



CUM-FAKE

Neue Steuertricks mit American Depositary Receipts

Kurzstudie der Fraktion DIE LINKE. im Bundestag

DIE LINKE.
IM BUNDESTAG

Inhalt

Vorwort	3
Executive Summary	5
American Depositary Receipts	7
Cross-Listing	9
Global Depositary Receipts	10
Pre-Release-ADRs	12
Missbrauch von Pre-Release-ADRs zur Dividendenarbitrage und für Leerverkäufe	13
Abschätzung des entstandenen steuerlichen Schadens	17
Steuerliche Situation in Deutschland	18
Die Aufgaben des Bundeszentralamts für Steuern (BZSt) bei der Behandlung der Kapitalertragsteuer	20
Das automatische Erstattungsverfahren	21
Rechtliche Regelungen zur Verhinderung von Dividendenarbitrage	22
Finanzpolitische Maßnahmen	23
Literaturverzeichnis	25

DIE LINKE.

I M B U N D E S T A G

Fraktion DIE LINKE. im Bundestag
Platz der Republik 1, 11011 Berlin
Telefon: 030/22751170, Fax: 030/22756128
E-Mail: fraktion@linksfraktion.de
V.i.S.d.P.: Sevim Dağdelen, Jan Korte, Caren Lay

Autor: Henning Lenz
Layout/Druck: Fraktionsservice

Endfassung: Januar 2019

**Dieses Material darf nicht zu Wahlkampfzwecken
verwendet werden!**

**Mehr Informationen zu unseren parlamentarischen
Initiativen finden Sie unter: www.linksfraktion.de**

190117

Vorwort

Sehr geehrte Damen und Herren,

die Welt der Steuertricks ist kompliziert, aber profitabel: Bei Cum-Deals mit Wertpapieren wurden mit krimineller Energie die Erstattung von Kapitalertragsteuern erschlichen, für die es keinen Anspruch gibt.

Warum werden Kapitalertragssteuern überhaupt erstattet? Steuern werden zum Beispiel bestimmten Kapitalgesellschaften (etwa einer Bank) auf ihre Dividendeneinkünfte aus Aktien erstattet, da diese bereits bei der Aktiengesellschaft als Gewinn besteuert wurden.

Allein durch Cum-Ex Geschäfte ist der deutsche Fiskus laut den Berechnungen des Finanzwissenschaftlers Prof. Christoph Spengel von der Universität Mannheim um 7,2 Milliarden Euro geprellt worden. Bei Cum-Ex haben sich listige Banker, Anwälte und Händler Kapitalertragssteuer mehrfach zurückerstatten lassen, die sie nur einmal bezahlt haben.

Durch Cum-Cum Geschäfte wurden dem Staat bislang laut Spengel sogar schätzungsweise 24,6 Milliarden Euro Steuern vorenthalten. Cum-Cum Geschäfte sind Steuertricks, wo Wertpapiere zum Zeitpunkt der Dividendenzahlung an ein steuerbefreites Unternehmen übertragen werden, sodass Kapitalertragssteuer nicht oder nicht in vollem Umfang bezahlt wird.

Mittlerweile ist auch von Cum-Fake die Rede. Auch bei Cum-Fake werden Steuerentlastungen ergaunert. Hierfür werden jedoch nicht die eigentlichen Wertpapiere genutzt, sondern sogenannte Pre-Release American Depository Receipts (ADRs), also vorläufige Aktienbesitzbescheinigungen.

Die Cum-Fake Geschäfte sind Gegenstand dieser Studie. Der Autor Henning Lenz hat viel berufliche Erfahrung in der Finanzwelt gesammelt. Die Publikation erklärt im Detail, wie die Cum-Fake Geschäfte als



Cum-Cum-Variante funktionieren, welchen bisher bekannten steuerlichen Schaden sie verursacht haben und welche finanzpolitischen Maßnahmen wir ergreifen müssen, um Cum-Fake zu verhindern. Auch andere Gestaltungen von Cum-Fake sind denkbar, denn die Steuertrickser bleiben kreativ.

DIE LINKE. im Bundestag will damit jenen Beitrag zur Aufklärung und schärferen Gesetzen leisten, den wir bei der Bundesregierung und der Finanzaufsicht vermissen.

Ihr

Fabio De Masi

Stellvertretender Fraktionsvorsitzender und finanzpolitischer Sprecher der Fraktion DIE LINKE. im Bundestag

Über den Autor:

Henning Lenz

Diplom-Volkswirt, Köln.

1991 – 2016:

Tätigkeit als Fondsmanager in der Finanzindustrie
(Deutsche Bank, WestLB, HSBC, BNY Mellon,
Oddo BHF).

seit 2017:

Freiberufliche Beratungstätigkeit mit den Schwerpunk-
ten Finanzmarktregulierung, Öffentliche Finanzen,
Steuern.

Kontakt: henning.lenz@netcologne.de

Executive Summary

Depository Receipts (DRs) sind Wertpapiere, die Aktien einer ausländischen Aktiengesellschaft abbilden und damit das Eigentum an diesen verbrieft (Aktienbesitzbescheinigungen). Der globale Markt für DRs hat eine Größe von 1050 Mrd. USD (2017). Es können American Depository Receipts (ADRs) und Global Depository Receipts (GDRs) unterschieden werden. Volumenmäßig dominieren die ADRs. ADRs unterliegen den aufsichtsrechtlichen Regelungen der USA und werden an den dortigen Börsen gehandelt. GDRs werden primär in London und Luxemburg gehandelt. Aus Sicht der ausländischen Aktiengesellschaft ermöglichen die ADRs einen Zugang zum US-Kapitalmarkt, ohne die aufwendigen Reportingpflichten einzugehen, die mit einem Listing verbunden sind.

Pre-Release-ADRs (vorläufige Aktienbesitzbescheinigungen) sind entstanden, um technisch bedingte Abwicklungsverzögerungen zu überbrücken und bereits im Zeitraum bis zur Hinterlegung der Originalaktien einen Handel in ADRs zu ermöglichen. Insbesondere bei Neuemissionen liegen Emissionstag und Abwicklungstag (»Settlement Day«) einige Tage auseinander. Die Hinterlegung der Originalaktien bei der US-Depotbank und deren Unterverwahrstelle findet nur mit einer Verzögerung statt.

Seit Januar 2017 hat die United States Securities and Exchange Commission (SEC) öffentlich zur missbräuchlichen Verwendung von Pre-Release-ADRs Stellung genommen und Finanzunternehmen in Vergleichsverfahren mit Sanktionen belegt. Die Verfahren beziehen sich auf Vorgänge, die im Zeitraum 2011 bis 2016 stattgefunden haben.

Die Untersuchungen der SEC zeigen, dass sich das Instrument der Pre-Release-ADRs deutlich von der ursprünglichen Intention einer nur temporären Überbrückung von Lieferproblemen entfernt und zu einem der Wertpapierleihe ähnlichen Instrument weiterentwickelt hat. Diese Wertpapier-Leihe-Transaktionen haben zwei Zwecken gedient: Zum einen wurden die Pre-Release-ADRs genutzt, um Leerverkaufsaktivitäten (»Short Selling«) zu erfüllen, zum anderen ist eine gezielte Dividendenarbitrage betrieben worden.

An den Wertpapier-Leihe-Transaktionen zur Dividendenarbitrage waren bis zu 4 Einheiten am Kapitalmarkt beteiligt, darunter in jedem Fall a) die das Pre-Release-ADR bereitstellende Depotbank, b) der Pre-Release-Broker, sowie c) ein quellensteuerbegünstigter (ausländischer) Counterpart. Es scheint so zu sein, dass gelegentlich zwischen Pre-Release-Broker und dem steuerbefreiten Counterpart noch eine weitere Entity, etwa ein weiterer Wertpapierhändler, eingebunden war. Es hat also eine Kette von bis zu drei Wertpapierleiheaktivitäten gegeben.

Das wesentliche Ziel, das mit einer Pre-Release-Transaktion zu steuerlichen Zwecken verfolgt wird, ist die Umleitung des Dividendenauszahlungsweges, damit die

Erstauszahlung der Dividende an eine steuerbefreite Einheit erfolgt und daher die Belastung mit der Quellensteuer unterbleibt. Bei einer regulären Transaktion wäre die Dividendenauszahlung über die US-Depotbank und deren ausländische Zweigstelle gelaufen und dann regulär mit Quellensteuer belastet worden.

Die Darstellung der SEC lässt nicht erkennen, dass es zu Mehrfacherstattung nur einmal abgeführter Kapitalertragsteuer gekommen ist. Vielmehr handelt es sich hier um eine Variante von »Cum-Cum«, bei der Dividendenansprüche mittels Wertpapierleiheaktivitäten an eine steuerbegünstigte Einheit weitergereicht werden. Es lässt sich aber nicht ausschließen, dass es trotz des grundsätzlichen Charakters der Transaktionen als »Cum-Cum«-Geschäft nicht auch zu einem Koppelungsgeschäft mit »Cum-Ex« gekommen ist. Dies zu untersuchen ist Aufgabe der Steuerbehörden.

Die Unterlagen der SEC lassen Rückschlüsse auf den steuerlichen Schaden, der den Steuerbehörden insgesamt entstanden ist, zu. Die Strafzahlungen sind von der US-Aufsichtsbehörde so berechnet worden, dass die unrechtmäßigen Vermögensvorteile plus Zinserträge zurückgezahlt und zusätzlich die eigentliche Strafe gezahlt werden musste. Die reinen Gewinne beziffern bislang insgesamt einen Betrag von über 200 Mio. USD. Hierbei ist aber zu berücksichtigen, dass nur ein Teil der an den Dividendenarbitrageaktivitäten Beteiligten bislang überhaupt belangt worden ist und insbesondere der steuerbegünstigte Counterpart, der nicht der US-Börsenaufsicht unterliegt, fehlt. Steuerliche Schäden aus GDRs sind zudem nicht berücksichtigt, da die SEC hierfür nicht zuständig ist. Daher ist es möglich, dass der tatsächliche Schaden um ein Vielfaches über den bislang ermittelten Gewinnen liegt.

In Deutschland liegen die rechtlichen Voraussetzungen vor, eine Dividendenarbitrage zu verhindern. Voraussetzung ihrer Anwendung ist allerdings, dass Dividendenarbitrage als solche erkannt wird. Zu erwähnen sind hier der § 8b, Abs. 4 KStG, der Streubesitzdividenden, also Dividenden aus Beteiligungen unter 10 Prozent, beim Empfänger steuerpflichtig macht, der § 42 AO, der vorsieht, dass bei Missbrauch steuerlicher Gestaltungsmöglichkeiten ein Steueranspruch des Staates besteht und der § 36a, Abs. 1 EStG, der Haltefristen bei Aktiengeschäften um den Aktien-Ex-Tag von 45 Tagen sowie ein Mindestaktienkursrisiko von 70% vorsieht. Für den »Erfolg« von Dividendenarbitrage-Transaktionen ist die Eliminierung des Aktienkursrisikos essentiell.

