

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 296

Cum/Ex im Lichte des Börsen- und Wertpapierhandelsrechts

Steuerlich motivierte Wertpapiergeschäfte
als verbotene Marktmanipulation?

Von

Tim-Lennart Kecker



Duncker & Humblot · Berlin

TIM-LENNART KECKER

Cum/Ex im Lichte des Börsen- und Wertpapierhandelsrechts

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Jens Koch, Köln

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 296

Cum/Ex im Lichte des Börsen- und Wertpapierhandelsrechts

Steuerlich motivierte Wertpapiergeschäfte
als verbotene Marktmanipulation?

Von

Tim-Lennart Kecker



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg
hat diese Arbeit im Jahr 2025 als Dissertation angenommen.

Gedruckt mit freundlicher Unterstützung des Vereins zur Förderung des Deutschen,
Europäischen und Vergleichenden Wirtschaftsrechts e.V.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten

© 2025 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: TextFormArt, Daniela Weiland, Göttingen
Druck: Prime Rate Kft., Budapest, Ungarn

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-19648-7 (Print)
ISBN 978-3-428-59648-5 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Sommersemester 2025 als Dissertation angenommen. Gesetzgebung, Rechtsprechung und Literatur wurden bis Februar 2025 berücksichtigt. Das Rigorosum fand im Mai 2025 statt.

Mein besonderer Dank gilt zunächst meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Hanno Merkt, LL. M. (Univ. of Chicago), für die angenehme und verlässliche Betreuung meines Promotionsvorhabens. Ebenso danke ich Herrn Professor Dr. Jan Lieder, LL. M. (Harvard), vielmals für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Den Herausgebern der vorliegenden Schriftenreihe bin ich für die Aufnahme dieser Arbeit verbunden.

Das Promotionsvorhaben wurde von der Friedrich-Naumann-Stiftung für die Freiheit mit Mitteln des Bundesministeriums für Bildung und Forschung gefördert. Für diese Unterstützung bin ich sehr dankbar. Ferner danke ich dem Verein zur Förderung des Deutschen, Europäischen und Vergleichenden Wirtschaftsrechts e. V. für die Förderung der Publikation dieser Arbeit mit einem großzügigen Druckkostenzuschuss.

Danken möchte ich auch meinen Freundinnen und Freunden, die mich während des Schreibprozesses begleitet, unterstützt und so wesentlich zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen haben. Schließlich möchte ich meiner Familie herzlich danken, deren beständige Unterstützung die Entstehung dieser Arbeit erst möglich gemacht hat.

Berlin, im September 2025

Tim-Lennart Kecker

Inhaltsübersicht

Einleitung	25
A. Einführung in die Problematik	25
B. Gegenstand der Arbeit	30
C. Gang der Untersuchung	33

1. Kapitel

Grundlagen steuerlich motivierter Wertpapierhandelsstrategien	35
A. <i>Cum/Ex</i> -Modell mit Leerverkauf	35
B. <i>Cum/Cum</i> -Modell	49
C. Rolle der Kurssicherungsinstrumente	54
D. Verschiedene Transaktionsstrukturen	57
E. Varianten steuerlich motivierter Wertpapierhandelsstrategien	62
F. Zusammenfassung	66

2. Kapitel

Zuständigkeit der Börsen- und Kapitalmarktaufsicht	68
A. Grundlagen der Börsen- und Kapitalmarktaufsicht	68
B. Interne Börsenaufsicht	79
C. Externe Börsenaufsicht	110
D. Kapitalmarktaufsicht	113
E. Zusammenfassung	115

3. Kapitel

Auswertung öffentlich bekannt gewordener Sachverhalte im Hinblick auf Anomalien und sonstige Auffälligkeiten im Marktgeschehen	117
A. Absprachen zwischen den Beteiligten	117
B. Kreislaufgeschäfte	119
C. Bepreisung von Kurssicherungsinstrumenten	120

D. Erhöhte Handelsvolumen um die Dividendenstichtage	124
E. Anormale Kurseffekte	134
F. Zusammenfassung	137

4. Kapitel

Verbotene Marktmanipulation durch steuerlich motivierte Wertpapiergeschäfte 139

A. Grundlagen des Marktmanipulationsverbots	139
B. <i>Cum/Ex</i> ohne <i>Trade-Request</i> als handelsgestützte Marktmanipulation	154
C. <i>Cum/Ex</i> durch <i>Block-Trades</i> als handelsgestützte Marktmanipulation	198
D. <i>Cum/Ex</i> mit <i>Trade-Request</i> als handelsgestützte Marktmanipulation	199
E. <i>Cum/Ex</i> per <i>Delayed-Settlement</i> als handelsgestützte Marktmanipulation	201
F. <i>Cum/Cum</i> ohne <i>Trade-Request</i> als handelsgestützte Marktmanipulation	201
G. <i>Cum/Fake</i> als handlungsgestützte Marktmanipulation	204
H. Zusammenfassung	206

5. Kapitel

Pflichten der Börsen- und Kapitalmarktaufsicht im Zusammenhang mit steuerlich motivierten Wertpapierhandelsstrategien 209

A. Interne Börsenaufsicht	209
B. Externe Börsenaufsicht	217
C. Kapitalmarktaufsicht	218
D. Zusammenfassung	219

6. Kapitel

Pflichten des Börsenträgers im Zusammenhang mit steuerlich motivierten Wertpapiergeschäften 220

