG Bonn führt insoweit aus:

*„Besondere Bedeutung kam bei der Planung der abgeurteilten CumEx-Geschäfte der Preisermittlung der Kurssicherungsinstrumente zu, denn über diese wurde der mit*

---

<sup>77</sup> Urteil des LG Bonn vom 18. März 2020, 62 Kls – 213 Js 41/19 – 1/19, Rz. 392.

<sup>78</sup> Vgl. *Rau*, in: Leerverkäufe und mehrfache Anrechnung von Kapitalertragsteuer und Solidaritätszuschlag, FR 8/2011, S. 366-373 sowie Urteil des LG Bonn vom 18. März 2020, 62 Kls – 213 Js 41/19 – 1/19, Rz. 429, 433.

*den Transaktionen erzielte Gewinn zwischen den Akteuren aufgeteilt. Während die die Aktien selbst betreffenden Geschäfte zwischen den Beteiligten regelmäßig zu aktuellen Marktpreisen abgeschlossen wurden, wurden für die erforderlichen Kurssicherungsinstrumente Preise vereinbart, die von den nach Marktregeln zu erwartenden Preisen abwichen.<sup>79</sup>*

Dies sei erforderlich, da die gesamte Transaktion für den Leerkäufer sonst wirtschaftlich bestenfalls neutral wäre. Tatsächlich sei ein solches marktgerecht bepreistes Kreislauf-Geschäft für den Leerkäufer wirtschaftlich jedoch keineswegs neutral, weil für jedes Teilgeschäft Transaktionskosten anfallen und zudem für das Derivat der Börse gegenüber Sicherheiten zu stellen sind.<sup>80</sup> Neben der nicht marktgerechten Bepreisung der Derivate wurde der Derivatemarkt um die Dividendenstichtage insgesamt durch die Absicherung der Cum/Ex-Geschäfte künstlich aufgebläht. Dabei wurden neben börsengehandelten Derivaten auch OTC-Derivate eingesetzt, die jedoch in aller Regel manuell über sog. Trade-Entry-Tools in die Abwicklungsinstanzen der Börse eingespielt wurden. Nach unserer Einschätzung ist davon auszugehen, dass um die Dividendenstichtage deutscher DAX-Unternehmen in den Jahren 2006-2011 nahezu das gesamte Volumen der an diesen Tagen gehandelten beispielweise Eurex Single Stock Futures auf die Absicherung von Cum/Ex-Transaktionen zurückging. Zudem wurden Cum/Ex-Strategien mitunter synthetisch aufgebaut, also die Anbahnung durch physisch belieferte Derivate oder Derivatekombinationen vollzogen. Weiter wurden die Aktien- und Derivatepositionen über die Dividendenstichtage von wirtschaftlichen Verlängerungs- oder Glattstellungsgeschäften abgelöst. Dies beeinflusste Angebot, Nachfrage und Preise entsprechender Instrumente auch über längere Zeiträume.<sup>81</sup> Hierin könnten demnach ebenfalls Geschäfte liegen, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments geben (Art. 12 Abs. 1 Buchst. a MAR). Des Weiteren könnte in der bewussten Fehlbepreisung der Derivate die Verbreitung von Informationen liegen, die ein anormales oder künstliches Kursniveau eines Finanzinstruments herbeiführen oder bei denen dies wahrscheinlich ist (Art. 12 Abs. 1 Buchst. c MAR). Im Markt war insoweit – jedenfalls bis einschließlich in das Jahr 2011 – ein Cum/Ex-bedingter deutlicher

---

<sup>79</sup> Urteil des LG Bonn vom 18. März 2020, 62 KLS – 213 Js 41/19 – 1/19, Rz. 395.

<sup>80</sup> Vgl. Urteil des LG Bonn vom 18. März 2020, 62 KLS – 213 Js 41/19 – 1/19, Rz. 425.

<sup>81</sup> Hinweis: In Art. 12 Abs. 2 c) iii) wird auch die tatsächliche oder wahrscheinliche Aussendung eines falschen oder irreführenden Signals hinsichtlich des Angebots eines Finanzinstruments oder der Nachfrage danach oder seines Preises erfasst.

