



Stellungnahme der  
Gruppe Deutsche Börse

zu dem Referentenentwurf eines Gesetzes zur Reform der Investmentbesteuerung  
(InvStRefG) vom 16. Dezember 2015  
IV C 1 - S 1980-1/14/10001: 002 - 2015/1101556

15.Januar 2016

## Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zu dem Referentenentwurf eines Gesetzes zur Reform der Investmentbesteuerung (InvStRefG)

Die Gruppe Deutsche Börse als Infrastrukturanbieter gewährleistet einen transparenten Handel bei gleichzeitiger Sicherstellung von ausreichender Liquidität auf den Märkten. Dabei folgt Sie stets den aktuellsten deutschen und internationalen Regularien, z.B. der Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) oder der EU-Verordnung Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (EU-LeerverkaufsVO). In diesem Zusammenhang stehen wir in engem Kontakt zu den Aufsichtsgremien und dem Gesetzgeber, und streben an, neue Regularien im Sinne des Gesetzgebers und auch im Interesse transparenter Märkte umzusetzen.

Vor diesem Hintergrund haben wir den Referentenentwurf eines Gesetzes zur Reform der Investmentbesteuerung analysiert. Ihrem Angebot kommen wir daher gerne nach und übersenden Ihnen nachfolgend eine zusammengefasste Stellungnahme der beteiligten Unternehmen der Gruppe Deutsche Börse (Deutsche Börse AG, Eurex Frankfurt AG, Eurex Clearing AG und Clearstream Banking AG).

Wir begrüßen den Referentenentwurf im Grundsatz sehr, da er eine Rechtsunsicherheit behebt und damit den Investoren eine klare Regel in einem bisher unregulierten Segment der Kapitalertragsbesteuerung vorgibt.

Gleichzeitig haben wir Bedenken, dass die geplante Neuregelung des § 36 Abs. 2a EStG in ihrem aktuellen Wortlaut zu erheblichen Einschränkungen des Handels und zu einem Eingriff in die von der EU geforderte Liquidität der Märkte und Transparenz bei der Preisbildung führen kann. Darüber hinaus führt die neu geplante Regel zu einer Unsicherheit über die Ausstellung von Steuerbescheinigungen an ausländische Marktteilnehmer.

### *Vorbemerkungen*

Mit der geplanten Neuregelung des § 36 Abs. 2a EStG – neue Fassung sollen, ausgehend von der Begründung des Referentenentwurfs, missbräuchliche Gestaltungen zur Umgehung der Dividendenbesteuerung (sog. Cum/Cum-Geschäfte) unterbunden werden. Erfasst werden sollen insbesondere Gestaltungen, bei denen durch den Verkauf von Aktien vor dem Dividendenstichtag und gleichzeitiger Rückveräußerung nach dem Dividendenstichtag, durch Termingeschäft oder durch eine Wertpapierleihe, die Besteuerung der Dividenden insbesondere auf Ebene der ausländischen Anteilseigner vermieden wird.

Eine missbräuchliche Anrechnung von Kapitalertragsteuer bei Cum/Cum-Geschäften sollte per Definition nach unserer Interpretation ausgeschlossen sein, da die bei Zahlung einer Dividende einbehaltene Kapitalertragsteuer von einem berechtigten Steuerinländer zur Anrechnung gebracht wird.

Aus unserer Sicht entsteht somit die Gefahr, dass die Beschränkung der Anrechenbarkeit von Kapitalertragsteuer durch Mindesthaltefristen Einfluss auf den Handel mit Aktien und Genussrechten über den Ausschüttungstichtag hat und im Ergebnis sowohl die Tätigkeit der ausländischen und inländischen Marktteilnehmer erheblich beeinträchtigt als auch der Finanzplatz Deutschland gefährdet wird.

Nach unserem Verständnis handelt es sich bei den in der Begründung des Referentenentwurfs enthaltenen Missbrauchsvermeidungsregelungen in anderen Ländern, z.B. der „Dividend Received Deduction“ in den USA, nicht um Vorschriften zur möglichen Versagung der Anrechnung von auf Dividendenzahlungen einbehaltenen Kapitalertragsteuer, sondern um Vorschriften, die regeln sollen, unter welchen Voraussetzungen steuerfreie Dividenden vorliegen. Insoweit setzen diese Regelungen auf einer anderen Ebene an, deren Übertragbarkeit auf das deutsche Steuerrecht ist nicht ohne Weiteres gegeben.