A. Stellung des Börsenträgers	220
B. Pflichtenprogramm	222
C. Zusammenfassung	230

7. Kapitel

Maßnahmen zur Aufdeckung und Vermeidung von Börsen- und Kapitalmarktrechtsverstößen	
A. Vorbemerkung	232
B. Börse	232
C. Börsenträger	236
D. Börsenaufsichtsbehörde	236
E. BaFin	238
F. Bundes- und EU-Gesetzgeber	239
G. Zusammenfassung	244
Schlussbetrachtung und wesentliche Ergebnisse	246
Literaturverzeichnis	249
Sachwortverzeichnis	262

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	25
A. Einführung in die Problematik	25
B. Gegenstand der Arbeit	30
I. Sachlich	30
II. Rechtlich	31
III. Personell	32
C. Gang der Untersuchung	33
<i>1. Kapitel</i>	
Grundlagen steuerlich motivierter Wertpapierhandelsstrategien	35
A. <i>Cum/Ex</i> -Modell mit Leerverkauf	35
I. Allgemeines	35
II. Einschaltung einer zentralen Gegenpartei	37
III. Girosammelverwahrung	38
IV. Dividendenregulierung	39
1. Inhaberverkauf	40
2. Leerverkauf	40
V. Steuerliche Motivation	41
VI. Ablauf eines <i>Cum/Ex</i> -Geschäfts mit Leerverkauf	43
VII. Reaktion der Finanzverwaltung, Bankenverbände und des Gesetzgebers	44
1. BdB-Schreiben an das BMF in den Jahren 2002 und 2003	45
2. Jahressteuergesetz im Jahr 2007	46
3. BMF-Schreiben im Jahr 2009	48
4. OGAW-IV-Umsetzungsgesetz im Jahr 2012	48
B. <i>Cum/Cum</i> -Modell	49
I. Allgemeines	49
II. Steuerliche Motivation	50
III. Ablauf eines <i>Cum/Cum</i> -Geschäfts	50

IV. Reaktion der Finanzverwaltung und des Gesetzgebers	52
1. Investmentsteuerreformgesetz im Jahr 2016	52
2. BMF-Schreiben im Jahr 2016	53
3. BMF-Schreiben im Jahr 2017	53
4. BMF-Schreiben im Jahr 2021	54
C. Rolle der Kurssicherungsinstrumente	54
I. Allgemeines	54
II. Vielfalt der Kurssicherungsinstrumente	54
1. <i>Single Stock Futures</i>	55
2. <i>Call-</i> und <i>Put-Optionen</i>	56
3. <i>Total Return Swaps</i>	56
D. Verschiedene Transaktionsstrukturen	57
I. Xetra- und Eurex-Transaktionen	57
II. <i>OTC</i> -Transaktionen	58
III. <i>OTC</i> -Transaktionen unter Nutzung eines <i>Trade Entry Service</i>	59
IV. Xetra- und Eurex-Transaktionen mit <i>Trade-Request</i>	61
V. Tabellarische Übersicht	62
E. Varianten steuerlich motivierter Wertpapierhandelsstrategien	62
I. <i>Delayed-Settlement</i>	62
II. <i>Cum/Fake-Modell</i>	63
F. Zusammenfassung	66

2. Kapitel

Zuständigkeit der Börsen- und Kapitalmarktaufsicht	68
A. Grundlagen der Börsen- und Kapitalmarktaufsicht	68
I. Allgemein zur Börsenstruktur	68
1. Börsenanstalt	69
2. Börsenträger	71
II. Entwicklung des Börsenaufsichtsrechts	72
1. BörsG aus dem Jahr 1896	72
2. 2. FMFG im Jahr 1994	73
3. 4. FMFG im Jahr 2002	74
4. FRUG im Jahr 2007	75
5. 2. FiMaNoG im Jahr 2017	75

III. Regelungsziele des Börsenaufsichtsrechts	75
IV. Börsenaufsicht im Geflecht der Kapitalmarktaufsicht	76
B. Interne Börsenaufsicht	79
I. Handelsüberwachungsstelle (HÜSt)	79
1. Stellung der HÜSt	79
2. Aufgaben	80
a) Markt- bzw. Handelsaufsicht	80
aa) Preisbildungsaufsicht	82
bb) Präventionsaufsicht	83
cc) Missstandsaufsicht	83
(1) Grundsatz	83
(2) Vorliegen eines Missstands	84
b) Primärzuständigkeit der HÜSt	86
3. Befugnisse	86
a) Auskunfts-, Einsichts- und Prüfungsrechte	86
b) Auskunfts-, Einsichts- und Vernehmungsrechte	87
4. Zuständigkeit für Verstöße gegen das Marktmanipulationsverbot	88
a) Anhaltspunkte für handelsgestützte Marktmanipulationen durch Xetra- und Eurex-Transaktionen	88
aa) Grundsatz	88
bb) Vorverlagerung der Zuständigkeit	89
cc) Einwand der exklusiven Zuständigkeit durch die BaFin	90
(1) Keine Überschreitung der Rechtssetzungsbefugnisse	90
(2) Keine Europarechtswidrigkeit der Börsenordnungen von FWB und Eurex	92
b) Anhaltspunkte für handelsgestützte Marktmanipulationen durch <i>OTC</i> -Transaktionen	94
c) Anhaltspunkte für handelsgestützte Marktmanipulationen durch <i>OTC</i> -Transaktionen unter Nutzung eines <i>Trade Entry Service</i>	94
aa) Wortlaut	95
bb) Systematik	96
cc) Historie	97
dd) Telos	100
ee) Schlussfolgerung	100
II. Börsengeschäftsführung	101
1. Stellung der Börsengeschäftsführung	101
a) Grundlagen	101
b) Besonderheiten wegen Personalunion	102