Preisabfall der an der Eurex gelisteten Single Stock Futures auf DAX-Werte kurz vor den jeweiligen Dividendenstichtagen zu beobachten.

- 85 Die durch Cum/Ex-Geschäfte ausgelöste große Nachfrage an **Ex/Ex-Supply** hatte im Zeitverlauf erheblichen Einfluss auf die Bepreisung entsprechender Kassa- und Wertpapierdarlehensgeschäfte. Gemäß den Ausführungen des LG Bonn wurde aufgrund des steigenden Bedarfs an Ex-Aktien deren Bereitstellung im verfahrensgegenständlichen Zeitraum immer teurer, zuletzt seien dafür je nach Konstruktion bis zu 4,5 Dividendenpunkte aufzuwenden gewesen.<sup>82</sup> Dies ist ein weiterer Hinweis auf Geschäfte, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Preises eines Finanzinstruments geben (Art. 12 Abs. 1 Buchst. a MAR). Des Weiteren weisen durch die Geschäfte erhöhte Ex/Ex-Preise auf ein anormales oder künstliches Kursniveau im Sinne des Art. 12 Abs. 1 Buchst. c MAR hin.
- 86 Die mit Cum/Ex-Geschäften einhergehende Aufteilung der durch mehrfache Steuererstattung generierten „Gewinne“ und die Verwendung von Kreisgeschäften im Positionsaufbau, der Absicherung, der Ex/Ex-Belieferung sowie dem Unwind der Positionen lässt zumindest konkludent erfolgte Absprachen als höchstwahrscheinlich erscheinen. Dies wird neben unserer Marktbeobachtung insbesondere durch die neuere Rechtsprechung bestätigt. Zudem legen die häufig rein formal zwischengeschalteten Mittelsgesellschaften sowie die innerhalb großer Bankhäuser üblichen Verbuchungsprozesse bei entsprechend volumenstarken Transaktionsmodellen den Einsatz interner und externer Wash-Trades nahe.
- 87 Zwischenzeitlich wurden auch mehrere Urteile zu **Cum/Cum-Gestaltungen**<sup>83</sup> bekannt, in welchen der Übergang des wirtschaftlichen Eigentums an den Wertpapieren an den Cum/Cum-Erwerber im Ergebnis durch das Finanzgericht versagt wurde.<sup>84</sup> Da in diesen Konstellationen in aller Regel ebenfalls das Marktrisiko eliminiert wird (etwa durch risikoneutrale Wertpapierleihe oder korrespondierende Absicherungsgeschäfte), Absprachen zugrunde liegen (etwa über die Quote des zu verteilenden „Gewinns“ in Form eines Dividendenlevels)<sup>85</sup>,

---

<sup>82</sup> Vgl. Urteil des LG Bonn vom 18. März 2020, 62 Kls – 213 Js 41/19 – 1/19, Rz. 432.

<sup>83</sup> Cum/Cum-Gestaltung zu entscheiden. Bei den Cum/Cum-Geschäften werden Aktien ausländische Anteilseigner zeitlich befristet über den Dividendenstichtag von ausländischen Anteilseignern an inländische Gesellschaften verkauft oder verliehen, um die gesetzlich vorgesehene Definitivbesteuerung durch Erhebung der Kapitalertragssteuer zu umgehen.

<sup>84</sup> Vgl. insb. Urteil des FG Hessen vom 28. Januar 2020, 4 K 890/17 sowie Beschluss des BFH vom 4. März 2020, I B 57/18.

<sup>85</sup> Im Urteil des FG Hessen vom 28. Januar 2020 (4 K 890/17) wurden nach den Feststellungen des Gerichts solche Aktienkäufe über Kettengeschäfte durch Absprachen bewusst initiiert.

die Geschäfte in der Regel wiederkehrend vorgenommen werden und sich die steuerliche Bewertung der Position ändert, liegt die Erfüllung der wesentlichen Merkmale eines Wash-Trades gemäß Anhang II Abschnitt 1 Nr. 3 lit. a) Del. VO 2016/522 EU bzw. eines jedenfalls abgesprochenen Geschäfts nahe.