Im Unterschied zur steuerlichen Behandlung von inländischen Kapitalgesellschaften ist bei ausländischen Kapitalgesellschaften eine Erstattung auch bei Beteiligungen unterhalb von 10 Prozent möglich. Damit bleiben ausländische Kapitalgesellschaften als Vehikel für Dividendenarbitrage interessant. Das Erstattungs-

verfahren des BZSt sollte daher auf Fälle begrenzt werden, bei denen eine Beteiligung an der ausschüttenden Aktiengesellschaft von mehr als 10 Prozent vorliegt.

Sowohl bei »Cum-Cum« wie auch bei »Cum-Ex« oder jetzt bei »Cum-Fake« stehen die Wertpapierleiheaktivitäten der Investmentbanken im Zentrum der technischen Umsetzung der Steuerumgehung und -hinterziehung. Hieraus ergibt sich ein Regulierungsbedarf, der den Aktivitätsspielraum der Wertpapierleihe auf die ursprüngliche Intention einer nur temporären Überbrückung von Lieferproblemen beschränkt. Zudem sollte

durch die europäischen Aufsichtsbehörden eine historische Aufarbeitung angestoßen werden, um Transparenz herzustellen und die Aktivitäten zu dokumentieren.

Die Vorgänge um »Cum-Ex«, »Cum-Cum« und »Cum-Fake« belegen auch ein eklatantes Versagen der involvierten staatlichen Stellen, eindrucksvoll dokumentiert im Untersuchungsbericht des Deutschen Bundestages, Drucksache 18/12700. Es sollte daher die Einrichtung einer zentralen, auf die Aufdeckung von Steuerumgehung und -hinterziehung spezialisierten Behörde (»Finanzpolizei«) geprüft werden.

American Depositary Receipts

Ein American Depositary Receipt (ADR) ist ein Wertpapier, das Aktien einer (aus Sicht der USA) ausländischen Aktiengesellschaft abbildet und damit das Eigentum an diesen verbrieft (Aktienbesitzbescheinigung).¹

ADRs ermöglichen US-Investoren den Handel in ausländischen Aktien, die über kein direktes Listing an einer US-Börse verfügen. Aus Sicht der ausländischen Aktiengesellschaft ermöglichen die ADRs einen Zugang zum US-Kapitalmarkt, ohne die aufwendigen Reportingpflichten einzugehen, die mit einem Listing verbunden sind.

Auf diese Weise hat die ausländische Aktiengesellschaft a) einen Zugang zum amerikanischen Primärmarkt zwecks Aufnahme neuen Kapitals bei amerikanischen Anlegern und b) Zugang zum amerikanischen Sekundärmarkt zwecks Handels in ADRs bei bereits emittierten Aktien.

Die ersten ADRs sind bereits 1927 aufgelegt worden. Heute gibt es mehr als 2700 ADR-Programme, die ausländische Aktien aus mehr als 70 Ländern repräsentieren. Deutsche Aktiengesellschaften sind mit 114 ADR-Programmen am amerikanischen Kapitalmarkt vertreten.

Der Markt in Depositary Receipts (ADRs und GDRs, »Global Depositary Receipts«) hat eine Größe von 1050 Mrd. USD (2017), also etwa 30 Prozent des deutschen Bruttoinlandsproduktes (BIP) in 2017.²

ADRs sind übertragbare Wertpapiere, sie lauten auf US-Dollar und werden in den Settlementsystemen der USA (»Deposit Trust Company«, DTC) verwahrt und abgewickelt (»Clearing«).³ US-Investoren haben somit bei Anlage in ADRs kein Währungsrisiko. ADRs sind allerdings weniger liquide als die originalen Aktien.⁴ Daher sind die Transaktionskosten gemessen an der Differenz von Kauf- und Verkaufskurs höher.

ADRs entstehen durch die Hinterlegung der Originalaktien durch einen Investor⁵ oder das emittierende Aktienunternehmen bei der Depotbank (»Depositary Bank«) bzw. deren zuständige Unterverwahrstelle (»Custodian Bank«), die ihren Sitz im Land des Aktienunternehmens hat. Bei der Unterverwahrstelle handelt es sich häufig um eine Zweigstelle der US-Depotbank. Bei Hinterlegung der Originalaktien kriert die Depotbank im Gegenzug die ADRs. Diese können dann von einem US-Investor käuflich erworben werden. Der US-Investor kann seine ADRs an andere US-Investoren weiterverkaufen und behandelt sie wie eine normale Aktie.⁶

Die Aufgaben der Depotbanken und ihrer ausländischen Zweigstellen/Unterverwahrer werden in einem »Deposit Agreement«⁷ geregelt. Zu den wichtigen Aufgaben gehören:

- Die Vereinnahmung der Dividenden, die auf die Originalaktien fällig werden, durch die Unterverwahrstelle (»Custodian Bank«),
- deren Weiterleitung (bereinigt um die Quellensteuer) als Nettodividende durch die Depotbank (»Depositary Bank«) und die DTC (als Zentralverwahrer der ADRs) an die Halter der ADRs,
- die Abführung der Quellensteuer an die ausländischen Steuerbehörden durch die Unterverwahrstelle als hierfür zuständiges Kreditinstitut. Dabei sind die Vorgaben der Doppelbesteuerungsabkommen (DBAs), die den prozentualen Anteil der Quellensteuer an der Bruttodividende für »US Residents« regeln, zu beachten.⁸
- Die Regelung des Rücktauschs der emittierten ADRs in die Originalaktien, sofern dies von einem Halter der ADRs gewünscht wird,
- sowie die Weiterleitung von Informationen bezüglich des Aktienunternehmens (etwa Jahresberichte) an die ADR-Halter.

ADRs werden nicht notwendigerweise im Verhältnis 1:1 emittiert. Sie können auch nur einen Teil einer Aktie oder ein Vielfaches davon betragen. Dies hängt vom gewünschten Wert eines einzelnen ADRs ab, da das Umtauschverhältnis zur Originalaktie auch den Kurs des ADRs bestimmt. Ist also das Verhältnis 10:1 und der Wert der Originalaktie 1 USD, so wird der Kurs eines einzelnen ADR-Stückes bei 0,1 USD liegen.

Akteure am ADR-Markt sind also ausländische Aktienunternehmen, US-Depotbanken, deren ausländische Verwahrstellen, der ADR-Zentralverwahrer DTC sowie Wertpapierhändler (»Broker«) und deren Endkunden, insbesondere Fondsgesellschaften.

Wertpapierhändler sind sowohl im US-Kapitalmarkt wie auch an den Auslandsmärkten aktiv und bilden daher das Bindeglied zwischen ADR-Handel und dem Handel mit den Originalaktien an den nicht-amerikanischen Auslandsmärkten.⁹

Es existieren verschiedene Typen von ADRs. Zum einen wird zwischen »sponsored« und »unsponsored«

¹ Vgl. auch im Folgenden U.S. Securities and Exchange Commission, 2012.

² Vgl. Deutsche Bank, 2017.

³ Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission, SEC, 2012, S. 2f.

⁴ Insbesondere bei den »unsponsored« ADR-Programmen und den nicht gelisteten ADRs des Level I (s. u.) sind die Transaktionsvolumina relativ gering.

⁵ Etwa ein Wertpapierhändler.

⁶ Vgl. auch im Folgenden U.S. Securities and Exchange Commission, 2017c, S. 3f.

⁷ Vgl. als Beispiel eines Deposit Agreements: BNYMellon, 2011.

⁸ Der vollständige Weg der Dividendenzahlung stellt sich wie folgt dar: Das (US-ausländische) Aktienunternehmen zahlt an den Zentralverwahrer (Clearstream), dieser an den Unterverwahrer (»Custodian Bank«), dieser wiederum an die US-Depotbank (»Depositary Bank«), die dann über DTC die Auszahlung an den Halter der ADRs vornimmt. Der Unterverwahrer ist als Kreditinstitut auch für die Kapitalertragsteuerabführung zuständig.

⁹ Wertpapierhändler handeln im US-Ausland die Originalaktien und im US-Inland die ADRs. Bei sog. »unsponsored« ADR-Programmen sind sie es, die die Einlieferung der Aktien und die Emittierung der ADRs veranlassen. Ebenso initiieren sie die Emittierung der Pre-Release ADRs (s.u.), deren Verleihung und den Handelsprozess.

ADRs unterschieden. »Sponsored ADRs« entstehen auf Initiative des ausländischen Aktienunternehmens. Ein »unsponsored ADR« entsteht auf Initiative eines Wertpapierhändlers. In beiden Fällen werden die Aufgaben durch das »Deposit Agreement« geregelt.¹⁰

Bei »sponsored ADRs« können wiederum drei unterschiedliche Level unterschieden werden. Level I hat die geringsten Reporting- und Regulierungsanforderungen seitens der US-Wertpapieraufsicht SEC (»Securities and Exchange Commission«) zu erfüllen. Der Handel von Level I-ADRs erfolgt außerbörslich (»Over the Counter«, OTC). Level II-ADRs sind an einer amerikanischen Börse

gelistet und müssen daher umfanglichere Reportinganforderungen erfüllen. Ein Level III-ADR ermächtigt das ausländische Aktienunternehmen zur Aufnahme neuen Kapitals am US-Kapitalmarkt. Hierzu ist dann auch ein Emissionsprospekt zu erstellen, der alle zum Verständnis der Risiken und des Ertragspotentials des Aktienunternehmens notwendigen Informationen einschließlich der historischen Rechnungslegungsdaten enthält.

Deutsche Aktien handeln überwiegend in Level I-ADRs, also außerbörslich. Von den 114 ADRs, die auf deutsche Unternehmen lauten sind 107 ADRs des Levels I.¹¹

¹⁰ Der wesentliche Unterschied ist, dass der Wertpapierhändler ohne die Einbeziehung des Aktienunternehmens bereits emittierte Aktien hinterlegt, während das Aktienunternehmen neu emittierte Aktien einliefert. Für die Kursbildung und den Handel der ADRs ergibt sich aber kein Unterschied.

¹¹ Vgl. Topforeignstocks.com, 2018.

Cross-Listing

Der alternative Weg zum amerikanischen Kapitalmarkt ist das Cross-Listing, bei dem die Originalaktien an einer amerikanischen Börse gelistet werden. Nur wenige ausländische Aktienunternehmen haben ein solches Cross-Listing, da der Reportingaufwand und die Kosten sehr hoch sind.¹² Zu den Aktiengesellschaften, die über ein solches Listing verfügen, gehören etwa Siemens oder Vodafone. Cross-Listing erfordert die vollständige Compliance mit den amerikanischen Reporting-Anforderungen, die in den Börsengesetzen der USA (Securities Act 1933, Securities Exchange Act 1934) dokumentiert und von der amerikanischen Wertpapieraufsicht SEC kontrolliert werden. Hierzu gehört bei Neuemission ein vollständiger, nach den formalen Vorgaben der SEC

erstellter und in den Systemen der SEC in englischer Sprache und nach den Regeln der US-amerikanischen Rechnungslegung (»United States Generally Accepted Accounting Principles«, US-GAAP) hinterlegter Emissionsprospekt, sowie ein fortlaufendes Reporting (Quartalsberichte, Jahresberichte mit Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung), das ebenfalls in den Systemen der SEC bei Beachtung der formalen Vorgaben zu hinterlegen ist.