2. Leitungsaufgaben und -befugnisse	104
3. Überwachungsaufgaben und -befugnisse	105
4. Zuständigkeit für Verstöße gegen das Marktmanipulationsverbot	106
a) Reichweite der Zuständigkeit	106
b) Keine exklusive Zuständigkeit der HÜSt	106
III. Börsenrat	107
1. Stellung des Börsenrats	107
2. Überwachungsaufgaben	108
3. Zuständigkeit für Verstöße gegen das Marktmanipulationsverbot	108
IV. Sanktionsausschuss	109
C. Externe Börsenaufsicht	110
I. Stellung der Börsenaufsichtsbehörde	110
II. Aufgaben	111
1. Rechtsaufsicht	111
2. Markt- bzw. Handelsaufsicht	111
3. Unterscheidung zwischen Rechts- und Markt- bzw. Handelsaufsicht	112
III. Befugnisse	112
IV. Zuständigkeit für Verstöße gegen das Marktmanipulationsverbot	113
D. Kapitalmarktaufsicht	113
I. Stellung der BaFin	113
II. Aufgaben	114
III. Befugnisse	114
IV. Zuständigkeit für Verstöße gegen das EU-Marktmanipulationsverbot	115
E. Zusammenfassung	115

3. Kapitel

Auswertung öffentlich bekannt gewordener Sachverhalte im Hinblick auf Anomalien und sonstige Auffälligkeiten im Marktgeschehen 117

A. Absprachen zwischen den Beteiligten	117
B. Kreislaufgeschäfte	119
C. Bepreisung von Kurssicherungsinstrumenten	120
I. Nicht marktgerechte Bepreisung nach LG Bonn, Urteil v. 18.3.2020 – 62 KLS – 213 Js 41/19 – 1/19	120
1. Marktgerechte Bepreisung eines <i>SSF</i>	120

2. Nicht marktgerechte Bepreisung durch Vereinbarung eines Dividendenlevels	121
3. Zahlenbeispiel	122
II. Nicht marktgerechte Bepreisung nach Laternus et al.	124
III. Ergebnis zu C.	124
D. Erhöhte Handelsvolumen um die Dividendenstichtage	124
I. Geschätztes Handelsvolumen	125
1. Einzelfälle	125
a) Fall „Rafael Roth“	125
b) Fall „Maple Bank“	126
c) Fall „London“	126
2. Auskunft der Bundesregierung (BT-Drs. 19/534, S. 25 f.)	127
3. Gesamthandelsvolumen auf Basis des Steuerschadens	128
a) Steuerschaden nach Spengel et al.	128
b) Steuerschaden nach Buettner et al.	129
II. Zusammenhang zwischen erhöhten Handelsvolumen und steuerlich motivierten Wertpapierhandelsstrategien	130
1. Empirische Analyse nach Buettner et al.	130
2. Empirische Analyse nach Laternus et al.	131
3. Einschätzung von Heist Legal	133
4. Auskunft der Bundesregierung	133
III. Ergebnis zu D.	134
E. Anormale Kurseffekte	134
I. Keine anormalen Kurseffekte im Hinblick auf <i>ex</i> -Aktien nach Buettner et al. und Laternus et al.	134
II. Ergebnis zu E.	137
F. Zusammenfassung	137

4. Kapitel

**Verbotene Marktmanipulation
durch steuerlich motivierte Wertpapiergeschäfte**

A. Grundlagen des Marktmanipulationsverbot	139
I. Historie	139
II. Regelungssystematik	142
1. EU-Marktmanipulationsverbot (Art. 15, 12 Abs. 1 MMVO)	142
2. Börsenrechtliche Marktmanipulationsverbote (§ 121 Abs. 4 BörsO FWB bzw. § 14 Abs. 4 BörsO Eurex)	142

3.	Verhältnis zwischen börsenrechtlichen und EU-Marktmanipulationsverbot ..	143
4.	Verbot von <i>Cross Trades</i> und <i>Pre-Arranged Trades</i> (§ 3 Handelsbedingungen FWB bzw. Abschn. 2.6 Handelsbedingungen Eurex)	144
III.	Geschütztes Rechtsgut	145
IV.	Ökonomische Grundlagen	146
1.	Funktionen des Kapitalmarkts	146
a)	Allokationsfunktion	147
b)	Bewertungs- und Informationsfunktion	147
2.	Funktionsbedingungen	148
a)	Informationseffizienz	148
b)	Institutionelle und operative Effizienz	149
c)	Vertrauen der Anleger in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	149
V.	Tatbestand der handelsgestützten Marktmanipulation	150
1.	Objektiver Tatbestand	150
2.	Subjektiver Tatbestand	151
VI.	Kritik	153
B.	<i>Cum/Ex</i> ohne <i>Trade-Request</i> als handelsgestützte Marktmanipulation	154
I.	Xetra- und Eurex-Transaktionen sowie <i>OTC</i> -Transaktionen unter Nutzung eines <i>Trade Entry Service</i> ohne <i>Trade-Request</i>	154
II.	Indikatoren (Art. 12 Abs. 3 i.V.m. Anh. I Abschn. A MMVO) und Praktiken (Art. 4 Abs. 1 MMVO i.V.m. Anh. II Abschn. I Del. VO (EU) 2016/522)	154
1.	Funktion und Regelungsgehalt	155
2.	Bedeutender Anteil am Tagesvolumen (Anh. I Abschn. A lit. a MMVO)	156
3.	Bedeutsame Positionsumkehrungen (Anh. I Abschn. A lit. d MMVO) und <i>Improper Matched Orders</i> (Anh. II Abschn. 1 Nr. 3 lit. c Del. VO (EU) 2016/522)	159
a)	Bedeutsame Positionsumkehrungen (Anh. I Abschn. A lit. d MMVO)	159
b)	<i>Improper Matched Orders</i> (Anh. II Abschn. 1 Nr. 3 lit. c Del. VO (EU) 2016/522)	162
4.	Kein Wechsel des wirtschaftlichen Eigentums (Anh. I Abschn. A lit. c MMVO) und <i>Wash Trades</i> (Anh. II Abschn. 1 Nr. 3 lit. a Del. VO (EU) 2016/522)	165
a)	Abgrenzung zwischen effektiven und fiktiven Geschäften	165
b)	<i>Wash Trades</i> (Anh. II Abschn. 1 Nr. 3 lit. a Del. VO (EU) 2016/522) bzw. <i>Circular Trades</i>	166
aa)	Problem: Figur des wirtschaftlichen Eigentums im Kapitalmarktrecht	168
bb)	Wechsel des wirtschaftlichen Eigentums im Steuerrecht: wirtschaftliche Betrachtung versus zivilrechtsakzessorische Betrachtung	169

