



## Bank, Broker, KVG pleite – was nun?

### Description

Was passiert, wenn die Bank oder der Broker pleite geht, bei der das eigene Depot geführt wird? Was ist beim Konkurs einer Fondsgesellschaft? Was geschieht mit Aktien, gleichgültig, ob als separates Wertpapier oder als Bestandteil eines Fonds oder ETFs? Was mit Geld auf Konten, was mit Anleihen?

**Barmittel** auf dem Giro- oder Festgeldkonto gelten rechtlich als Darlehen, die der Kontoinhaber seiner Bank gibt. Die Geldeinlage ist bis 100.000 Euro geschützt (versichert). Was mit dem darüber hinausgehenden Betrag bei der Pleite der Bank geschieht, entscheidet sich im Laufe eines Konkursverfahrens.

Der Schutz ist relativ – sollte es zu einer flächendeckenden Finanzkrise kommen, stoßen die gebildeten Versicherungs-Mittel schnell an Grenzen. Im Rahmen der US-Bankenkrise im März 2008 wurde das noch einmal deutlich: Die FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation – US-Einlagenversicherung) versichert im Wesentlichen die über 20 Bill. Dollar an Einlagen mit etwas mehr als hundert Mrd. Dollar, also einem halben Cent für jeden Dollar Einlagegeld (siehe [hier!](#)).

**Derivate** aller Art im eigenen Depot begründen rechtlich einen Anspruch an die Gegenpartei. Wird diese zahlungsunfähig, entscheidet sich im Konkursverfahren, was für den Eigentümer eines Derivats übrig bleibt. Eine Versicherung wie bei Barmitteln auf Bankkonten gibt es hier nicht. Das Risiko ist entsprechend hoch, man könnte sogar leer ausgehen. Mit **Anleihen** verhält es sich ähnlich – wenn der Kreditnehmer pleite geht, entscheidet sich im Konkursverfahren, wie hoch die Rückzahlungsquote ausfällt.

KVGs, Sondervermögen, Clearing, Verwahrstelle (aufklappen)

Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) sind Finanz-Unternehmen, deren Betriebszweck in der Vermögensverwaltung von Investmentvermögen und der Ausgabe von Investmentzertifikaten besteht. KVGs dürfen ihr Investment- oder Sondervermögen nicht selbst verwahren und verwalten, sondern müssen einer Verwahrstelle einen Auftrag zur Verwahrung und Verwaltung erteilen.

Eine Verwahrstelle (Depotbank, englisch custodian) ist ein Kreditinstitut, deren Funktion als Verwahrstelle von der BaFin genehmigt wurde. Das soll eine strikte Trennung von Gesellschaftsvermögen und Fondsvermögen gewährleisten und verhindern, dass das Fondsvermögen oder Sondervermögen durch Unterschlagung oder Insolvenz der KVG geschmälert wird oder verloren geht.



Erteilt ein Bankkunde oder eine KVG den Auftrag zur Transaktion eines Wertpapiers, so kommt nach dem Clearing im Rahmen des Settlements der Zentralverwahrer (Central Securities Depository – CSD) mit der Auslieferung und Zahlung zum Zuge. Das Wertpapier verbleibt im Zentrallager. Lediglich im Stammdatensatz wird als Eigentümer die eventuell geänderte Depotbank und bei Namensaktien zusätzlich der Wertpapierdepotinhaber eingetragen.

Die Verwahrstelle übernimmt auch die Abwicklung des Zahlungsverkehrs zwischen Anleger und KVG. Sobald Kunden von zwei verschiedenen Verwahrstellen miteinander handeln, kommt in der Regel der Zentralverwahrer zum Zuge, auch zentraler Vertragskontrahent (Central Counterparty – CCP) genannt. Dieser fungiert als zentrale Instanz, mit der alle Verwahrstellen verbunden sind und über die die Geschäfte abgewickelt werden.

War das zentrale Clearing früher Aufgabe einer staatlichen Institution, übernehmen es inzwischen in Europa im wesentlichen zwei Clearing-Gesellschaften: Die in Luxemburg ansässige Clearstream, Tochter der Deutschen Börse AG, die auch für den deutschen Wertpapiersektor federführend ist, und die in Brüssel angesiedelte Euroclear. Das Euroclear-System wurde im Dezember 1968 von der Brüsseler Niederlassung der Morgan

Guaranty Trust Company of New York (Morgan Guaranty) gegründet. Morgan Guaranty firmiert seit 1988 unter dem Namen JPMorgan. Sie sind auch die beiden einzigen „internationalen“ CSDs. Trades an der Terminbörse Eurex werden von der Eurex Clearing AG, einer Tochter der Clearstream, abgewickelt. Clearstream fungiert in Deutschland als Verwahrstelle aller anderen deutschen Verwahrstellen.