- 88 Für eine abschließende rechtliche Beurteilung, ob die steuergetriebenen Geschäfte gegen Bestimmungen der MAR verstoßen, ist eine Analyse der jeweils konkreten Geschäfte erforderlich. Hierfür benötigen wir zunächst weitere Informationen, insbesondere Handelsdaten. Weshalb die in dem ESMA-Report erwähnten Ergebnisse der durchgeführten Tiefenanalyse den Schluss nahelegen, dass es sich bei den Betrachteten Cum/Ex-Transaktionen ganz allgemein nicht um Wash-Trades handelt und ob dies im Ergebnis zutrifft, kann ohne Prüfung dieser Tiefenanalyse nicht beurteilt werden. Es erscheint jedoch zweifelhaft, dass dies – im Hinblick auf die mannigfaltigen Durchführungsformen dieses Handelsmusters – pauschal ausgeschlossen werden kann. Der ESMA-Report selbst unterzieht den festgestellten Sachverhalt keiner Subsumtion unter die Marktmanipulationsregelungen der MAR. Auch der weitere MAR Review Report erwähnt zwar in der Einleitung neben Insiderhandel auch Marktmanipulation als zentrales Thema, geht aber in der Folge nicht näher auf die Marktmanipulation und deren Voraussetzungen ein, sondern nur auf den Insiderhandel, obschon letzterer auch auf marktmanipulative Elemente hinweist. Lediglich die Ausführungen zur Länderabfrage zu Art. 14 und 15 MAR ab Abschnitt 11 des MAR Review Reports greifen statistische Daten zur Marktmanipulation auf, ohne hierauf jedoch inhaltlich näher einzugehen.
- 89 Insgesamt erscheinen die Ergebnisse des ESMA-Report noch weiter erläuterungsbedürftig. So wird aus dem Bericht 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 Aktienderivate, betreffen. In dieser Betrachtung wären auch mögliche Unschärfen hinsichtlich möglicher Aktienerwerbe aus Stimmrechtsüberlegungen weitgehend auszuschließen gewesen. Aus der Analyse der in Deutschland ergangenen Urteile zu Cum/Ex-Sachverhalten ist zudem ersichtlich, dass es sich bei der Aktienseite der Handelsstrategien weit überwiegend um OTC-Transaktionen gehandelt hat, so dass eine ausschließliche Betrachtung börslicher Geschäfte insoweit zu nur unvollständigen Ergebnissen führt. Soweit es sich tatsächlich um börsliche Aktiengeschäfte handelt, läge aufgrund der direkten Preisbeeinflussung wohl ohnehin eine Verletzung des Art. 12 Abs. 1 Buchst. a MAR nahe. Weiterhin ist erläuterungsbedürftig, weshalb ausschließlich die für die Jahre 2006 bis 2009 bekannten Grundhandelsmuster der Analyse zugrunde gelegt werden und nicht etwa die auch schon in den Jahren 2010 und 2011

verbreiteten Konstruktionen in Zusammenhang mit ETF-Anteilen. Abschließend erscheint der Verweis auf die Zuständigkeit der Finanzbehörden fast zynisch, wurde im Rahmen dieser Geschäfte doch gerade das Auseinanderfallen der für eine Gesamtbetrachtung erforderlichen Stellen ausgenutzt.

## 5. Fazit und Ad hoc Lösungen

90 Zusammenfassend soll auf die folgenden Auffälligkeiten aus der vorliegenden Betrachtung noch einmal gesondert hingewiesen werden:

- Die vollständig in privater Hand liegenden und teilweise völlig intransparenten Abwicklungsprozesse am Finanzmarkt können weitreichende (steuerliche) Folgen haben. Die Auswirkungen der Verbuchungslogiken beschränken sich dabei auch in steuerlicher Hinsicht nicht auf Deutschland. Die Buchungen können grundsätzlich bei der Veranlagung jedes Investors – unabhängig von der Domizilierung – eine entscheidende Rolle spielen. Besonderes Augenmerk verdient die fehlende Nachvollziehbarkeit und (nahezu) beliebige Gestaltbarkeit steuerrelevanter Buchungen.
- Das mehrstufige Verwahrsystem trägt mit der Bildung von Omnibus-Konten auf jeder Stufe weiter zur Intransparenz der Geschäftsabwicklung bei. Ebenso erschwert das von Effizienzaspekten getriebene bilaterale und multilaterale Netting der Positionen eine Rückverfolgung von Transaktionswegen, macht die Zuordnung konkreter Aktienpositionen unmöglich und ermöglicht den Handel ohne tatsächlichen Bestand. Dort wo solche Transaktionen taggleich wieder glattgestellt werden, unterfallen sie ggf. auch keinen externen Reportingpflichten.
- Auf supranationaler Ebene kommt mit den ICSDs eine weitere Ebene hinzu, welche durch Kontenspiegelungen und Verknüpfungen an die nationalen Systemlandschaften angebunden werden muss. T2S sowie auch Link Up Markets und andere Systeme wurden in diesem Zusammenhang etabliert, um Cross-Border Trades effizienter gestalten zu können. Die konkreten Schnittstellen und deren Ausgestaltung sind dabei nur zum Teil öffentlich einseh- und nachvollziehbar.
- Im Rahmen der Regulierung von Dividenden und Kompensationszahlungen erfolgt die Bestandsermittlung und Verbuchung jeweils automatisiert nach einem starren Muster, welches das steuerlich relevante tatsächliche Handelsgeschehen sowie etwaige verbundene Geschäfte und bilaterale Nebenabsprachen nur unzureichend abbildet. Werden die so generierten Informationen unreflektiert für das Steuerreporting und schließlich für die Besteuerung herangezogen, bleiben für eine korrekte steuerliche Bewertung wesentliche Informationen nach unserem Eindruck meist unberücksichtigt (vgl. z. B. die Mehrfachanrechnung auf „dieselbe“ Aktienposition).

- Auch bei der zur Prüfung der Dividendenberechtigung neu eingeführten „Record-Date“ - Verarbeitung wird die Dividendenberechtigung darauf gestützt, dass sich die Aktie am Record-Date (HV-Tag+2) im Bestand des Aktionärs befindet. Damit wird das in diesem Zusammenhang viel kritisierte Urteil des BFH vom 15. Dezember 1999 (I R 29/97) im Bereich der Dividendenabwicklung perpetuiert.
- Wann bzw. ob überhaupt flächendeckend die „Record-Date“ - Verarbeitung zur Aktienbestandsermittlung in Deutschland eingeführt wurde, ergibt sich aus den von Seiten CBF veröffentlichten Unterlagen nicht. Es sind verschiedene Zeitpunkte in den Handbüchern und Veröffentlichungen anderen Stellen zu finden. Bei einer so systemkritischen Infrastruktur verwundert dieses intransparente Vorgehen der CBF.
- Begleitumstände von steuergetriebenen Gestaltungen wie etwa das Looping und Recycling von Aktien, aber auch die damit einhergehende Schaffung künstlicher Nachfrage und Preise auf OTC- und Terminmärkten, wären für sich bereits Anlass einer tiefgehenden Prüfung auf Verstöße gegen die MAR. Hierzu äußert sich der ESMA-Report jedoch nicht.
- Die Analyse der ESMA kommt hinsichtlich der Aktientransaktionen zu dem Ergebnis, dass zwar einige der untersuchten Gestaltungen bei erstem Hinsehen die Eigenschaften eines verbotenen sog. „Wash-Trades“ darstellen können, verweist aber in der Folge auf die Ergebnisse einer im Bericht selbst nicht dargestellten Tiefenanalyse, die das Gegenteil belegen. Die niederländische Aufsichtsbehörde AFM hingegen sieht in bestimmten steuergetriebenen Transaktionen nach eigenen Angaben durchaus mögliche Wash-Trades, welche in den Zuständigkeitsbereich der Behörde fielen. Dabei ist nicht erklärlich, weshalb die AFM bei vergleichbarem Rahmenwerk zu einem von der ESMA abweichenden Ergebnis gelangt.
- Eine Subsumtion des von der ESMA festgestellten Sachverhalts unter die Regelungen der MAR erfolgt in dem ESMA-Report weder allgemein, noch in Bezug auf konkrete Einzelfälle oder Handelsstrategien. Stattdessen wird das Vorliegen von Verstößen gegen die MAR ohne weitere Begründung pauschal ausgeschlossen. Es erscheint jedoch zweifelhaft, dass dies – im Hinblick auf die mannigfaltigen Durchführungsformen dieses Handelsmusters – sachgerecht ist. Bereits in Ansehung des im Rahmen von Cum/Ex-Handelsstrategien umgesetzten Handelsvolumens, würde ein verständiger Marktteilnehmer (in Unkenntnis der Absprachen und der Steuergetriebenheit der Ge-