cc) Übertragung des steuerrechtlichen Maßstabs auf das Wertpapierhandelsrecht	170
dd) Kein Übergang des wirtschaftlichen Eigentums im konkreten Fall	171
ee) Keine ausnahmsweise Zulässigkeit wegen hinreichender Transparenz	173
5. <i>Pre-Arranged Trades</i> und <i>Cross Trades</i> (§ 3 Handelsbedingungen FWB bzw. Abschn. 2.6 Handelsbedingungen Eurex)	173
6. Zwischenergebnis	173
III. Markttauschungswahrscheinlichkeit (Art. 12 Abs. 1 lit. a i) MMVO)	174
1. Signalwirkung	174
2. Falsche oder irreführende Signale	176
a) Beurteilungsmaßstab: <i>ex-ante</i> -Sicht des verständigen Anlegers	176
b) Problem: normative Aufladung des Anlegerleitbildes?	179
aa) Täuschung über wirtschaftlich legitime Motive	179
bb) Täuschung über steuerlich motivierte Wertpapierhandelsstrategien ...	183
(1) Künstlich erhöhte Liquidität durch <i>Wash Trades</i> , <i>Circular Trades</i> und <i>Improper Matched Orders</i>	183
(2) Abweichende Bepreisung von Kurssicherungsinstrumenten	185
(3) Schlussfolgerung	185
c) Problem: Berücksichtigung der steuerlichen Motivation durch den verständigen Anleger?	185
3. Wahrscheinlichkeitsgrad	187
IV. Kursbeeinflussungswahrscheinlichkeit (Art. 12 Abs. 1 lit. a ii) MMVO)	188
1. Anormales bzw. künstliches Kursniveau	188
a) Problem: zirkuläre Definition	188
b) Diskutierte Lösungsansätze	189
aa) <i>Historical Approach</i> und <i>Unusual Price Test</i>	189
bb) Erfordernis einer Preisbeeinflussungsabsicht	190
cc) <i>Smell Test</i> : Konkretisierung anhand der Indikatoren und Praktiken ...	191
c) Anomalität bzw. Künstlichkeit aus Sicht des verständigen Anlegers	192
aa) Künstlich erhöhte Liquidität durch <i>Wash Trades</i> , <i>Circular Trades</i> und <i>Improper Matched Orders</i>	192
bb) Abweichende Bepreisung von Kurssicherungsinstrumenten	192
cc) Einwand der fehlenden Kursbeeinflussungsabsicht	193
2. Wahrscheinlichkeitsgrad	194
V. Zurechnung des Handelsvolumens zu einzelnen Transaktionen	194
VI. Keine gängige Marktpraxis (Art. 13 Abs. 1 MMVO)	197
VII. Ergebnis zu B.	197
C. <i>Cum/Ex</i> durch <i>Block-Trades</i> als handelsgestützte Marktmanipulation	198

I.	<i>OTC</i> -Transaktionen unter Nutzung eines <i>Trade Entry Service</i> per <i>Block-Trade</i>	198
II.	Fehlende Signalwirkung aufgrund verzögerter Nachhandelstransparenz?	198
D.	<i>Cum/Ex</i> mit <i>Trade-Request</i> als handelsgestützte Marktmanipulation	199
I.	Xetra- und Eurex-Transaktionen sowie <i>OTC</i> -Transaktionen unter Nutzung eines <i>Trade Entry Service</i> mit <i>Trade-Request</i>	199
II.	Anzeige im Xetra- und Eurex-Handel als hinreichende Information	199
III.	Ergebnis zu D.	201
E.	<i>Cum/Ex</i> per <i>Delayed-Settlement</i> als handelsgestützte Marktmanipulation	201
F.	<i>Cum/Cum</i> ohne <i>Trade-Request</i> als handelsgestützte Marktmanipulation	201
I.	Xetra- und Eurex-Transaktionen sowie <i>OTC</i> -Transaktionen unter Nutzung eines <i>Trade Entry Service</i> ohne <i>Trade-Request</i>	201
II.	Marktmanipulationswahrscheinlichkeit (Art. 12 Abs. 1 lit. a i) MMVO)	201
III.	Kursmanipulationswahrscheinlichkeit (Art. 12 Abs. 1 lit. a ii) MMVO)	203
IV.	Ergebnis zu F.	203
G.	<i>Cum/Fake</i> als handlungsgestützte Marktmanipulation	204
I.	Anwendungsbereich der MMVO	204
II.	Täuschungshandlung (Art. 12 Abs. 1 lit. b MMVO)	205
III.	Kursmanipulationseignung	206
IV.	Ergebnis zu G.	206
H.	Zusammenfassung	206