Zu unseren Anmerkungen im Einzelnen:

Die Einführung der geplanten 45-Tage-Regel in Kombination mit der Notwendigkeit der Übernahme eines Wertveränderungsrisikos während dieses Zeitraums („45-Tage-Regel“) kann ohne Gewährung von Ausnahmen zu erheblichen Liquiditätseinschränkungen und zu Erhöhungen der Spreads an den Märkten führen, wodurch die Kosten für die Investoren erheblich steigen werden.

a) *Market Maker*

Die geplante 45-Tage-Regel zur Anrechnung der Kapitalertragsteuer ist inkompatibel mit dem Auftrag der Market Maker, für Liquidität an einem organisierten Handelsplatz zu sorgen. Market Maker ermöglichen den jederzeitigen Handel von Finanzinstrumenten und lösen das Problem, dass Käufer und Verkäufer nicht zeitgleich aufeinandertreffen. In dieser Rolle ist es unvermeidlich, dass Market Maker einen Handelsbestand aufbauen (siehe hierzu z.B. EU-Leerverkaufsverordnung (236/2012), Erwägungsgrund Nr. 26 im Hinblick auf Short-Positionen; dieses Argument gilt ebenso für Long-Positionen, d.h. generell: alle Positionen des Market Makers).

Hält der Market Maker einen Handelsbestand am Ende des Dividendenstichtages, so erhält er die Dividende abzüglich der Kapitalertragsteuer, die er künftig nur noch dann anrechnen kann, wenn er die Papiere 45 Tage um den Dividendenstichtag hält. Ein längeres Halten von Beständen widerspricht jedoch fundamental der Rolle des Market Makers. Ein Market Maker wird darauf bedacht sein, Bestände lediglich kurzfristig zu halten mit dem Ziel, die Nachfrage nach Stücken jederzeit bedienen zu können. Das längerfristige Halten von Beständen ist ihm zudem aus Risikomanagement- und den daraus resultierenden Kapitalanforderungs-Aspekten nicht möglich. Hält der Market Maker einen Bestand am Ende des Cum-Tages, so erleidet er mit der Neuregelung einen sicheren Verlust. Denn der Eröffnungspreis einer Aktie am Ex-Tag entspricht dem Schlusspreis des Vortages abzüglich der Brutto-Dividende. Da der Market Maker künftig keine Erstattung der Kapitalertragsteuer mehr erhält, erleidet er somit einen sicheren Verlust in Höhe der Kapitalertragsteuer.

Da die Anrechnung der Steuer nur möglich ist bei längerfristigem Halten eines Bestandes, also Wahrung der 45-Tage-Frist, erleidet der Market Maker künftig den Verlust allein

aufgrund seiner Verpflichtung zum jederzeitigen Handel und dem damit einhergehenden ständigem Umschlagen seines Wertpapierbestandes. Ein Steuerumgehungstatbestand liegt hier definitiv nicht vor, denn es handelt sich lediglich um das gewöhnliche Geschäftsmodell des Market Makers.

Aus diesem Grund erachten wir eine Ausnahme für Market Maker als sehr wichtig. Andernfalls würde die Fähigkeit von Market Makern beeinflusst werden, den Markt am Cum-Tag mit Liquidität zu versorgen.

Die Gewährung von Ausnahmen für Market Maker ist in der Gesetzgebung üblich. So zum Beispiel:

- in der EU-Marktmissbrauchsverordnung: Market Making gilt als legitime Form von Finanzaktivität und ist nicht als Marktmissbrauch zu werten (siehe hierzu EU-Marktmissbrauchsverordnung (596/2014), Erwägungsgrund Nr. 29 und 30). In diesem Kontext steht dieser Ansatz der Begründung des Referentenentwurfes des InvStRefG diametral entgegen, da dessen Artikel 3 Ziffer 2 (a) und (b) das kurzfristige Halten von Aktien grundsätzlich unter den Verdacht der Steuerumgehung stellt; oder
- in der EU-Leerverkaufsverordnung: Market Maker werden grundsätzlich vom Leerverkaufsverbot ausgenommen (siehe hierzu EU-Leerverkaufsverordnung (236/2012), Erwägungsgrund Nr. 26).

#### *b) Wertpapierleihengeschäfte*

Die geplante 45-Tage-Regel schränkt die Liquiditätsversorgung des Kapitalmarktes durch bilaterale OTC-Wertpapierleihengeschäfte ein. Solche Wertpapierleihengeschäfte sind u.a. notwendig, um die Stabilität und Liquidität des Kapitalmarktes zu garantieren. So ermöglichen sie die Belieferung einer Verkaufsposition auch bei Nichtbelieferung eigener Kaufpositionen, so genannte „Fail Coverage“, sowie die Eindeckung zur Belieferung von verbleibenden Verkaufspositionen durch Market Maker.

Darüber hinaus wurde im Zuge der Finanzkrise des Jahres 2008 die Möglichkeit des Abschlusses von Wertpapierleihengeschäften über eine Zentrale Gegenpartei geschaffen, um das Kontrahenten-Ausfallrisiko zu reduzieren, die Transparenz des Wertpapierleihemarktes

zu erhöhen, die Kosten durch die verringerten Eigenkapitalforderungen zu senken und die systemischen Risiken zu reduzieren.