Diesen hohen Aufwand versuchen ausländische Aktienunternehmen mit der Emission von ADRs zu vermeiden.

¹² Vgl. PricewaterhouseCoopers, 2012.

Global Depositary Receipts

Global Depositary Receipts (GDRs) sind eine Variante der ADRs. Sie ermöglichen nicht-amerikanischen Aktienern den Zugang zu anderen Auslandsmärkten als den USA.

GDRs werden als eingeschränkt handelbare Programme aufgelegt.¹³ Sie sind daher im Gegensatz zu ADRs für normale US-Investoren nicht zugänglich und sind auch nicht bei der amerikanischen Wertpapieraufsicht registriert. Der (börsliche oder außerbörsliche) Handel und gegebenenfalls ein Listing erfolgt an nicht-amerikanischen Wertpapiermärkten, insbesondere in London, aber auch in Luxemburg. Somit unterliegen GDRs auch den Bestimmungen der dortigen Börsenaufsicht und den dort geltenden Börsengesetzen und nicht den Regeln der SEC. GDRs werden über Euroclear oder Clearstream als europäische Zentralverwahrer abgewickelt und verwahrt.¹⁴

Es wird zwischen einem GDR nach SEC Rule 144a und einem GDR nach SEC Rule Registration S unterschieden. GDRs nach SEC Rule 144a können von qualifizierten institutionellen amerikanischen Investoren (»Qualified Institutional Buyers«, QIBs) erworben werden. GDRs nach SEC Regulation S sind keinem US-Investor zugänglich. Sie werden ausschließlich von Nicht-US-Investoren erworben und gehandelt.

Die Abläufe im technischen Handling sind weitgehend identisch zu denen bei ADRs. Ebenso werden GDRs aus gleichen Motiven emittiert. Es wird das für Aktienunternehmen relativ aufwendige »Listing«-Verfahren an einer Börse vereinfacht und verbilligt. Außerdem sind die Reporting-Anforderungen deutlich geringer und weniger formalisiert.

Der Anteil der GDRs am gesamten DR-Handelsvolumen, die primär in London (»London Stock Exchange«, LSE) und Luxemburg gehandelt werden, ist eher gering. Dies zeigt eine Übersicht der Deutschen Bank (Abb. 1).

Das gilt auch für den Anteil neu aufgelegter Programme (Abb. 2).

Das GDR-Geschäft nimmt also einen relativ kleinen Anteil am gesamten Depositary-Receipts-Markt ein. Andere Formen von Depositary Receipts sind bedeutungslos. Die Marktführer bei GDRs sind wie bei ADRs die Kreditinstitute Deutsche Bank, JPMorgan, Citibank und BNY Mellon.

¹³ Vgl. Deutsche Bank, 2015.

¹⁴ Zur Unterscheidung von Zentralverwahrung, Unterverwahrung und Depotbankfunktion: Zentralverwahrer verwahren die digital oder effektiv hinterlegten Wertpapiere für alle inländischen Verwahrstellen in Form der Sammelverwahrung. Unterverwahrer sind inländische Verwahrstellen, die für ausländische Depotbanken/Verwahrstellen in deren Auftrag inländische Wertpapiere verwahren. Depotbanken/Verwahrstellen (im Deutschen synonym verwendet) haben in dem Land ihren Sitz, in dem auch der Investor (etwa ein Fonds, eine Pensionskasse) sitzt. Sie erfüllen nicht nur Verwahrfunktionen, sondern auch Kontrollfunktionen für das Gesamtdpot (Anlagegrenzen, Anteilspreisberechnung). So wird ein US-Investor eine US-Depotbank mit der Verwahrung seines Depots beauftragen. Investiert er in ausländische Wertpapiere, so beauftragt die US-Depotbank einen ausländischen Unterverwahrer mit der Verwahrung dieser Papiere und diese wiederum beauftragt den Zentralverwahrer mit der eigentlichen Verwahrung als Sammelverwahrung. Das Prozedere ist in Europa detailliert durch EU-Recht und nationales Recht (in Deutschland KAGB, »Kapitalanlagegesetzbuch«) geregelt.

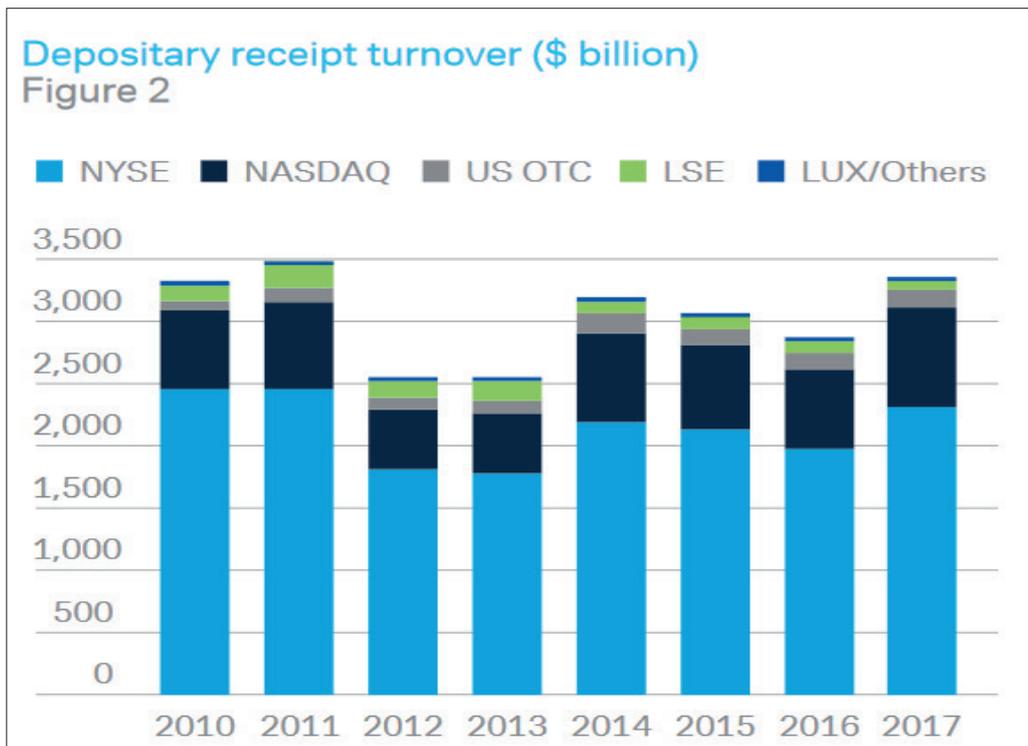


Abbildung 1:
Depository receipt turnover (\$ billion)
Quelle: Deutsche Bank, 2017.

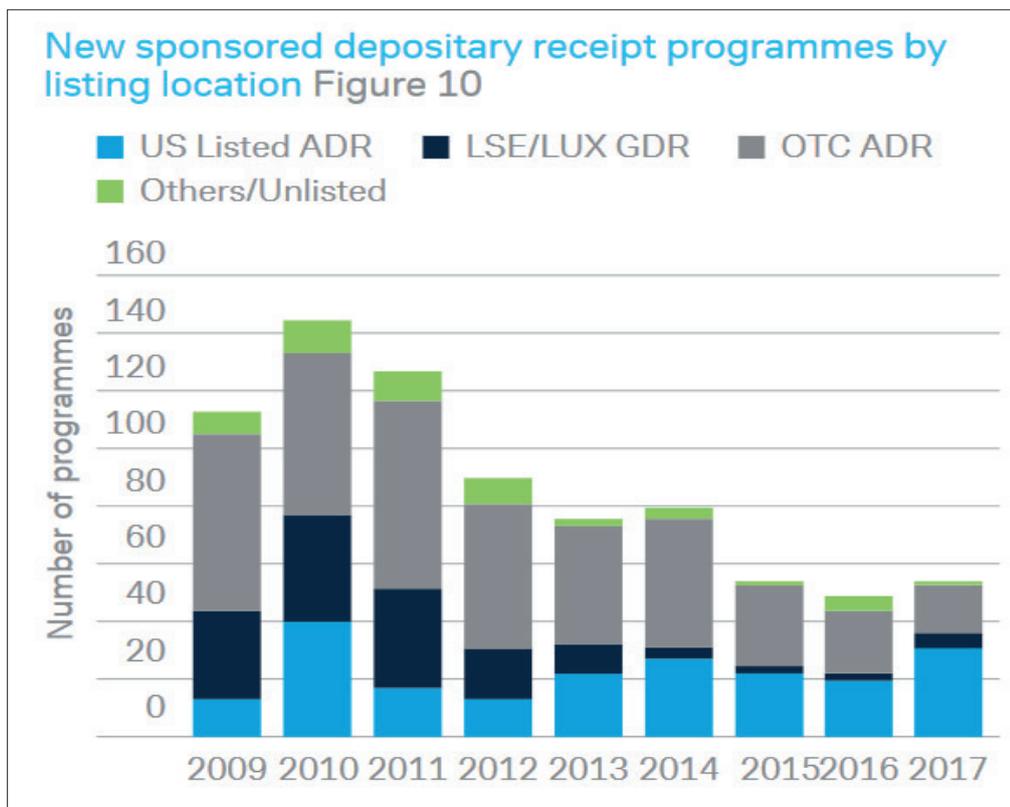


Abbildung 2:
New sponsored depository receipt programmes by listing location
Quelle: Deutsche Bank, 2017.

Pre-Release-ADRs

Pre-Release-ADRs (vorläufige Aktienbesitzbescheinigungen) sind entstanden, um technisch bedingte Abwicklungsverzögerungen zu überbrücken und im Zeitraum bis zur Hinterlegung der Originalaktien einen Handel in ADRs zu ermöglichen. Insbesondere bei Neuemissionen liegen Emissionstag und Abwicklungstag (»Settlement Day«) einige Tage auseinander. Die Hinterlegung der Originalaktien bei der US-Depotbank und deren Unterverwahrstelle findet nur mit einer Verzögerung statt. Um in diesem Zeitraum einen Handel in ADRs zu ermöglichen, ist das Instrument der Pre-Release-ADRs entstanden.¹⁵

Sobald die Originalaktien bei der ausländischen Unterverwahrstelle (»Custodian Bank«) hinterlegt werden, wird die Pre-Release-Transaktion »geschlossen«. Ursprünglich sind Pre-Release-Transaktionen also nur für die Dauer von wenigen Tagen aufgrund der Lieferverzögerung bei den Originalaktien intendiert gewesen. Pre-Release-ADRs können, sobald sie einmal emittiert sind, nicht mehr von normalen ADRs unterschieden werden.