5. Kapitel

	Pflichten der Börsen- und Kapitalmarktaufsicht im Zusammenhang mit steuerlich motivierten Wertpapierhandelsstrategien	209
A.	Interne Börsenaufsicht	209
I.	HÜSt	209
1.	Pflichtenprogramm	209
a)	Überwachungspflicht	209
b)	Pflicht zur Datenerfassung und -auswertung	210
c)	Ermittlungspflicht	210
d)	Unterrichtungspflicht	210
2.	Einwand der Verschwiegenheitspflicht	211
3.	Einwand der fehlenden „Mosaik“-Betrachtung	213
II.	Börsengeschäftsführung	214

III. Börsenrat	215
IV. Sanktionsausschuss	215
1. Kein Initiativrecht	215
2. Pflicht, Sanktionen zu verhängen	215
B. Externe Börsenaufsicht	217
C. Kapitalmarktaufsicht	218
D. Zusammenfassung	219

6. Kapitel

**Pflichten des Börsenträgers im Zusammenhang
mit steuerlich motivierten Wertpapiergeschäften**

220

A. Stellung des Börsenträgers	220
B. Pflichtenprogramm	222
I. Börsenrechtliche Pflichten	222
1. Errichtungs- und Betriebspflicht	222
a) Durchführung des Börsenbetriebs	222
b) Angemessene Fortentwicklung des Börsenbetriebs	223
2. Pflicht zur Interessenkonfliktvermeidung	224
3. Pflicht zur Einrichtung eines Risikomanagements	224
II. Aktienrechtliche Pflichten	225
1. Legalitäts- und <i>Compliance</i> -Pflichten des Vorstands	226
2. Bestandssicherungspflicht des Vorstands	226
3. Pflicht des Aufsichtsrats zur Überprüfung der <i>Compliance</i>	227
III. Pflichten aus öffentlich-rechtlichem Auftragsverhältnis	227
IV. Pflichten bei steuerlich motivierten Wertpapiergeschäften	228
V. Einwand des unzulässigen Eingriffs in die inneren Angelegenheiten der Börse ..	229
1. Börsenrechtsverletzungen als innere Börsenangelegenheit	230
2. Öffentliches Interesse an der Verfolgung von Börsenrechtsverstößen	230
C. Zusammenfassung	230

7. Kapitel

Maßnahmen zur Aufdeckung und Vermeidung von Börsen- und Kapitalmarktrechtsverstößen		232
A. Vorbemerkung		232
B. Börse		232
I. Implementierung eines Kontrollverfahrens		232
II. Anforderungen an ein effektives Überwachungsinstrumentarium		234
III. Nutzung von künstlicher Intelligenz innerhalb des Kontrollverfahrens		234
IV. Automatisierter Abgleich unter Einsatz der <i>Blockchain</i> -Technologie		235
C. Börsenträger		236
D. Börsenaufsichtsbehörde		236
I. Aufnahme eines neuen Verbotstatbestands		236
II. Anweisungen gegenüber der HÜSt		236
III. Zuverlässigkeitsprüfung der Geschäftsführer des Trägers und der Börse		237
E. BaFin		238
I. Optimierung des Datenaustauschs		238
II. Ergänzung des BaFin-Emittentenleitfaden Modul C		238
F. Bundes- und EU-Gesetzgeber		239
I. Abschaffung des § 10 Abs. 3 BörsG		239
II. Erweiterung der internen und externen Börsenaufsicht auf den <i>OTC</i> -Bereich		241
III. Intensivierung der Zusammenarbeit von BaFin und Börsenaufsichtsbehörde		242
IV. Neuer Indikator für steuerlich motivierte Wertpapierhandelsstrategien		243
V. Neues Bundesamt zur Bekämpfung der Finanzkriminalität		244
G. Zusammenfassung		244
Schlussbetrachtung und wesentliche Ergebnisse		246
Literaturverzeichnis		249
Sachwortverzeichnis		262

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
a. E.	am Ende
a. F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
Abschn.	Abschnitt
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
ADRs	American Depositary Receipts
AFM	Niederländische Aufsichtsbehörde für die Finanzmärkte
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
AO	Abgabenordnung
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BdB	Bundesverband deutscher Banken
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
Bio.	Billion(en)
BKR	Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesfinanzministerium
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BR	Bundesrat
BReg	Bundesregierung
BT	Bundestag
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CBF	Clearstream Banking AG
CCP	Central Counterparty
CRIM-MAD	EU-Marktmissbrauchsrichtlinie
d. h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb

DBAG	Deutsche Börse AG
DCDK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DepotG	Depotgesetz
ders.	derselbe
dies.	dieselbe(n)
DJT	Deutscher Juristentag
Drs.	Drucksache
DStR	Deutsches Steuerrecht
DStZ	Deutsche Steuer-Zeitung
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
EFAG	Eurex Frankfurt AG
EG	Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
EMIR	Marktinfrastrukturverordnung
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
ErwG	Erwägungsgrund
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESTG	Einkommensteuergesetz
et al.	und andere
EU	Europäische Union
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f.	folgend
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCA	Financial Conduct Authority
FDP	Freie Demokratische Partei
ff.	folgende
FG	Finanzgericht
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FinA	Ausschuss für Finanzen
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
FoStoG	Fondsstandortgesetz
FR	Finanz-Rundschau
FRUG	Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz
FS	Festschrift
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GG	Grundgesetz
ggfs.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GS	Gedächtnisschrift
h. L.	herrschende Lehre
HessBörsVO	Börsenverordnung Hessen
HGB	Handelsgesetzbuch
HMWEVW	Hessisches Ministerium für Wirtschaft, Energie, Verkehr, Wohnen und ländlichen Raum
HÜSt	Handelsüberwachungsstelle
i. d. R.	in der Regel