Anteile von Fonds, ETFs, sowie Aktien fallen bilanziell in die Kategorie des Sondervermögens, das gesetzlich geschützt ist. Sondervermögen gehört nicht zum Eigenkapital der Bank, des Brokers. Das gilt prinzipiell auch für den Fall, dass ein Emittent eines Fonds (eines ETFs) pleite geht. § 92 Absatz 1 Satz 2 KAGB (Kapitalanlage-Gesetzbuch) bestimmt: „Das Sondervermögen ist von dem eigenen Vermögen der Kapitalverwaltungsgesellschaft getrennt zu halten.“ Kunden haften somit nicht für Schulden von Bank, Broker oder Emittent. Die Papiere in ihrem Depot bleiben unangetastet.

Bei ETFs gibt es folgende Einschränkung: Replizierende ETFs, bei denen ausschließlich Wertpapiere erworben werden, gelten bilanziell vollständig als Sondervermögen und sind dadurch vollständig gesetzlich geschützt. Bei Swap-ETFs sind Tauschgeschäfte mit Swap-Partnern des Emittenten beinhaltet. Diese sind rechtlich gesehen Darlehen. Nach der Fondsrichtlinie UCITS ist das Ausfallrisiko auf maximal zehn Prozent des Fondsvermögens begrenzt.

Was geschieht, wenn das Recht der Kapitalverwaltungsgesellschaft erlischt, ein Sondervermögen zu verwalten (etwa weil sie pleite geht)? § 100 KAGB bestimmt: Sondervermögen im Eigentum der Kapitalverwaltungsgesellschaft geht auf die Verwahrstelle über, bei Sondervermögen im Miteigentum der Anleger geht das Verwaltungs- und Verfügungsrecht auf die Verwahrstelle über. Die Verwahrstelle hat das Sondervermögen abzuwickeln und an die Anleger zu verteilen.

Einzel-Aktien gelten also zunächst einmal als sicher, wenn die Depot-führende Stelle in Konkurs geht. Auch im Falle der Pleite etwa einer Fondsgesellschaft, die z.B. ETFs begibt, sind Aktien als Bestandteil eines Fonds zunächst einmal sicher. Das geschieht über die rechtliche Konstruktion des „Sondervermögens“.

Klar ist aber auch: Mit der (zentralen) Verwahrung hat der Eigentümer keinen direkten (physischen) Zugriff mehr auf seine Wertpapiere. Und: Den Clearing-Stellen, bzw. den Zentralverwahrern, kommt eine besondere Bedeutung zu. Und ganz risikolos ist deren Geschäft auch nicht.

Da die Clearingstelle die Abwicklung einer Transaktion garantiert, trägt sie folglich grundsätzlich das



Bonitätsrisiko des liquiditätsschwachen Erwerbers. Gerät eine Bank in Finanznot, übernimmt die Clearingstelle die Zahlung. Ein zusätzliches Risiko für die Clearingstelle besteht auch darin, dass Transaktionen schon mal mehrere Tage dauern können.

Finanzkrise - Over The Counter - Clearing (aufklappen)

Bis zur Finanzkrise gab es kaum Vorschriften für den ausserbörslichen Handel mit Derivaten (OTC – Over The Counter). Zwei Parteien konnten beliebige Transaktionen vereinbaren und ihr Geschäft individuell abwickeln, ohne eine dritte Stelle für das Clearing, bzw. Settlement.

Im Herbst 2008 ging der US-Versicherer AIG pleite, er hatte sich im OTC-Handel übernommen, Kreditversicherungen (Credit Default Swaps, CDS) brachten ihn zu Fall.

Nach der Finanzkrise wollten die Regulatoren das Finanzsystem sicherer machen und die Banken nicht zu gross werden lassen. Es war sogar von Verkleinerung und Zerschlagung von Banken die Rede. Das „too-big-to-fail“-Gerede war schnell Schnee von gestern.

Auf dem G20-Gipfel im Jahr 2009 wurde entschieden, OTC-Transaktionen künftig nach und nach über Clearing-Häuser transparent abzuwickeln. Insgesamt geht es um ein ausstehendes Derivatevolumen von weltweit mehr als 500 Bill. Dollar.

Auf der einen Seite entwickelten sich Riesen wie Blackrock usw. (link), sie sich einer Bankenaufsicht weitgehend entziehen, auf der anderen Seite wurden durch die Zentralisierung des OTC-Geschäfts neue Riesen geschaffen, eben die Clearing-Häuser.

In der EU muss der OTC-Handel seit Mitte 2016 vollständig über Clearing-Stellen laufen. Von der Clearingpflicht können sich die Gegenparteien bei sogenannten konzernintern abgeschlossenen Derivatekontrakten („Intra Group“) unter bestimmten Voraussetzungen befreien lassen. Von der Clearingpflicht profitieren Eurex Clearing und LCH.Clearnet: Die grossen Volumen fallen nicht mehr mit Aktien- und Obligationen an, sondern mit ausserbörslich gehandelten Derivaten.