Pre-Release-ADRs sind zusätzlichen Regulierungsvorgaben unterworfen. Hierzu gehört insbesondere, dass ausschließlich Pre-Release-Broker als Wertpapierhändler (»Broker«), die ein »Pre-Release Agreement« mit der US-Depotbank unterzeichnet haben, diese Pre-Release-ADRs von der Depotbank erwerben dürfen. Das »Pre-

Release Agreement« regelt alle Rechte und Pflichten des Wertpapierhändlers in der Periode bis zu endgültiger Hinterlegung der Originalaktien bei der Depotbank. Es wird von ihm erwartet, dass er treuhänderisch die Aufgaben der eigentlichen Depotbank in diesem Zeitraum übernimmt und eng mit dieser kooperiert. Zu den Pflichten des Pre-Release-Brokers, die in einer Pre-Release-Vereinbarung geregelt sind, gehören:

- Die Weitergabe aller eingehenden Dividendenzahlungen (bereinigt um die Quellensteuer) an die Depotbank, so als ob die Originalaktien bereits hinterlegt wären.
- Die Kontrolle, dass die Berechnung und Auszahlung der Quellensteuer durch die Unterverwahrstelle an die ausländischen Finanzbehörden auf Basis des im Doppelbesteuerungsabkommen festgehaltenen Steuersatzes für »US Residents« erfolgt.
- Die Weitergabe von Steuerbescheinigungen, -gutschriften und -erstattungen, welche der Broker von seiner ausländischen Unterverwahrstelle erhalten hat, an die zuständige US-Depotbank.
- Und insbesondere die Kontrolle, dass der Endkunde des Brokers, also etwa ein Fonds, eine Pensionskasse oder ein Privatanleger, für den der Broker treuhänderisch aktiv wird, auch tatsächlich über die noch zu hinterlegenden Aktien verfügt.

¹⁵ Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission, 2018a, S. 4f.

Missbrauch von Pre-Release-ADRs zur Dividendenarbitrage und für Leerverkäufe

Im Januar 2017 hat die SEC erstmals öffentlich zur missbräuchlichen Verwendung von Pre-Release-ADRs Stellung genommen¹⁶ und in einem Vergleichsverfahren einen Wertpapierhändler wegen der Verletzung der Bestimmungen der Börsengesetze (Securities Act 1933, Securities Exchange Act 1934) mit Sanktionen belegt. Im Juni 2017 ist einer der involvierten Händler des Unternehmens zu einer Strafzahlung verurteilt und von der SEC mit einem 18 monatigen Berufsverbot belegt worden.¹⁷

In Deutschland ist die Kölner Staatsanwaltschaft im Zuge der Ermittlungen um »Cum-Ex« und »Cum-Cum« Geschäfte auf etwaigen Missbrauch mit Pre-Release-ADRs gestoßen. Zudem haben Journalisten der Süddeutschen Zeitung und des WDR eigenständige Nachforschungen initiiert. Die Vorgänge um ADR-Papiere werden als »Cum-Fake« bezeichnet, da missbräuchliche ADR-Transaktionen nicht mit Aktien unterlegt waren.¹⁸

der Dividendenarbitrage betreffen. Zumindest in einigen Dokumenten wird zudem auf Vorgänge aus den Jahren 2004 bzw. 2007 Bezug genommen.

Bislang sind folgende Institutionen in Vergleichsvereinbarungen zu Strafzahlungen verurteilt und zur Unterlassung ihrer Praktiken aufgefordert worden: (Tabelle 1)

Die Untersuchung der SEC zeigt, dass sich das Instrument der Pre-Release-ADRs im Laufe der Zeit deutlich von der ursprünglichen Intention einer nur temporären Überbrückung von Lieferproblemen entfernt hat. Das zeigt auch die in den Dokumenten der SEC aufgeführte Analyse der Transaktionen, die in Pre-Release-ADRs getätigt worden sind. Bei der Deutschen Bank Trust Company hatten im Zeitraum 2011 bis 2016¹⁹ bei insgesamt 44700 Pre-Release-Transaktionen 11300 Transaktionen eine Laufzeit länger als 10 Tage, 3100 Transaktionen

Datum des Vergleichs	Name des Kreditinstituts	Zeitraum der Aktivitäten	Funktion
12.01.2017	ITG Inc.	2011-2014	Pre.-Rel. Broker
18.08.2017	Banca Imi Securities Corp.	2011-2015	Pre.-Rel. Broker
20.07.2018	Deutsche Bank Trust Company Inc.	2011-2016	Depotbank
20.07.2018	Deutsche Bank Securities Inc.	2012-2015	Pre.-Rel. Broker
25.09.2018	SocGen Americas Securities, LLC	2012-2015	Pre.-Rel. Broker
07.11.2018	Citibank, N.A.	2011-2016	Depotbank
17.12.2018	BNY Mellon	2011-2015	Depotbank
26.12.2018	JPMorgan	2011-2016	Depotbank

Tabelle 1: Vergleichsvereinbarungen zu missbräuchlichen Verwendungen von Pre-Release-ADRs
Quelle: U.S. Securities and Exchange Commission, 2017a, 2017c, 2018a, 2018b, 2018c, 2018d, 2018e, 2018f.

Die SEC hat ihre Untersuchungen seit 2017 fortgesetzt und ihre Feststellungen ausführlich dokumentiert. Es handelt sich um Vorgänge, die im Zeitraum 2011 bis 2016 stattgefunden haben und die die missbräuchliche Verwendung von ADRs zu Leerverkaufszwecken und

länger als 30 Tage und 230 Transaktionen länger als 100 Tage. »Normale« Lieferprobleme dauern in der Regel nur wenige Tage und sollten einen Zeitraum von 10 Tagen nicht überschreiten. Hieran wird erkennbar, dass die Pre-Release-Transaktionen anderen Zwecken dienen als der Überbrückung von Settlement-Timing-Differenzen.

¹⁶ Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission, 2017a.

¹⁷ Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission, 2017b.

¹⁸ »Cum-Fake« wird in der öffentlichen Debatte als Variante von »Cum-Cum« (Steuerarbitrage durch Verlagerung von Dividendenansprüchen auf eine steuerbegünstigte wirtschaftliche Einheit) und »Cum-Ex« (Mehrfacherstattung von nur einmal abgeführter Kapitalertragsteuer) diskutiert. Weitere Details zu »Cum-Ex« und »Cum-Cum« in: Deutscher Bundestag, 2017.

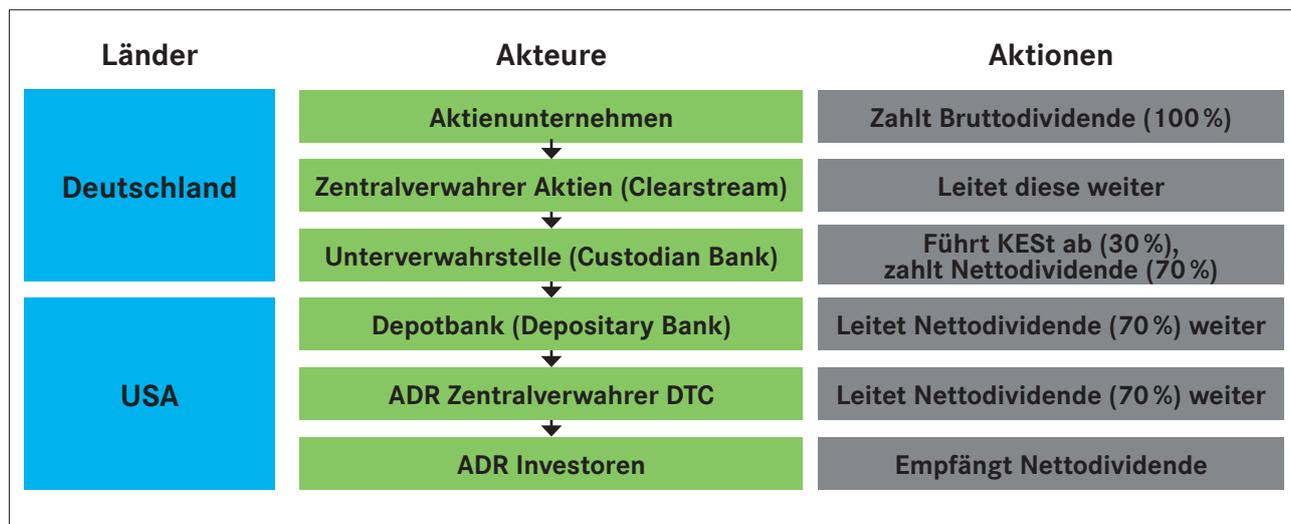
¹⁹ Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission, 2018a, S. 6.

Vielmehr ist das Instrument zu einem der Wertpapierleihe ähnlichen Instrument weiterentwickelt worden.²⁰ So werden an die Verleiher der Pre-Release-ADRs (an die Pre-Release-ADRs bereitstellende Depotbank sowie den weiterverleihenden Pre-Release-Broker) Leihgebühren gezahlt. Nach Aussage der SEC haben diese Leihe-Transaktionen zwei Zwecken gedient: Zum einen wurden die Pre-Release-ADRs genutzt, um Leerverkaufsaktivitäten (»Short Selling«)²¹ zu erfüllen, zum anderen ist eine gezielte Dividendenarbitrage betrieben worden.

Im Vordergrund und vermutlich auch Profitabilitätstreiber waren die Dividenden-Arbitrage-Transaktionen. An diesen Transaktionen waren bis zu 4 Einheiten am Ka-

Wertpapierhändler, eingebunden war. Es hat also eine Kette von bis zu drei Wertpapierleiheaktivitäten gegeben.²⁴

Bei einem regulären ADR-Geschäft mit hinterlegten Aktien bei der Depotbank wäre die Dividendenauszahlung²⁵ bei der Unterverwahrstelle der US-Depotbank aufgelaufen (siehe Grafik 1). Die Depotbank hätte die Nettodividende über DTC an die ADR-Inhaber weitergereicht. Dabei hätte die Unterverwahrstelle als zuständiges Kreditinstitut die Differenz zwischen Brutto- und Nettodividende entsprechend den Vereinbarungen des Doppelbesteuerungsabkommens der USA mit dem Sitzland des Aktienunternehmens einbehalten und in Form von Quellensteuer an die Steuerbehörden des Landes, in dem das Aktienunternehmen seinen Sitz hat,



Grafik 1: Auszahlungsstrom Dividenden ohne Pre-Release-Transaktion
Quelle: eigene Darstellung.

pitalmarkt beteiligt²², darunter in jedem Fall a) die das Pre-Release-ADR bereitstellende Depotbank, b) der Pre-Release-Broker, sowie c) ein quellensteuerbegünstigter Counterpart²³. Es scheint so zu sein, dass gelegentlich zwischen Pre-Release-Broker und dem steuerbefreiten Counterpart noch eine weitere Entity, etwa ein weiterer

weitergereicht. Die ADR-Inhaber hätten somit bei einer Bruttodividende von 100 Prozent und einem Abschlag von beispielsweise 30 Prozent der Bruttodividende²⁶ eine Nettodividende von 70 Prozent ausgezahlt bekommen.

In den von der SEC beschriebenen Pre-Release-Transaktionen ist die Dividende des Aktienunternehmens vom steuerbefreiten Counterpart vereinnahmt worden (siehe Grafik 2). Jedoch ist, da eine Quellensteuerbefreiung vorlag, keine Kapitalertragsteuerzahlung erfolgt bzw. diese erstattet worden. Damit ist gegen die Vorgaben des Pre-Release-Agreements, das eine Abführung der Kapitalertragsteuer auf Basis des DBA-Steuersatzes (30 Prozent) vorsieht, verstoßen worden. Durch die unzulässige Transaktion lag nun bei dem steuerbefreiten Counterpart eine Nettodividende (= Bruttodividende) von 100 Prozent vor. Dieser hat dann eine Leihgebühr, die sich aus der Nettodividende von 70 Prozent, einem

²⁰ Als Wertpapierleihe werden Transaktionen bezeichnet, bei denen ein Entleiher sich von einem Verleiher (häufig gegen Besicherung) Wertpapiere gegen eine Leihgebühr ausleiht und damit für den Zeitraum der Leihe das wirtschaftliche Verfügungsrecht über diese Wertpapiere erlangt.