i.d.S.	in diesem Sinn
i. H. v.	in Höhe von
i. S. d.	im Sinne des
i. V. m.	in Verbindung mit
inkl.	inklusive
InsO	Insolvenzordnung
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
JStG	Jahressteuergesetz
JuS	Juristische Schulung
Kap.	Kapitel
KESt	Kapitalertragsteuer-Bescheinigung
KK	Kölner Kommentar
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KuMaKV	Kursmanipulation-Konkretisierungsverordnung
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
LIFFE	London International Financial Futures and Options Exchange
Lit.	Littera
LV, LK	(Leer-)Verkäufer, (Leer-)Käufer
m.a.W.	mit anderen Worten
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MaKonV	Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MiFID	EU-Finanzmarktrichtlinie
MiFIR	EU-Finanzmarktverordnung
Mio.	Million(en)
MMVO	Marktmissbrauchsverordnung
Mrd.	Milliarde(n)
n. F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenzeitung
Nr.	Nummer
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OLG	Oberlandesgericht
OTC	Over the Counter
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
PSiR	Praxis Steuerstrafrecht
PUA	Parlamentarischer Untersuchungsausschuss
RegE	Regierungsentwurf
RGBL.	Reichsgesetzblatt
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
S.	Seite
SE	Europäische Gesellschaft
SEC	United States Securities and Exchange Commission
SSF	Single Stock Futures
stellv.	stellvertretend

StGB	Strafgesetzbuch
SZ	Süddeutsche Zeitung
TES	Trade Entry Service, T7 Entry Service
u. a.	unter anderem
UA	Untersuchungsausschuss
UAbs.	Unterabsatz
v.	vom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Var.	Variante
Verf.	Verfasser
VG	Verwaltungsgericht
VGH	Verwaltungsgerichtshof
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vor.	Vorbemerkungen
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WHT	Withholding tax schemes
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfpW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZPO	Zivilprozessordnung
zust.	zustimmend

Einleitung

A. Einführung in die Problematik

Der durch *Cum/Ex* und *Cum/Cum* verursachte Steuerschaden beträgt für zwölf Länder in den Jahren 2000 bis 2020 mindestens 150 Milliarden Euro. Der anteilig größte Steuerschaden für diesen Zeitraum entfällt auf Deutschland und wird auf circa 35,9 Milliarden Euro geschätzt.¹ Laut Bericht eines Untersuchungsausschusses des Deutschen Bundestags aus dem Jahr 2017 handelt es sich bei *Cum/Ex* und *Cum/Cum* um den größten Fall von Finanzkriminalität in der Geschichte der Bundesrepublik Deutschland.² Im Fokus der behördlichen Ermittlungen und der öffentlichen Diskussion steht nach wie vor die (steuer-)strafrechtliche Bewertung.³ In seinem Urteil vom 28. 7. 2021⁴ hat der 1. Strafsenat des BGH *Cum/Ex*-Geschäfte für rechtswidrig erklärt und die Verurteilung durch das LG Bonn⁵ nicht beanstandet. Ungeachtet dessen weisen *Cum/Ex* und *Cum/Cum* eine in der Öffentlichkeit bislang wenig beachtete, aber nicht minder bedeutsame kapitalmarktrechtliche Dimension auf, deren Erforschung noch am Anfang steht.⁶

Bei *Cum/Ex* und *Cum/Cum* handelt es sich um Wertpapiergeschäfte in zeitlicher Nähe zu den Dividendenstichtagen. Während *Cum/Ex*-Geschäfte auf die Anrechnung bzw. Erstattung einer zuvor nicht abgeführten Kapitalertragsteuer abzielen, dienen *Cum/Cum*-Geschäfte der Vermeidung einer im Inland fälligen Kapitalertragsteuer. Ungeachtet ihrer steuerlichen Implikationen ist für beide Mo-

¹ *Daubenberger*, CumEx-Files 2.0: Mit diesen Methoden wurde die Summe des Steuerbetrugs berechnet, Correctiv-Artikel v. 21.10.2021, <https://correctiv.org/aktuelles/cumex-files/2021/10/21/steuerausfaelle-in-hoehe-von-150-milliarden-euro-mit-diesen-methoden-wurde-die-schadenssumme-berechnet/> [Letzter Abruf: 26.04.2025].

² BT-Drs. 18/12700, Abschlussbericht des 4. UA der 18. Wahlperiode, 2017, S. 504; *Spengel/Eisgruber* DStR 2015, 785; hierzu auch *Ackermann/Becker/Daubenberger/Faigle/Polke-Majewski/Rohrbeck/Salewski/Schröm*, Der größte Steuerraub in der deutschen Geschichte, Zeit-Artikel v. 8. 6. 2017, <https://www.zeit.de/2017/24/cum-ex-steuerbetrug-steuererstattungen-ermittlungen> [Letzter Abruf: 26.04.2025].

³ Vgl. exemplarisch die gegen ein ehemaliges Vorstandsmitglied der Varengold Bank verhängte Freiheitsstrafe, Zeit-Artikel v. 30. 4. 2024, <https://www.zeit.de/wirtschaft/2024-04/cum-ex-prozess-landgericht-bonn-vorstand-varengold-bank-haftstrafe> [Letzter Abruf: 26.04.2025].