schäfte) wohl von einem wirtschaftlich relevanten Vorgang ausgehen und ggf. entsprechende (MAR-relevante) Schlüsse ziehen. So wurden beispielsweise in einem Fall mehr Aktien einer bestimmten Gattung veräußert, als überhaupt ausgegeben waren. Ein gewöhnlicher Anleger würde bei Kenntnis dieses Umstandes (wohl) ebenfalls seine Aktien dieser Gattung veräußern, ohne dass dies wirtschaftlich sinnvoll wäre.

- Auch bei Cum/Cum-Geschäften liegt ein möglicher Verstoß gegen die Marktmissbrauchsregelungen der MAR zumindest nahe. 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 Derivatenseite und darin die Fehlbepreisung des (in der Regel) Futures, also eines Aktienderivats, betreffen. In dieser Betrachtung wären auch mögliche Unschärfen hinsichtlich möglicher Aktienerwerbe aus Stimmrechtsüberlegungen weitgehend auszuschließen gewesen. Selbst wenn Teile des Aktienhandels um den Dividendenstichtag auf Stimmrechtskumulierungen zurückzuführen wären, dürfte bei den zugehörigen Absicherungsgeschäften Cum/Ex-Geschäften entsprechende Fehlbepreisung dieser Derivate nicht vorliegen. Im Übrigen würden signifikante Stimmrechtsakquirierungen von entsprechenden Pflichtmeldungen begleitet und könnten auf diese Weise herausgerechnet werden. Die Betrachtung rein der Aktienseite war und ist nicht zielführend. Die von den Behörden verfolgte Strategie die „Aktienkettenermittlungen“ (vgl. die diesbezüglichen Aussagen des BZSt im 4. Untersuchungsausschuss der 18. Wahlperiode des Deutschen Bundestages)<sup>86</sup> basiert auf einem scheinbar unvollständigen Verständnis hinsichtlich der Funktionalitäten der Abwicklung

---

<sup>86</sup> Vgl. BT-Drucksache 18/12700, S. 233: Zur Lieferkettenermittlung berichtete die Zeugin Jana Stobinsky, Sachbearbeiterin im BZSt und für die Bearbeitung von Erstattungsanträgen aus Cum/Ex-Geschäften zuständig: *„Der Staatsanwaltschaft ist sehr daran gelegen, dass wir unseren Sachverstand einfach aus dem Besteuerungsverfahren heraus und aus dem gesamten Ermittlungsverfahren von Transaktionsketten mit einbringen; denn die Staatsanwaltschaft ist jetzt nicht so aufgebaut, dass sie das gesamte Steuerrechtswissen dort vorrätig haben. Das heißt, wir haben uns mit der Staatsanwaltschaft Köln so geeinigt, dass wir aktiv diese Fälle mitbegleiten, jetzt das ganze Steuerrechtliche, und auch diese Auswertung der Unterlagen. Das heißt, Herr Grypstra ist sehr stark involviert in diese gesamte Lieferkettenermittlung. Da arbeitet er also sehr intensiv der Staatsanwaltschaft zu.“*

beim (internationalen) Wertpapierhandel und setzt sich insoweit im vorliegenden ESMA-Report fort.