²¹ Bei Leerverkaufsaktivitäten wird ein geliehenes Wertpapier, hier also ein geliehenes ADR, verkauft, um es zu einem erwarteten tieferen Kurs zurückzukaufen. Es wird also auf fallende Kurse spekuliert. Nachdem das Wertpapier zurückgekauft worden und der Kursgewinn vereinnahmt worden ist, wird es an den Verleiher zurückgegeben und die Transaktion geschlossen. Leerverkaufsaktivitäten verfolgen keine steuerlichen Zwecke, sondern sind ausschließlich spekulativ motiviert. Leerverkaufsaktivitäten, bei denen das verkaufte Wertpapier nicht durch eine Wertpapierleihe gedeckt ist, werden als ungedeckte Leerverkäufe (»naked short selling«) bezeichnet. Nach US-Börsenrecht sind diese verboten. Leerverkaufsaktivitäten mit Pre-Release-ADRs, die nicht mit Originalaktien unterlegt waren, erfüllen nach Auffassung der SEC den Tatbestand eines ungedeckten Leerverkaufs und stellen daher einen Verstoß gegen US-Börsengesetze dar.

²² Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission, 2018a, S. 8.

²³ Etwa ein Kreditinstitut oder ein Investmentfonds, der von der Verpflichtung, Quellensteuer abzuführen, befreit war.

²⁴ Vgl. zu Ketten von Wertpapierleiheaktivitäten bei »Cum-Cum« Geschäften: Deutscher Bundestag, 2017, S. 479f.

²⁵ Siehe hier auch Fußnote 8.

²⁶ Vgl. das Beispiel der SEC in U.S. Securities and Exchange Commission, 2017a, S. 7.

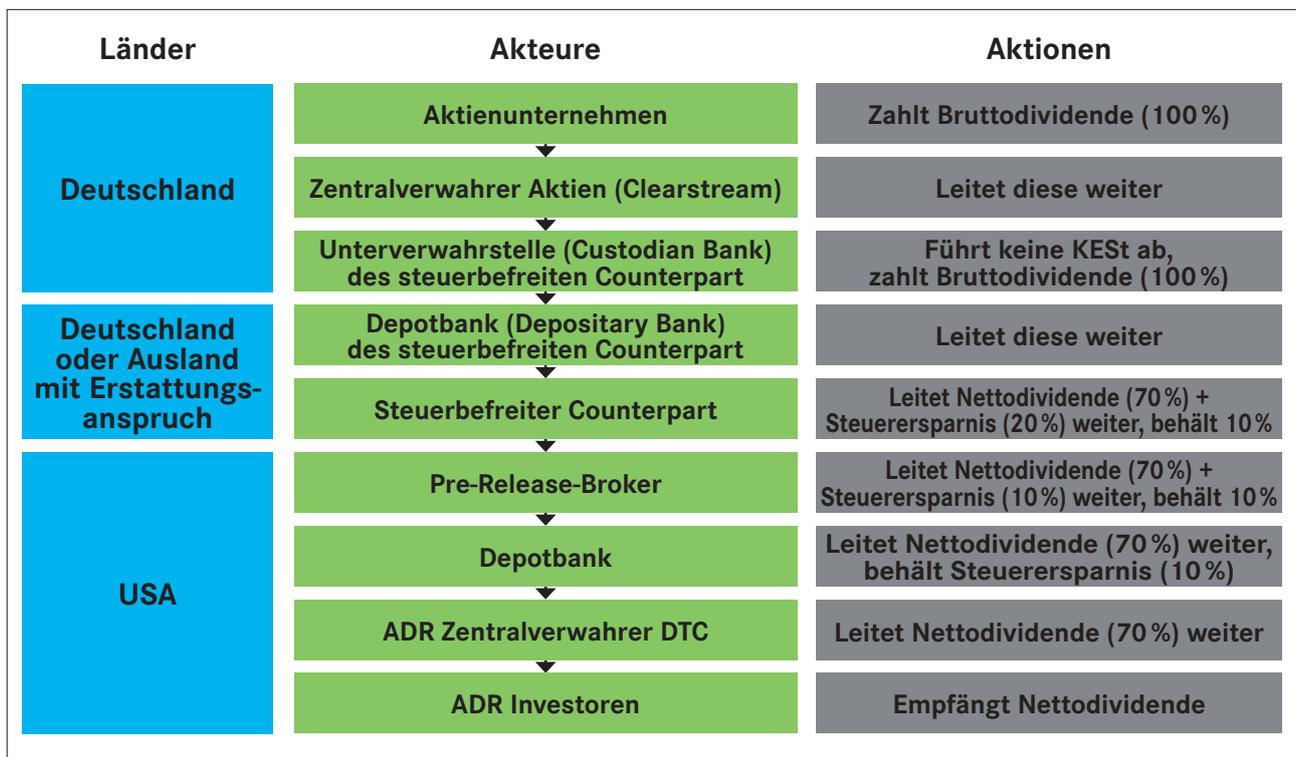
Teil der eingesparten Steuern (z. B. 20 Prozent) sowie der eigentlichen Leihgebühr zusammensetzte, an den Pre-Release-Broker gezahlt, und dieser hat wiederum die Nettodividende und ebenfalls einen Teil der erhaltenen 20 Prozent Steuerersparnis (z. B. 10 Prozent) an die Depotbank weitergereicht.

Im Ergebnis ist damit die Nettodividende von 70 Prozent entsprechend den Bestimmungen des Pre-Release-Agreements bei der Depotbank verbucht worden. Jedoch ist niemals eine 30-prozentige Quellensteuer abgeführt worden, wie dies bei einer regulären ADR-Transaktion entsprechend den Bestimmungen des »Deposit Agreements« (s.o.) der Fall gewesen wäre. Die Quellensteuer ist stattdessen als Gewinn mit 10 Prozent + 10 Prozent + 10 Prozent = 30 Prozent zwischen den beteiligten über

Das wesentliche Ziel, das mit einer Pre-Release-Transaktion zu steuerlichen Zwecken verfolgt wird, ist also die Umleitung des Dividendenauszahlungsweges, damit die Auszahlung an eine steuerbefreite Einheit erfolgt und daher die Belastung mit der Kapitalertragssteuer (KESt) unterbleibt.

In jeder anderen Konstellation wäre die Dividendenauszahlung zuerst über die US-Depotbank/Unterverwahrestelle gelaufen und dann dort regulär mit Quellensteuer belastet worden.²⁸

Wenn der Eigentumsanspruch durch ein Pre-Release-Geschäft also verlagert wird, so wird der Weg der Dividendenzahlung bereits bei Weiterleitung von Clearstream an denjenigen Unterverwahrer, der als



Grafik 2: **Auszahlungsstrom Dividenden mit Pre-Release-Transaktion**
Quelle: eigene Darstellung.

das Vehikel »Leihgebühr« aufgeteilt worden. Anschließend hat der steuerbefreite Counterpart möglicherweise noch versucht, diese Leihgebühr körperschaftsteuerermindernd als abzugsfähige Betriebsausgabe zu deklarieren. Dies ist durch Änderungen im deutschen Steuerrecht seit 2007 nicht mehr möglich. Die gesamte Wertpapierleihetransaktion ist dann dadurch geschlossen worden, dass die ausgeliehenen Pre-Release-ADRs an die Depotbank zurückgegeben worden sind.²⁷

Verwahrer für die Depotbank des Wertpapierentleihers (steuerbefreiter Counterpart) agiert, verändert.

Aus der Darstellung in den Dokumenten der SEC wird nicht klar, um welche Art von Einheit es sich bei dem steuerbefreiten Counterpart handelt. Die dort genannten Beispiele, etwa im Zusammenhang mit portugiesischen und französischen Aktien, lassen aber vermuten, dass es sich um eine Einheit mit Sitz in der EU handelt.²⁹ Zudem dürfte auch klar sein, dass dies eine Kapitalgesellschaft, also etwa ein Kreditinstitut, ist, da im Steuerrecht fast aller europäischen Jurisdiktionen

²⁷ Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission, 2017a, S. 7; 2017c, S. 8; 2018a, S. 8.

²⁸ Siehe hier auch Fußnote 8.

²⁹ Denkbar wäre aber auch ein Nicht-EU-Land, das mit Portugal oder Frankreich ein Null-Prozent-DBA abgeschlossen hat.

Kapitalgesellschaften als Empfänger von Kapitalerträgen einer anderen Aktiengesellschaft (also hier der Dividenden ausschüttenden Aktiengesellschaft) von einer Dividendenbesteuerung befreit sind. Steuersystematisch wird dies damit begründet, dass die Dividende aus dem bereits versteuerten Gewinn gezahlt wird und eine doppelte Besteuerung vermieden werden soll.

Ein Hinweis, dass auch deutsche Aktien betroffen waren und daher auch in Deutschland ein Schaden entstanden wäre, enthält die Darstellung der SEC nicht. Da jedoch US-Töchter der Deutschen Bank beteiligt waren, ist diese Vermutung naheliegend und auch Gegenstand der Untersuchungen der Kölner Staatsanwaltschaft.

In den Dokumenten der SEC wird in den betrachteten Fällen von einer Verletzung von Kontrollpflichten gesprochen. Es finden sich keine expliziten Aussagen zu einer gezielten Manipulation durch die beteiligten Akteure (Depotbanken, Pre-Release-Broker, steuerlich begünstigte Counterparts, weitere Endkunden). Dies

wird rechtliche Gründe haben. Man kann jedoch allen Beteiligten (zumindest den für diese Transaktionen zuständigen Mitarbeitern/Abteilungen) eine absichtliche Manipulation unterstellen, da die Steuerersparnis einvernehmlich unter allen Beteiligten aufgeteilt worden ist. Nach Auffassung der SEC musste zudem aus ökonomischen Gründen allen Beteiligten klar sein, dass die Originalaktien nicht vorhanden sein konnten. Die Steuerumgehung wäre sonst billiger, also ohne Leihgebühren, in einer direkten Transaktion mit den Originalaktien erfolgt.

Die Darstellung der SEC lässt nicht erkennen, dass es, wie bei den »Cum-Ex«-Transaktionen, zu Mehrfacherstattung nur einmal abgeführter Kapitalertragsteuer gekommen ist. Vielmehr handelt es sich hier um eine Variante von »Cum-Cum«³⁰, bei der Dividendenansprüche mittels Wertpapierleiheaktivitäten an eine steuerbegünstigte Einheit weitergeleitet werden.³¹

³⁰ Zur technischen Umsetzung von »Cum-Cum« Geschäften vgl. Deutscher Bundestag, 2017, S. 476ff.