⁴ BGH, Urteil v. 28. 7. 2021 – 1 StR 519/20, BGHSt 66, 182; hierzu BVerfG, Nichtannahmebeschluss v. 6. 1. 2023 – 2 BvR 364/13; ebenso BFH, Urteil v. 2. 2. 2022 – I R 22/20, NJW 2022, 1038. Jüngst hat der BGH mit Beschluss v. 29. 10. 2024 – StR 58/24, BeckRS 2024, 32510 das Urteil des LG Wiesbaden v. 30. 5. 2023 – 6 KLS – 1111 Js 18753/21, BeckRS 2023, 11574 bestätigt.

⁵ LG Bonn, Urteil v. 18. 3. 2020 – 62 KLS – 213 Js 41/19 – 1/19, BeckRS 2020, 13619.

⁶ Vgl. erstmals *Merkt* ZBB 2021, 162; *ders.*, Cum-ex-Geschäfte als Marktmissbrauch, FAZ-Artikel v. 22. 5. 2021, Nr. 117, S. 28.

delle eine Zweckentfremdung des Kapitalmarkts im Allgemeinen und der Börse und ihrer Handelsinfrastruktur im Besonderen charakteristisch:

Das (alleinige) Motiv für die Durchführung steuerlich motivierter Wertpapierhandelsstrategien liegt in der Erlangung gesetzlich nicht vorgesehener Steuervorteile. Dafür werden mutmaßlich Aktien nach Absprachen im Kreis gehandelt,⁷ die wirtschaftlichen (Kurs-)Risiken vollständig eliminiert,⁸ erhöhte Handelsvolumen um die Dividendenstichtage generiert,⁹ und die erlangten Steuervorteile im Wege einer abweichenden Bepreisung zwischen den Akteuren aufgeteilt.¹⁰ Nach hiesiger Schätzung, die auf einem von Spengel et al. ermittelten Steuerschaden basiert,¹¹ betrug das Handelsvolumen für *Cum/Cum* und *Cum/Ex*-(ähnliche) Methoden mit deutschen Aktien in den Jahren 2000 bis 2020 mindestens acht Billionen Euro.¹² Außerdem gelangt eine empirische Analyse von Buettner et al. zu der Erkenntnis, dass sich das Handelsvolumen mit betroffenen Wertpapieren in zeitlicher Nähe zu den Dividendenstichtagen im Zeitraum von 2009 bis 2012 mindestens verdreifacht hat.¹³

Vor diesem Hintergrund ist in der Literatur der Vorwurf erhoben worden, dass durch steuerlich motivierte Wertpapierhandelsstrategien in Gestalt von *Cum/Ex* und *Cum/Cum* eine börsen- und wertpapierhandelsrechtlich inkriminierte Marktmanipulation verwirklicht werde.¹⁴

⁷ LG Bonn, Urteil v. 18. 3. 2020 – 62 KLS – 213 Js 41/19 – 1/19, BeckRS 2020, 13619 Rn. 42.

⁸ LG Bonn, Urteil v. 18. 3. 2020 – 62 KLS – 213 Js 41/19 – 1/19, BeckRS 2020, 13619 Rn. 50 ff.

⁹ Vgl. *Florstedt* ZBB 2023, 84 (90); *Merkt* ZBB 2021, 162 (166). Für empirische Analyse *Buettner/Kreidl/Scholz*, *International Tax and Public Finance* 27 (2020), S. 1425 (1434 ff.).

¹⁰ LG Bonn, Urteil v. 18. 3. 2020 – 62 KLS – 213 Js 41/19 – 1/19, BeckRS 2020, 13619 Rn. 40 ff.

¹¹ *Spengel/Dutt/Vay*, Schätzung des durch *Cum/Ex*-Geschäfte mit Leerverkäufen entstandenen Steuerschadens, Stand: 31. 3. 2017, https://www.bwl.uni-mannheim.de/media/Lehrstuehle/bwl/Spengel/Dokumente/Medien/Steuerschaden_Cum-Ex_2017-03-31_.pdf [Letzter Abruf: 26. 04. 2025]; *Spengel*, Estimation of the Tax Revenue Loss Caused by *Cum/Cum* Transactions, Stand: 14. 10. 2021, https://www.bwl.uni-mannheim.de/media/Lehrstuehle/bwl/Spengel/Dokumente/Medien/Steuerschaden_Cum-Cum_update.pdf [Letzter Abruf: 26. 04. 2025]; *Spengel*, Estimation of Fraudulent Tax Reclaims Caused by *Cum/Ex*-ADR Transactions, Stand: 18. 10. 2021, https://www.bwl.uni-mannheim.de/media/Lehrstuehle/bwl/Spengel/Dokumente/Medien/Steuerschaden_Cum-ExADR_Okt2021.pdf [Letzter Abruf: 26. 04. 2025].

¹² Siehe hierzu unten 3. Kap. D. I. 3.

¹³ *Buettner/Kreidl/Scholz*, *International Tax and Public Finance* 27 (2020), S. 1425 (1441).