- 91 Insgesamt legt die Berichterstattung der ESMA zu Cum/Cum- und Cum/Ex-Gestaltungen wesentliche Problemfelder einer wirksamen Aufarbeitung und perspektivischer Verhinderung entsprechender Handelsstrategien deutlich offen. Unklare bzw. Teilzuständigkeiten erschweren in einem stark von wirtschaftlichen, technischen und rechtlichen Spezialkenntnissen geprägten Marktumfeld bereits eine zutreffende Sachverhaltsermittlung. Rechtliche Schlussfolgerungen können somit nicht zuverlässig gezogen werden. Die Beschränkung der Informationsgewinnung und -bewertung durch entsprechendes Fachpersonal mittels Zuständigkeits- und Informationsverteilungsschranken wird dabei von Marktteilnehmern mitunter bewusst ausgenutzt, um Meldepflichten und Erkennungssysteme zu umgehen. Eine ganzheitliche Betrachtung der Thematik findet strukturbedingt nicht statt. Dringend notwendiger Datenaustausch wird mit Verweis auf Kostengründe erschwert, während eine umfassende Analyse der vorhandenen Daten mangels Zuständigkeit oder Expertise häufig nur unzureichend erfolgt. So wird beispielsweise unter Ziffer 10 (S. 128 ff) des ESMA MAR Review Report die Einführung eines EU-Rahmens hinsichtlich einer „cross-market order book surveillance“ geprüft. Dabei wird festgestellt, dass zwar Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten für Transaktionsdaten europaweit bestehen, dass das Format dieser Aufzeichnungen aber nicht einheitlich ist, was den grenzüberschreitenden Blick auf Transaktionsketten erheblich erschwert. Eine Umfrage im Marktumfeld habe ergeben, dass eine Vereinheitlichung des Formats, vor allem aus Kostengründen sehr kritisch gesehen wird. Insbesondere ein Intraday-Reporting sei nicht möglich. Im Ergebnis gelangt die ESMA zu dem Schluss, dass, um Kosten zu vermeiden, die bisherigen Systeme zum Austausch solcher Informationen perfektioniert werden sollten, anstatt ein einheitliches System zu schaffen. Ein solches einheitliches Datenformat wäre nach unserer forensischen Erfahrung jedoch essenziell für einen zentralen Überblick, der für eine Aufdeckung missbräuchlicher Handelsmuster entscheidend ist. Durch die Settlementzyklen sowie Real Time Settlement mögliche mehrfache taggleiche Positionsverschiebungen machen dabei ein laufendes Monitoring (Intraday) erforderlich, um die einzelnen Handelsschritte nachvollziehen zu können. Ein Blick auf genettete und glattgezogene Bücher am Tag nach dem Handelstag gibt unseres Erachtens das Handelsverhalten nur teilweise wieder. Das Kostenargument kann bei einer solch systemkritischen Infrastruktur, welche sich jedenfalls in Deutschland ausschließlich in privater Hand befindet, nicht allein maßgeblich sein. Zudem wäre zu erwarten, dass ein vereinheitlichtes System mittel- bis langfristig eher

zu Kostenersparnissen führt, da dies regelmäßig zu Effizienzsteigerungen führt und Verbindungen zwischen unterschiedlichen, immer komplexer werdenden Einzelsystemen überflüssig macht. Dies würde auch dem ursprünglichen Ansatz der 1996 eingerichteten Giovannini-Gruppe entsprechen, deren Arbeit für den Abbau von Handelshemmnissen im Finanzmarktinfrastrukturbereich wegweisend war und bis heute ist.