³¹ Es lässt sich aber nicht ausschließen, dass es trotz des grundsätzlichen Charakters der Transaktion als »Cum-Cum« Geschäft nicht auch zu einem Koppelungsgeschäft mit »Cum-Ex« gekommen ist. Dies zu untersuchen ist Aufgabe der Steuerbehörden. Zum Zusammenhang von »Cum-Cum« und »Cum-Ex« in Koppelungsgeschäften siehe: Deutscher Bundestag, 2017, S. 480f.

Abschätzung des entstandenen steuerlichen Schadens

Die Unterlagen der SEC lassen Rückschlüsse auf den steuerlichen Schaden, der den Steuerbehörden insgesamt entstanden ist, zu. Die Strafzahlungen sind von der US-Aufsichtsbehörde so berechnet worden, dass die unrechtmäßigen Vermögensvorteile plus Zinserträge zurückgezahlt und zusätzlich die eigentliche Strafe gezahlt werden musste.

Die reinen Gewinne beziffern bislang insgesamt einen Betrag von über 200 Mio. USD und stellen sich dabei wie folgt dar:

Hierbei ist aber zu berücksichtigen, dass a) in den Profiten zwar auch die Erträge aus »Short Selling«-Aktivitäten enthalten sind, b) aber nur ein Teil der an der Wertpapierleihekette Beteiligten bislang überhaupt belangt worden ist und insbesondere der steuerbegünstigte Counterpart, der nicht der US-Börsenaufsicht unterliegt, fehlt. Steuerliche Schäden aus GDRs sind zudem nicht berücksichtigt,³² da die SEC hierfür nicht zuständig ist. Daher kann es gut sein, dass der tatsächliche Schaden um ein Vielfaches über den bislang ermittelten Gewinnen liegt.

Name des Kreditinstituts	Gesamtstrafe (USD)	Vermögensvorteile (USD)
ITG Inc.	24.450.468,00	15.070.144,00
Banca Imi Securities Corp.	35.411.021,00	18.048.483,38
Deutsche Bank Trust Company Inc.	73.284.827,00	44.458.001,00
Deutsche Bank Securities Inc.	1.648.265,00	995.506,00
SocGen Americas Securities, LLC	819.328,00	486.672,00
Citibank, N.A.	38.750.258,00	20.903.858,00
BNYMellon	54.187.554,80	29.369.032,40
JPMorgan	135.177.678,90	71.041.225,50
Gesamt	363.729.400,80	200.372.921,90

Tabelle 2: Strafen und Gewinne der an Pre-Release-Geschäften beteiligten Kreditinstitute

Quelle: U.S. Securities and Exchange Commission, 2017a, S. 8; 2017c, S. 9; 2018a, S. 10; 2018b, S. 9; 2018c, S. 8; 2018d, S. 10; 2018e, S. 10; 2018f, S. 10.

³² Die Marktführer bei GDRs sind Deutsche Bank, JPMorgan, Citibank und BNY Mellon als Depotbanken. Es handelt sich also hier um dieselben Banken, die nachweislich (s.o.) erwähnt in den ADR-Skandal verwickelt sind. Bislang liegen allerdings keine Belege für die Manipulation von GDRs vor. Eine Untersuchung wäre hier Aufgabe der Wertpapieraufsicht in Großbritannien und Luxemburg.

Steuerliche Situation in Deutschland

Im deutschen Steuerrecht werden Kapitalertragsteuern (KESt), je nachdem ob es sich um eine natürliche Person, eine Personengesellschaft, eine inländische Kapitalgesellschaft oder eine ausländische Kapitalgesellschaft handelt, unterschiedlich behandelt. Zudem gibt es noch weitere Freistellungs- und Nichtveranlagungstatbestände. So werden etwa Körperschaften des öffentlichen Rechts von der Verpflichtung, die Kapitalertragsteuer abzuführen, freigestellt. Die meisten Regelungen gehen auf die Neugestaltung der Kapitalertragbesteuerung im Jahr 2009 zurück. Im Wesentlichen sind die damals getroffenen Regelungen für Dividendenzahlungen auch heute noch gültig.

Für private Personen gilt, dass eine Abgeltungsteuer³³ in Höhe eines 25-prozentigen Abschlags der Kapitalerträge von Seiten der Bank erfolgt und an das zuständige Finanzamt als Quellensteuer abgeführt wird. Nur in sehr begrenztem Umfang ist eine Freistellung (Freistellungsauftrag 801 EUR für Ledige und 1602 EUR für Verheiratete) möglich.

Bei inländischen Personengesellschaften erfolgt bei Dividendenausschüttungen ebenfalls ein Kapitalertragsteuereinbehalt. Hier gilt jedoch das Teileinkünfteverfahren, bei dem Dividenden bei der späteren Steuerveranlagung nur zu 60 Prozent bei der Ermittlung der Bemessungsgrundlage für die Einkommensteuer berücksichtigt werden und die einbehaltene Kapitalertragsteuer angerechnet wird.

Sowohl private Personen wie auch Personengesellschaften dürften bei der Dividendenarbitrage keine wirkliche Rolle mehr spielen. Dies gilt insbesondere, da Veräußerungsgewinne (etwa wenn Dividenden bei Wertpapierleihegeschäften in Kursgewinne »verpackt« werden) seit 2009 ebenfalls der Besteuerung unterliegen.

Anders ist jedoch die Situation bei in- und ausländischen Kapitalgesellschaften als Gläubiger (Empfänger). Wie bereits angesprochen, versucht das Steuerrecht eine doppelte Besteuerung von Gewinnen zwischen Kapitalgesellschaften zu vermeiden. In Deutschland sieht die Regelung bei inländischen Kapitalgesellschaften³⁴ vor, dass zwar ein Einbehalt der 25-prozentigen Kapitalertragsteuer bei der auszahlen Stelle bei Dividendenausschüttungen erfolgt, diese aber im Rahmen der Körperschaftsteuerveranlagung zu 95 Prozent freigestellt werden. Die einbehaltene Kapitalertragsteuer wird auf die Körperschaftsteuer angerechnet.

³³ Zu den Begriffen: Die Kapitalertragsteuer ist eine Erhebungsform der Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer. Sie wird als Quellensteuer ähnlich wie die Lohnsteuer erhoben. Sie kann als Abgeltungsteuer oder als Vorauszahlung erhoben werden. Bei einer Abgeltungsteuer sind die Steuern »abgegolten« und es besteht keine Pflicht zur Veranlagung. Bei einer Vorauszahlung wird diese im Zuge der Veranlagung auf die Steuerschuld angerechnet.

³⁴ Vgl. Körperschaftsteuergesetz (KStG), 2018.

Hier hat es zum 01.01.2013 eine wichtige und für Zwecke der Dividendenarbitrage bedeutsame Modifikation des § 8b Abs. 4 KStG gegeben.³⁵ Bei Beteiligungen unter 10 Prozent ist eine Nichtberücksichtigung von Kapitalerträgen (Dividenden) bei inländischen Kapitalgesellschaften bei der Ermittlung des steuerpflichtigen Körperschaftsgewinns nicht mehr möglich.

Von daher erfolgt in diesen Fällen eine Besteuerung der erhaltenen Kapitalerträge über die Bestimmungen der Körperschaftsteuer, der Gewerbesteuer und des Solidaritätszuschlages. Es ergibt sich dann (bei einem unterstellten Hebesatz von 400 Prozent bei der Gewerbesteuer) eine Gesamtbesteuerung von 29,83 Prozent, etwas über dem Satz der Abgeltungssteuer zuzüglich des Solidaritätszuschlages.

Damit wird in Deutschland die Nutzung einer inländischen Kapitalgesellschaft als steuerbegünstigtes Vehikel zur Dividendenarbitrage eingeschränkt.³⁶ In den wenigsten Fällen dürften Kapitalgesellschaften (etwa Kreditinstitute oder Aktienfonds) über (nicht-strategische) Aktien bzw. ADR-Beteiligungen von 10 Prozent und mehr an deutschen Aktienunternehmen verfügen (außer möglicherweise Blackrock). Dass Wertpapierleiheaktivitäten zu einer temporären Beteiligung an einem Aktienunternehmen über 10 Prozent führen, ist bei großen Aktiengesellschaften nahezu ausgeschlossen.

Bei ausländischen Kapitalgesellschaften ist dies hingegen anders. Hier werden Dividenden ebenfalls mit der Kapitalertragsteuer von 25 Prozent (zuzüglich Solidaritätszuschlag) belastet. Die einbehaltene Steuer kann in einigen Fällen schon bei Einbehalt reduziert (Freistellungsverfahren) oder nachträglich erstattet werden (Erstattungsverfahren).³⁷

Dividenden an Kapitalgesellschaften, die ihren Sitz in der Europäischen Union (EU) haben, sind bei einer Mindestbeteiligung von 10 Prozent von der deutschen Besteuerung befreit (sog. Mutter-Tochter-Richtlinie der EU).

Dividenden an Kapitalgesellschaften aus Nicht-EU-Staaten können bei Vorhandensein eines Doppelbesteuerungsabkommens (DBA) zwischen Deutschland und dem Sitzstaat der beteiligten Gesellschaft **teilweise oder vollständig** steuerfrei³⁸ gestellt werden. Auf Antrag beim Bundeszentralamt für Steuern (BZSt) wird die Kapitalertragsteuer von der ausschüttenden

³⁵ Vgl. Alber, 2014.

³⁶ Es hat aber bei der Investmentfondsbesteuerung eine Möglichkeit zur Steuergestaltung bestanden, die jedoch mit der Neufassung des Investmentsteuergesetzes zum 01.01.2018 beseitigt worden ist. Bis dahin waren Fonds von der Körperschaftbesteuerung freigestellt und eine Besteuerung ist auf der Anlegerebene erfolgt. Seit Jahresbeginn 2018 sind Fonds körperschaftsteuerpflichtig.

³⁷ Siehe hierzu im Einzelnen Kapitel 8.

³⁸ Vgl. Bundeszentralamt für Steuern, 2009

Gesellschaft entweder nur teilweise bzw. gar nicht einbehalten oder nach Ausschüttung vom BZSt (teilweise) erstattet. Wie hoch der Reststeuersatz ist, ist von DBA zu DBA unterschiedlich. Für Dividenden an ausländische Kapitalgesellschaften aus Staaten, die nicht Mitglied der EU sind und mit denen Deutschland

kein Doppelbesteuerungsabkommen geschlossen hat, besteht grundsätzlich auch ein Anspruch auf Reduzierung der einbehaltenen Kapitalertragsteuer. Auf Antrag beim BZSt können zwei Fünftel der Kapitalertragsteuer erstattet werden, sodass die Gesellschaft nur mit einem Reststeuersatz von 15 Prozent belastet wird.