Aus diesem Grund erachten wir auch eine Ausnahme für Wertpapierleihegeschäfte als sehr empfehlenswert. Wir bitten daher um Prüfung, ob die gleichen Ziele auch mit Regelungen erreicht werden können, die den Kapitalmarkt weniger belasten.

*c) Absicherungsgeschäfte mit börslich gehandelten Derivaten*

Gerade in der Zeit volatiler Märkte bietet die Absicherungsmöglichkeit von Positionen über Derivate, z.B. Single-Stock Futures oder Optionen, Sicherheit gegen starke Kursausschläge. Durch das erforderlich werdende Einpreisen einer möglichen fehlenden Anrechenbarkeit der Kapitalertragsteuer in die Derivatepreise können sich die Absicherungsmöglichkeiten für Investoren verteuern.

Zu einer weiteren Verteuern würde es auf Bankenseite kommen, wenn diese auf eine Absicherung ihre übrigen Geschäfte verzichten müssten, um einen Verlust der Anrechnungsmöglichkeit der gezahlten Kapitalertragsteuer zu vermeiden, da ungesicherte Positionen mit einer höheren Eigenkapitalquote zu hinterlegen sind als gesicherte Bestände.

Um die – aus unserer Sicht – ungewollten Auswirkungen des geplanten § 36 Abs. 2a Satz 2 EStG nicht zum Tragen kommen zu lassen, erachten wir auch für über börslich gehandelte Derivate gedeckte Absicherungsgeschäfte eine Ausnahmeregelung als sehr empfehlenswert.

*d) Abbildbarkeit von Deutschen Indizes*

Die 1988 eingeführte Methodik für die DAX-Indexfamilie als sog. Performance Indizes mit Reinvestition der Bruttodividende in den Indizes ist weltweit einzigartig. Damit unterscheidet sich die DAX Familie vom nahezu allen führenden nationalen Benchmark Indizes, die als Preis Indizes ausgestaltet sind.

Obwohl wir das Gesetzesvorhaben im Grundsatz unterstützen, möchten wir an dieser Stelle darauf hinweisen, dass durch die vorgeschlagene Regelung eine exakte Abbildung der DAX-Indizes erheblich erschwert wird und Investoren mit einer Underperformance gegenüber dem

Index rechnen müssen. Dadurch kann die DAX-Familie ihren Status als führende Indexfamilie für den deutschen Aktienmarkt verlieren – mit gravierenden Auswirkungen auf etablierte Marktstrukturen. Es ist auch davon auszugehen, dass für End-Investoren nach Inkrafttreten der Regelung deutlich weniger Investmentprodukte, die auf den DAX-Indizes basieren, angeboten werden, da diese nicht mehr vollständig abgesichert werden können.

Änderungen in der Indexkonzeption zur Berücksichtigung der Regelung sind zwar grundsätzlich denkbar, aber kaum im Markt durchsetzbar, aufgrund der breiten Nutzung der Deutschen Indizes als Benchmark.

*e) Unsicherheiten bei der Erteilung einer Steuerbescheinigung für ausländische Marktteilnehmer*

Die neu geplante Vorschrift des § 36 Abs 2a EStG lässt offen, wer stattdessen die Kapitalertragsteuer anrechnen kann. Für den Fall dass alle Eigentümer der Wertpapiere, die die Stücke nie länger als 45 Tage in der Definition des Referentenentwurfs gehalten haben, ausgeschlossen werden, würde möglicherweise eine fehlende Anrechnungsmöglichkeit bestehen. Dies würde zu einer doppelten Besteuerung der Dividendenerträge führen, da die Erträge ja trotzdem steuerlich relevant sind. Bei ausländischen Teilnehmern könnte dies zu einer Kollision mit den Regeln von Doppelbesteuerungsabkommen führen.

Die Anrechnung der Kapitalertragsteuer erfolgt bei ausländischen Marktteilnehmern anhand der vom jeweiligen Kunden angeforderten und von Clearstream Banking AG (oder einem deutschen Kreditinstitut) erteilten Steuerbescheinigung. Clearstream Banking AG erteilt eine Steuerbescheinigung auf Kundenwunsch bis zur maximalen Höhe des Steuerkontingents des Kunden. Clearstream Banking AG prüft dieses Kontingent auf Basis der Bestände der Kunden unter Berücksichtigung eventueller schwebender Kauf- oder Verkaufstransaktionen, die von der Zentralen Gegenpartei noch zu instruieren sind. Eventuelle Absicherungsgeschäfte auf Ebene der Clearing Member bzw. bei deren Kunden können dabei von Clearstream Banking AG nicht berücksichtigt werden, da ihr diese Informationen nicht vorliegen. Eine Überprüfung der 45-Tages-Frist kann somit nicht im Sinne der im Gesetzentwurf vorgesehenen Vorgehensweise durchgeführt werden. Es bestünde somit die Gefahr, dass die Rückforderungsmöglichkeit für ausländische Teilnehmer nicht mit dem in der Steuerbescheinigung ausgewiesenen Volumen überein stimmt.