¹⁴ Eine handelsgestützte Marktmanipulation bejahend *Merkt* ZBB 2021, 162; *Merkt/Degenhart* WM 2023, 2161 und 2023, 2009; *Florstedt* ZBB 2023, 84; *Ekkenga*, in: Claussen/Erne, *Bank- und Börsenrecht*, § 7 Rn. 94c; *Hippeli* Juris-PR-BKR 7/2022, Anm. 1; dahingehend wohl auch *Poelzig*, in: Fuchs/Zimmermann, Art. 12 MAR Rn. 43; Heist Legal, *ESMA Final Report on Cum/Ex, Cum/Cum and Withholding Tax Reclaim – Schemenskizzierung des Zusammenhangs zwischen Verwahrstellen und der Mehrfachsteuererstattung*, 2021 [Nicht abrufbar], Rn. 84; ferner Spengel in der Ausschussanhörung des UA Steuern im Europaparlament v. 24. 2. 2021, Referenz: 20210224-1345-COMMITTEE-FISC, abrufbar unter <https://multimedia.europarl.europa.eu/de> [Letzter Abruf: 26. 04. 2025]. Eine handelsgestützte Marktmanipulation ablehnend *Mülbert/Sajnovits* NJW 2022, 353 Rn. 13 ff.; *Mülbert*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 76–80, 120; *Schmolke*, in: Klöhn, Art. 12 MMVO Rn. 120a; *Maume*, in: BeckOK-WpHR, Art. 12 VO (EU) Nr. 596/2014 Rn. 28; *Wäßmer*, in: Fuchs/Zimmermann, § 119 WpHG Rn. 55; zust. *Saliger*, in: Park, *Kapitalmarktstrafrecht*, Kap. 7.1 Rn. 90.

Zweck des Marktmanipulationsverbots ist es, die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und das Vertrauen der Anleger in die Marktintegrität zu schützen.¹⁵ Es ist sowohl in der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse (BörsO FWB)¹⁶ und Eurex (BörsO Eurex)¹⁷ als auch in der EU-Marktmissbrauchsverordnung (MMVO)¹⁸ enthalten. Gemäß Art. 12 Abs. 1 lit. a MMVO setzt eine Marktmanipulation entweder (i) das Aussenden falscher oder irreführender Signale (ii) oder die Erzielung eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus voraus. Im Schrifttum wird dieser Tatbestand als „fast abenteuerlich unscharf“ kritisiert,¹⁹ sodass es nicht überrascht, dass die Ansichten über einen Verstoß gegen das Marktmanipulationsverbot durch *Cum/Ex* und *Cum/Cum* zum Teil weit auseinandergehen.

Neben den straf- und ordnungswidrigkeitenrechtlichen Sanktionen (vgl. §§ 119, 120 WpHG), die an das Vorliegen einer Marktmanipulation potenziell geknüpft sind, stellt sich die Frage nach der rechtlichen Verantwortung der Börsen- und Kapitalmarktaufsicht. Immerhin waren *Cum/Ex*- und *Cum/Cum*-ähnliche Praktiken seit vielen Jahren bekannt, ohne dass die Börse und ihr Träger im Rahmen ihrer Selbstaufsicht präventiv oder repressiv dagegen vorgegangen wären.²⁰ Nur die Börsenaufsichtsbehörde, die im Fall der FWB und Eurex beim Hessischen Ministerium für Wirtschaft, Energie, Verkehr, Wohnen und ländlichen Raum (HMWEVW) angesiedelt ist, untersucht Presseberichten zufolge seit dem Jahr 2020, ob und inwiefern die Gruppe Deutsche Börse gegen börsenrechtliche Vorschriften verstoßen hat.²¹ Das HMWEVW geht Anhaltspunkten nach, nach denen Kontrollmechanis-

¹⁵ Vgl. *Merkt/Degenhart* WM 2023, 2161 (2164); vgl. näher unten 4. Kap.A. III.

¹⁶ Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, Stand: 27. 11. 2024, abrufbar unter <https://www.xetra.com/xetra-de/meta/regelwerke> [Letzter Abruf: 26. 04. 2025].

¹⁷ Börsenordnung für die Eurex Deutschland, Stand: 25. 11. 2024, abrufbar unter <https://www.eurex.com/ex-de/rules-regs-de/eurex-regelwerke/01.-B-rsenordnung-38246> [Letzter Abruf: 27. 11. 2024].

¹⁸ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) v. 12. 6. 2014, ABl. EU L 173/1.

¹⁹ Vgl. so im Zusammenhang mit steuermotivierten Wertpapiergeschäften *Florstedt* ZBB 2023, 84 (87); zur Kritik *Schmolke*, in: Klöhn, Vor. Art. 12 MMVO Rn. 1 ff.

²⁰ Der ehemalige Leiter der Handelsüberwachungsstelle an der Frankfurter Wertpapierbörse und Eurex Zollweg äußert sich vor dem Hintergrund einer vermeintlichen Verschwiegenheitspflicht (§ 10 Abs. 3 BörsG) wie folgt: „Natürlich konnten wir rund um die Dividendenstichtage auffällig hohes Handelsvolumen beobachten, hatten aber einen Maulkorb angelegt bekommen und durften die nicht melden“, *Mohr*, Warum Halunken an der Börse so selten auffallen, FAZ-Interview mit Michael Zollweg v. 7. 3. 2021, abrufbar unter https://fazarchiv.faz.net/faz-portal?uid=FAS__SD1N202103076204221&screen=document [Letzter Abruf: 26. 04. 2025].

²¹ Vgl. *Slodczyk*, Die Deutsche Börse AG und der Cum-Ex-Skandal, Manager Magazin-Artikel v. 18. 2. 2021, <https://www.manager-magazin.de/finanzen/boerse/deutsche-boerse-ag-im-cum-ex-skandal-der-handelsplatz-ist-tiefer-verwickelt-als-bekannt-a-00000000-0002-0001-0000-000175390495> [Letzter Abruf: 26. 04. 2025].

Im Geschäftsbericht der Gruppe Deutsche Börse aus dem Jahr 2022 heißt es nur: „Der Aufsichtsrat befasste sich [...] auch mit Untersuchungen der Hessischen Börsenaufsicht hinsichtlich derartiger Transaktionen.“, abrufbar unter <https://www.deutsche-boerse.com/dbg-de/investor-relations/finanzberichte/geschaeftsbericht-2022> [Letzter Abruf: 26. 04. 2025].