Die Aufgaben des Bundeszentralamts für Steuern (BZSt) bei der Behandlung der Kapitalertragsteuer

Das Bundeszentralamt für Steuern (BZSt) ist eine Behörde im Geschäftsbereich des Bundesministeriums der Finanzen (BMF). Zu seinen Aufgaben gehört die Freistellung und Erstattung der Kapitalertragsteuer (»Kapitalertragsteuerentlastung«).³⁹

Mit Änderung des § 44b Einkommensteuergesetz (EStG) in 2013 ist die Erstattung der Kapitalertragsteuer durch das BZSt **bei inländischen Steuerpflichtigen auf Sonderfälle begrenzt worden**.⁴⁰

Hingegen ist das BZSt für die Erstattung bzw. Freistellung von ausländischen begrenzt Steuerpflichtigen zuständig. Die diesbezüglichen Regeln finden sich in § 50d EStG.⁴¹ Dabei wird zwischen dem Erstattungsverfahren und dem Freistellungsverfahren unterschieden. Das Erstattungsverfahren regelt den Prozess zur Rückerstattung einer einbehaltenen Kapitalertragsteuer. Voraussetzung hierfür ist die Vorlage einer Steuerbescheinigung des die Kapitalertragsteuer abführenden Kreditinstitutes. Das Freistellungsverfahren stellt sicher, dass bei Erfüllung der Voraussetzungen eine Kapitalertragsteuer gar nicht erst einbehalten wird. Vorausset-

zung einer Freistellung ist eine mindestens 10-Prozent-Beteiligung an der inländischen Kapitalgesellschaft. Das Erstattungsverfahren wird hingegen in Fällen einer geringeren Beteiligungsquote (Streubesitz) angewandt.⁴²

Beide Verfahren stehen unter einem in § 50d Abs. 3 EStG festgelegten Missbrauchsvorbehalt. Ist der Tatbestand dieser Regelung erfüllt, scheidet ein Anspruch auf Steuerentlastung aus bzw. die ausgezahlten Steuern können zurückgefordert werden.

Im Unterschied zur steuerlichen Behandlung von inländischen Kapitalgesellschaften ist bei ausländischen Kapitalgesellschaften also eine Erstattung bei Beteiligungen unterhalb von 10 Prozent möglich. Damit bleiben ausländische Kapitalgesellschaften als Vehikel für Dividendenarbitrage interessant, sofern im Ausland eine Berücksichtigung der Kapitalerträge bei der Ermittlung des Körperschaftgewinnes unterbleibt. Hier besteht somit Handlungsbedarf auch im Sinne einer steuerlichen Gleichbehandlung von in- und ausländischen Kapitalgesellschaften.⁴³

³⁹ Vgl. Bundeszentralamt für Steuern, 2018a.

⁴⁰ Vgl. Bundeszentralamt für Steuern, 2018b.

⁴¹ Vgl. Einkommensteuergesetz, 2018.

⁴² Vgl. Bundeszentralamt für Steuern, 2018c.

⁴³ Die Veränderung des § 8b, Abs. 4 ist damals auf Basis eines EuGH-Urteils (20. Oktober 2011 in der Rechtssache C-284/09, »EuGH, 2011«) erfolgt, das sich auf die Notwendigkeit einer steuerlichen Gleichbehandlung von in- und EU-ausländischen Steuerpflichtigen bezieht. M.E. ist die Gleichbehandlung aber, sofern eine Erstattung bei ausländischen Kapitalgesellschaften durch das BZSt erfolgt und diese Kapitalerträge ggf. im Ausland bei der Ermittlung des Körperschaftsteuerpflichtigen Gewinns nicht angesetzt werden müssen, gerade nicht gegeben.

Das automatische Erstattungsverfahren

Der § 50d EStG regelt auch das automatische Erstattungsverfahren. Es ist als Alternative zum schriftlichen Verfahren entwickelt worden und zielt darauf, insbesondere ausländische Kreditinstitute, die für ihre Kunden tätig werden, zu entlasten. Der Ablauf ist in einer Verfahrensbeschreibung⁴⁴ ausführlich dokumentiert. Interessant sind hierbei die folgenden Punkte:

- Bei Anwendung des automatischen Verfahrens **ist eine Vorlage von Steuerbescheinigungen über die Höhe der Kapitalerträge sowie einbehaltener und abgeführter Steuer bei Antragsstellung nicht direkt erforderlich.**
- Bei zu Unrecht erstatteter KEST hat das teilnehmende Kreditinstitut eine Rückzahlungsverpflichtung an das BZSt.

- Es kommt ausschließlich für Dividendenzahlungen, die nach einem DBA-Abkommen einem Reststeuersatz von 15 Prozent unterliegen, in Frage. Bei weitergehenden Entlastungen, etwa 0 Prozent Reststeuersatz, ist das schriftliche Verfahren zu verwenden.
- Offenkundig besteht eine Sensitivität bei dem Thema ADRs: Erträge aus ADRs erfordern eine Bestätigung des beantragenden Kreditinstitutes, dass die Informationen von Mitgliedern des Zentralverwahrers DTC stammen und diese die Richtigkeit der Informationen zur wirtschaftlichen Berechtigung der Antragsteller und die Höhe des Steueranspruches bestätigen.⁴⁵

⁴⁴ Vgl. Bundeszentralamt für Steuern, 2018d.

⁴⁵ Die in den ADR-Skandal verwickelten Depotbanken sind alle Mitglieder der DTC.

Rechtliche Regelungen zur Verhinderung von Dividendenarbitrage

In Deutschland liegen die rechtlichen Voraussetzungen vor, eine Dividendenarbitrage zu verhindern. Voraussetzung ihrer Anwendung ist allerdings, dass Dividendenarbitrage als solche erkannt wird:

- **§ 8b, Abs. 4 KStG**⁴⁶: Die zum 01.03.2013 eingeführte Regelung des § 8b, Abs. 4 KStG, die Streubesitzdividenden, also Dividenden aus Beteiligungen unter 10 Prozent, beim Empfänger steuerpflichtig macht, ist ein wesentlicher Schritt, um Steuerarbitrage zu verhindern. In den wenigsten Fällen dürfte es zu Dividendenarbitrage-Transaktionen/ Wertpapierleiheaktivitäten kommen, die zu temporären Beteiligungen von über 10 Prozent an einem Aktienunternehmen führen.

- **§ 42 Abgabenordnung (AO)**⁴⁷: Dieser Paragraph sieht vor, dass bei Missbrauch steuerlicher Gestaltungsmöglichkeiten zur Umgehung von Steuerzahlungen ein Steueranspruch des Staates besteht und zwar in der Höhe, wie er bei einer wirtschaftlich angemessenen rechtlichen Gestaltung entstanden wäre. Der Missbrauch steuerlicher Gestaltungsmöglichkeiten ist nicht strafbar, führt aber zu einer Rückzahlungsforderung der Steuerbehörden. In Zusammenhang mit einem Gestaltungsmissbrauch kann aber, wie sonst auch, eine leichtfertige Steuerverkürzung oder Steuerhinterziehung vorliegen, wenn der Steuerpflichtige pflichtwidrig unrichtige oder unvollständige Angaben macht.

- **Bundesfinanzhof Urteil v. 18.8.2015, I R 88/13**⁴⁸:

Um die Steueranrechnung in Anspruch nehmen zu können, muss der Empfänger bei Dividendenbezug zumindest wirtschaftlicher Eigentümer der Aktien sein. Der Bundesfinanzhof stellte klar, dass bei einem Wertpapierleihgeschäft das »wirtschaftliche Eigentum« an einer Aktie nicht auf den Entleiher übergeht, sondern nur eine »zivilrechtliche Eigentumshülle.«

- **§ 50d EStG, Abs. 3**: Die Regelungen des § 50d EStG zur steuerlichen Behandlung bei DBAs enthalten, wie bereits oben erwähnt, ebenfalls einen Missbrauchsvorbehalt, der vermutlich ähnlich greift wie der § 42 AO bei inländischen Steuerpflichtigen.

- **§ 8b KStG, Abs. 10, Satz 1**: Wertpapierleihgebühren sind nicht mehr steuerlich als Betriebsausgabe vom steuerpflichtigen Gewinn abziehbar.

- **§ 36a, Abs. 1 EStG**: Die Haltefristen bei Aktiengeschäften um den Aktien-Ex-Tag sind auf 45 Tage vor und nach dem Ex-Tag verlängert worden. Zusätzlich wird ein Mindestaktienkursrisiko von 70% als Voraussetzung für eine vollständige Anrechnung der KEST auf die Körperschaftsteuer verlangt.⁴⁹

⁴⁶ Vgl. Körperschaftsteuergesetz, 2018.

⁴⁷ Vgl. Abgabenordnung, 2018.

⁴⁸ Vgl. Bundesfinanzhof, 2015.

⁴⁹ Das heißt, ein Investor muss das Aktienkursrisiko tragen und darf es nicht durch Kurssicherungsgeschäfte eliminieren. Da Wertpapierleihegeschäfte ein Aktienkursrisiko von Null haben, ist die KEST nicht vollständig anrechenbar.

Finanzpolitische Maßnahmen

Regulierung des Wertpapierleihe- und Repogeschäfts

Sowohl bei »Cum-Cum« wie auch bei »Cum-Ex« oder jetzt bei »Cum-Fake« stehen die Wertpapierleiheaktivitäten (»Security Lending«) der Investmentbanken im Zentrum der technischen Umsetzung der Steuerumgehung und -hinterziehung. Hieraus ergibt sich ein dringender Regulierungsbedarf, der den Aktivitätsspielraum der Wertpapierleihe auf die ursprüngliche Intention einer nur temporären Überbrückung von Lieferproblemen beschränkt.

Zudem sollte durch die europäischen Aufsichtsbehörden eine historische Aufarbeitung der Rolle der Investmentbanken und ihrer Wertpapierleiheabteilungen seit 2002 bei »Cum-Cum«, »Cum-Ex« und »Cum-Fake« angestoßen werden, um hier Transparenz herzustellen.

Bei einer Regulierung der Wertpapierleihe sollte auch ein generelles Verbot von Leerverkäufen (»Short Selling«) in Erwägung gezogen werden. Von einem gedeckten Leerverkauf spricht man, wenn sich der Verkäufer die Wertpapiere vor dem Verkauf – gegen ein entsprechendes Entgelt – von einem anderen Marktteilnehmer geliehen hat. Bislang sind nur ungedeckte Leerverkaufsaktivitäten verboten. Die durch »Short Selling« bewirkten Kursübertreibungen (nach unten) schädigen Anleger (derzeit bereiten US-Anwälte mit diesem Argument eine Sammelklage gegen einige der in den ADR-Skandal verwickelten Banken vor) und führen zu Insolvenzen, wenn Unternehmen bei Kursverfall von der Refinanzierung am Kapitalmarkt ausgeschlossen werden. Zudem wirken sie krisenverstärkend.

Finanzpolizei

Die Vorgänge um »Cum-Ex«, »Cum-Cum« und »Cum-Fake« zeigen nicht nur eine erhebliche kriminelle Energie und Kreativität von Finanzinstitutionen, sondern belegen auch ein eklatantes Versagen der involvierten staatlichen Stellen (BMF, Steuerbehörden, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [BaFin]).⁵⁰ Es bestehen offenkundig erhebliche Kontroll-, Ressourcen- und Kompetenzdefizite. Dies gilt insbesondere für die beteiligten Steuerbehörden, die nicht einmal summarisch in der Lage waren, abgeführte KEST, KEST-Erstattungen und ausgestellte Steuerbescheinigungen miteinander abzugleichen und damit den Fehlbetrag der »Cum-Ex« Geschäfte von 7,2 Mrd. EUR⁵¹ aufzudecken.