- 92 Der Trend, dass die ICSD Netzwerke (Links), die oben unter Ziffer 2.4 beschrieben sind, zu einer Konkurrenz von T2S werden, nämlich insoweit, als hier weniger Überwachung möglich ist, zeigt, dass die Marktteilnehmer durchaus dem Weg der geringsten Berichtspflichten folgen (sog. regulatorische Arbitrage<sup>87</sup>). Dies gilt insbesondere für kritische Handelsmuster. Insoweit waren im Rahmen von Cum/Cum- und Cum/Ex-Transaktionen stets auch Selbstbeschränkungen der beteiligten Institute zu beobachten, die ihren Grund regelmäßig in der Vermeidung von Meldeschwellen oder Handelsauffälligkeiten hatten. Einer solchen Zerfaserung des Handels ist – sowohl aus Überwachungsgesichtspunkten, als auch aus Gründen der Transparenz gegenüber Anlegern – dringend entgegenzuwirken. Nur ein zentraler Ansatz (zurück zur Notar-Funktion) und eine Nachvollziehbarkeit einzelner Positionen (auch und gerade Intraday) kann hier Abhilfe schaffen.
- 93 Um die Aufdeckung solcher Gestaltungsmodelle zu erleichtern, wäre daher eine dauerhafte Einrichtung erforderlich, bei welcher alle möglicherweise relevanten Informationen zu entsprechenden Themenkomplexen zusammenlaufen und durchgehend systematisch ausgewertet werden. Ein solcher „Think-Tank“ müsste mit interessenskonfliktfreien Wissensträgern unterschiedlicher Fachrichtungen, Hintergründe und Interessensgruppen besetzt sein, um die Arbeitsweise der global organisierten Steuergestaltungsindustrie spiegeln zu können und so den aktuell bestehenden Rückstand aufzuholen. Neben Schwerpunktstaatsanwaltschaften, Steuerfahndungen und Aufsichtsbehörden müsste auch die Wissenschaft sowie die Privatwirtschaft darin vertreten sein. Abstrakte Erkenntnisse könnten so wissenschaftlich untersucht und mit den Erfahrungen und Informationen aus der Praxis abgeglichen und zeitnah bewertet

---

<sup>87</sup> Vgl. im weiteren Zusammenhang beispielhaft <https://www.wiwo.de/unternehmen/banken-das-schattenreich-der-finanzindustrie/5231902.html>, zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020.

werden.<sup>88</sup> Dies ist unproblematisch in pseudonymisierter Form und damit unter Wahrung datenschutzrechtlicher Aspekte möglich. Steuerschädliche Modelle könnten so schneller identifiziert und deren Funktionsweise länder- und behördenübergreifend (ggf. in pseudonymisierter Form) bekannt gemacht werden. Perspektivisch könnten Steuerrechtsordnungen zudem gezielt auf bestehende (oder behauptete) Lücken untersucht und so neue Modelle präventiv antizipiert werden. Avisierte Änderungen im Steuerrecht könnten einem „dry run“ unterzogen und so auf mögliche Ausweichbewegungen hin untersucht werden. Die so erkannten möglichen „workarounds“ des Marktes könnten von den zuständigen Behörden gezielt und zeitnah überprüft und die Aufgriffswahrscheinlichkeit und damit die Abschreckung signifikant gesteigert werden.

- 94 Gerade die neu eingeführte Mitteilungspflicht für grenzüberschreitende Steuergestaltungen sollte unbedingt effizient genutzt werden, um frühzeitig steuerschädliche Gestaltungen (samt ihrer zahlreichen Untervarianten) zu erkennen und effektiv zu beschränken. Daher ist es von zentraler Bedeutung, dass die Auswertung dieser Informationen mit der entsprechenden Branchenerfahrung und aus unterschiedlichen Blickwinkeln erfolgt.<sup>89</sup> Denn auch hier wird es beispielsweise dem BZSt allein nur schwer möglich sein, sicherzustellen, ob die jeweiligen Angaben vollständig sind, oder ob weitere relevante (Auslands)Konnexe bestehen, die nicht offengelegt wurden.

---

<sup>88</sup> Siehe in diesem Zusammenhang auch <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/moegliche-strafvereitelung-durchsuchungen-bei-der-zoll-spezialeinheit-fiu/26002366.html?ticket=ST-1587585-i5Q1c0Jnfwal274QbuJa-ap6>, zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020.

<sup>89</sup> Siehe in diesem Zusammenhang auch <https://www.institutional-money.com/magazin/steuer-recht/artikel/aufforderung-zur-selbstdenunziation-61947/>, zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020.

### **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.