Es ist daher die Einrichtung einer zentralen auf Aufdeckung von Steuerumgehung und -hinterziehung

⁵⁰ Vgl. dazu Deutscher Bundestag, 2017. Das Versagen der staatlichen Stellen, der Widerstand der involvierten Steuerrechtskanzleien aber auch die zeitweise blockierende Rolle der Rechtsprechung Bundesfinanzhof (BFH), wird in diesem 830 Seiten langen Untersuchungsbericht, insbesondere in den Sondervoten der Fraktionen DIE LINKE und B90/DIE GRÜNEN, minutiös und eindrucksvoll aufbereitet.

⁵¹ Vgl. Spengel et al., 2017

spezialisierten Behörde zu prüfen. Diese sollte auch ermächtigt sein, steuerrechtliche Fragestellungen an auf Steuerrechtsfragen spezialisierte Kanzleien/ Wirtschaftsprüfungsgesellschaften auszulagern. So kann das fachliche »Gap« der staatlichen Stellen geschlossen werden. Eine enge Interaktion dieser Behörde mit der zuständigen Wertpapieraufsicht sollte sichergestellt werden. Zu den Aufgaben sollte zudem die Finanzierung von »Whistleblower«-Aktivitäten in Kreditinstituten und Unternehmen gehören.

Der Arbeitsauftrag ließe sich auch um einen Themenbereich »Internationale Unternehmensbesteuerung« erweitern, mit dem Ziel, den Steuerminimierungsaktivitäten transnationaler Konzerne Steueroptimierungsstrategien im Interesse des Staates und seiner Bürger entgegenzustellen. Eine solche Behörde ist selbstfinanzierend.

Einschränkung des Erstattungsverfahrens und Anpassung des § 50d EStG

Im Unterschied zur steuerlichen Behandlung von inländischen Kapitalgesellschaften ist bei ausländischen Kapitalgesellschaften eine Erstattung auch bei Beteiligungen unterhalb von 10 Prozent möglich. Damit bleiben ausländische Kapitalgesellschaften als Vehikel für Dividendenarbitrage interessant. Hier besteht somit Handlungsbedarf auch im Sinne einer steuerlichen Gleichbehandlung von in- und ausländischen Kapitalgesellschaften. Das Erstattungsverfahren des BZSt sollte daher auf Fälle begrenzt werden, bei denen eine Beteiligung an der ausschüttenden Aktiengesellschaft von mehr als 10 Prozent vorliegt. Hierzu muss der § 50d EStG angepasst werden. Möglicherweise muss auch eine Anpassung von DBAs erfolgen. Europäisches Recht⁵² ist auch betroffen.⁵³

Überprüfung/Anpassung und ggf. Abschaffung des automatischen Erstattungsverfahrens

Offenkundig sieht die Verfahrensregelung bei der automatischen Erstattung der KEST eine Erstattung ohne Steuerbescheinigung vor, ohne dass diese direkt beim

⁵² Vgl. Europäischer Gerichtshof, 2011.

⁵³ Grundsätzlich ist die Sinnhaftigkeit eines Erstattungs- und Freistellungsverfahrens bei ausländischen Steuerpflichtigen auch bei Beteiligungen > 10 Prozent in Frage zu stellen. Hierdurch werden transnational agierende Konzerne in ihren Steuerminimierungsstrategien unterstützt. Gerade bei Internetkonzernen ist die Durchsetzung des Quellenlandprinzips gegenüber dem geltenden Wohnsitzprinzip von Bedeutung; das heißt also auch Besteuerung von Kapitalerträgen im Quellenland und Verzicht auf Erstattung bzw. Freistellung. Alternativ kann dann eine Anrechnung auf die Körperschaftsteuer im Wohnsitzland der ausländischen Kapitalgesellschaft (»Anrechnungsverfahren«) erfolgen. Das ist dann aber Angelegenheit der dortigen Steuergesetzgebung. Eine vollständige Abschaffung des Freistellungs- und Erstattungsverfahrens erfordert allerdings rechtliche Anpassungen auf EU-Ebene (Abschaffung/ Modifikation der Mutter-Tochter-Richtlinie). Die aktuell in der Diskussion befindliche Einführung »virtueller Betriebsstätten« zwecks Besteuerung von Internetkonzernen bedeutet nichts anderes als die faktische Einführung des Quellenlandprinzips bei formaler Beibehaltung des Wohnsitzprinzips.

BZSt vorgelegt werden muss. Das ist problematisch. Generell sollte geprüft werden, ob das automatische Erstattungsverfahren die Identifikation steuerlich motivierter Umgehungsaktivitäten erschwert. Gegebenenfalls ist das automatische Erstattungsverfahren abzuschaffen.

Kooperation von SEC und BaFin bei der Aufklärung

Es ist davon auszugehen, dass der SEC die Namen der an der Dividendenarbitrage Beteiligten vollständig vorliegen, also auch die Namen der steuerbegünstigten Kapitalgesellschaft. Hier sollte ein Informationsaustausch erfolgen und diese Informationen dann den Steuerbehörden zwecks Nachforderung der Steuern bereitgestellt werden.

Untersuchung der GDR-Aktivitäten durch die zuständigen europäischen Aufsichtsbehörden

Die GDR-Geschäfte an europäischen Finanzmärkten, vor allem London und Luxemburg, sind durch die jeweils zuständigen Aufsichtsbehörden zu analysieren.

Überprüfung aller GDR- und ADR-Erstattungen durch das BZSt

Ebenso sollten rückwirkend alle Erstattungsvorgänge der BZSt, die auf ADRs und GDRs zurückgehen, überprüft werden.

Literaturverzeichnis

Abgabenordnung, 2018. § 42 AO. [Online]
https://www.gesetze-im-internet.de/ao_1977/__42.html

Alber, M., 2014.

Die neue Steuerpflicht für Streubesitzdividenden nach § 8 Abs. 4 KStG n. F.. [Online]
<https://www.bundesanzeiger-verlag.de/fileadmin/Betrifft-Unternehmen/Arbeitshilfen/Fachbeitraege/Streubesitzdividende.pdf>

BNYMellon, 2011.

Deposit Agreement Sequans Communications. [Online]
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1383395/000119312511073942/dex42.htm>

Bundesfinanzhof, 2015.

Urteil vom 18.8.2015, I R 88/13. [Online]
<https://juris.bundesfinanzhof.de/cgi-bin/rechtsprechung/druckvorschau.py?Gericht=bfh&Art=en&nr=32586>

Bundesministerium der Finanzen, 2017.

Steuerliche Behandlung von Cum-Cum-Transaktionen. [Online]
https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/BMF_Schreiben/Steuerarten/Einkommensteuer/2017-07-17-Steuerliche-Behandlung-von-Cum-Cum-Transaktionen.html

Bundeszentralamt für Steuern, 2009.

Besteuerung Kapitalerträge ab 2009. [Online]
https://www.steuerliches-info-center.de/DE/SteuerrechtFuerInvestoren/Unternehmen_Inland/Abzugsteuern/Kapitalertragsteuer/kapitalertragsteuer_node.html

Bundeszentralamt für Steuern, 2018a.

Kapitalertragsteuerentlastung. [Online]
https://www.bzst.de/DE/Steuern_International/Kapitalertragsteuerentlastung/Kapitalertragsteuerentlastung_node.html

Bundeszentralamt für Steuern, 2018b.

Kapitalertragsteuererstattung durch das Bundeszentralamt für Steuern. [Online]
https://www.bzst.de/DE/Steuern_National/Kapitalertragsteuererstattung/kapStErstattung_node.html

Bundeszentralamt für Steuern, 2018c.

Voraussetzungen für die Erstattung. [Online]
https://www.bzst.de/DE/Steuern_International/Kapitalertragsteuerentlastung/Erstattungsverfahren/Voraussetzungen/Voraussetzungen_node.html

Bundeszentralamt für Steuern, 2018d.

Verfahrensbeschreibung. [Online]
https://www.bzst.de/DE/Steuern_International/Kapitalertragsteuerentlastung/DTV_Antragsteller/Formulare/Verfahrensbeschreibung.html?nn=30008#download=1

Deutsche Bank, 2015.

Global Depository Receipts. [Online]
https://www.deutsche-bank.de/fk/de/docs/Factsheet_DepositoryReceipts_v7_DIGITAL.pdf

Deutsche Bank, 2017.

Depository Receipts 2017 in Review. [Online]
https://tss.gtb.db.com/FileView/Data.aspx?URL=dbdr/cms/2017_GTB_DRAnnualReview_Final.pdf

Deutscher Bundestag, 2017.

Drucksache 18/12700. [Online]
<http://dip21.bundestag.de/dip21btd/18/127/1812700.pdf>

Einkommensteuergesetz, 2018. § 50d EStG. [Online]
https://www.gesetze-im-internet.de/estg/__50d.html

Europäischer Gerichtshof, 2011.

Urteil Europäische Kommission gegen Bundesrepublik Deutschland C-284/09. [Online]
<http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?language=de&num=C-284/09>

Körperschaftsteuergesetz, 2018. § 8b KStG. [Online]
https://www.gesetze-im-internet.de/kstg_1977/__8b.html

PricewaterhouseCoopers, 2012.

Listing in the US. [Online]
<https://www.pwc.com/ua/en/services/capital-markets/assets/listing-in-the-us-ua-en.pdf>

Spengel, C., Dutt, V., Vay, H., 2017.

Schätzung des durch Cum/Ex-Geschäfte mit Leerverkäufen entstandenen Steuerschadens, Universität Mannheim. [Online] [https://liveo.zeit.de/infografik/2017/SteuerschadenCum-Ex\(2017-03-31\).pdf](https://liveo.zeit.de/infografik/2017/SteuerschadenCum-Ex(2017-03-31).pdf)

Topforeignstocks.com, 2018.

Foreign ADRs list. [Online]
<https://topforeignstocks.com/foreign-adrs-list/>

U.S. Securities and Exchange Commission, 2012.

ADR Bulletin. [Online]
<https://www.sec.gov/investor/alerts/adr-bulletin.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission, 2017b.

Anthony Portelli Proceeding 3-18042. [Online]
<https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/34-80996.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission, S., 2017a. **ITG Cease and Desist Proceedings 3-17770**. [Online] <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10279.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission, S., 2017c. **Banca Imi Cease and Desist Proceedings 3-18118**. [Online] <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10401.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission, S., 2018a. **Deutsche Bank Trust Company Americas Cease and Desist Proceedings 3-18605**. [Online] <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/33-10523.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission, S., 2018b. **Deutsche Bank Securities Inc. Cease and Desist Proceedings 3-18606**. [Online] <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/34-83677.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission, S., 2018c. **SocGen Cease and Desist Proceedings 3-18835**. [Online] <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/33-10560.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission, S., 2018d. **Citibank Cease and Desist Proceedings 3-18886**. [Online] <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/33-10571.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission, S., 2018e. **BNY Mellon Cease and Desist Proceedings 3-18933**. [Online] <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/33-10586.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission, S., 2018f. **JPMorgan Cease and Desist Proceedings 3-18963**. [Online] <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/33-10600.pdf>