Den Clearingstellen kommt per se eine zentrale Bedeutung zu, insbesondere aber im Falle eines Finanzcrashs, bzw. eines induzierten externen Schocks. Das hat sich nach der Finanzkrise noch wesentlich gesteigert, weil sie nun auch das große und riskante OTC-Geschäft abwickeln.

Und so sind die Risiken, die die Clearing-Häuser tragen, innerhalb kurzer Zeit enorm angestiegen, so dass sie [heute als systemrelevant gelten](#). Sie sind mit unzähligen Banken verbunden. Diese wiederum sind über den Interbanken-Handel und sonstige Geschäfte miteinander verknüpft. Auch die Clearing-Stellen selbst sind vernetzt. Da ist es eher nur von theoretischer Bedeutung, wenn das Clearing im Handel mit Derivaten von dem sonstiger Wertpapiere organisatorisch getrennt ist.

Zentralverwahrer, sog. Central Securities Depository (CSD), werden auch als „[Tresor der Banken](#)“ bezeichnet. Sie sind für die sichere Verwahrung von Wertpapieren zuständig und sorgen dafür, dass Wertpapiere ihren rechtmäßigen Besitzern zugeordnet werden. Mit ihrer Rolle bei der ordentlichen Abwicklung („Settlement“) und Verwahrung („Custody“) von Wertpapieren, sind sie elementar wichtig für die Stabilität und Sicherheit des Finanzsystems. **Durch die nach der Finanzkrise eingeführte Abwicklung auch des OTC-Geschäfts über Clearing-Stellen sind diese aber heute wahrhaft neuralgische Knoten** im Finanzsystem. Ein Konkurs hier könnte einen Domino-Effekt von Konkursen im gesamten Finanzsystem auslösen.

Die zentrale Clearingstelle bedient sich einer mehrfachen Absicherung. Schon die Vergabe der Clearing-Lizenz dient einer Risikobegrenzung, da so nur liquiditätsstarke Handelsteilnehmer Vertragspartner werden können. Zudem werden offene Positionen mit Sicherheitsleistungen in Geld oder Wertpapieren besichert



(Margins). Und der von den Clearing-Mitgliedern finanzierte Clearing-Fonds stellt eine zusätzliche kollektive Sicherheit dar.

Die Börsenordnung eröffnet die Möglichkeit, dass das Clearing „zur Aufrechterhaltung geordneter Marktverhältnisse“ und „zum Schutz des Publikums“ den Handel aussetzen und verbindliche Settlementkurse festlegen kann, zu denen offene Termingeschäfte dann abgerechnet werden müssen. Die Terminbörse Eurex entscheidet im Einzelfall, welche Maßnahmen ergriffen werden. Dabei hat sie einen hohen Freiheitsgrad. Sie rechnet offene Geschäfte in einem solchen Fall so ab, dass das System als Ganzes funktionsfähig bleibt ([Clearing Conditions der Eurex](#)).

Nach jedem Crash hört man von ruinierten Marktteilnehmern. Dabei werden nicht nur finanzielle Existenzen vernichtet, es bleiben möglicherweise auch offene Forderungen, für die letztlich die Clearing-Häuser eintreten. Die Sicherheitsleistungen der Clearingmitglieder, Clearing-Fonds als kollektive Sicherheit, Rückstellungen der Börsen für eventuelle Risiken und weitere Maßnahmen federn höchstens durchschnittliche Risiken ab.

**Ab einer bestimmten Schadenshöhe könnten daher auch Clearing-Häuser in Schwierigkeiten kommen.** Hinzu kommt: Da die Risiko-Modelle in der gesamten Finanz-Branche im Wesentlichen auf einer Gaußschen Normalverteilung aufbauen, nach der extreme Risiken extrem selten ist, kommt es regelmäßig im Falle eines Crashes zu einer Unterdeckung. Außerdem hält man die Aufwendungen zur Abfederung von Risiken eher niedrig – schließlich sind das ja gewinnschmälernde Kosten.

**Tatsächlich sind die Risiken in den Finanzmärkten nicht so verteilt wie das die Glockenkurve von Gauss nahelegt.** Es handelt sich vielmehr in der graphischen Darstellung um eine Glocke mit „Ohren“, [die extremen Ereignisse sind viel häufiger als es die Normalverteilung unterstellt](#). So sollte etwa eine Tages-Änderung des Dow Jones-Index von 7% nach Gauss nur einmal in 300.000 Jahren vorkommen, tatsächlich gab es im 20. Jahrhundert 48 solcher Tage.

Aktien in einem Depot oder als Bestandteile eines Fonds sind bei einer Pleite der depotführenden Institution oder der KVG zunächst einmal sicher. **Aber es bleibt die Frage: Was geschieht, wenn ein Clearing-Haus pleite geht?** In der Regel werden die Aktien hier ja letztlich verwahrt. Das mag zwar ein seltener Fall sein, da aber „selten“ in den Finanzmärkten doch nicht ganz so selten ist, lohnt es sich, der Frage nachzugehen.

### Nachtrag

(20.6.24) Die rechtlichen Bedingungen scheinen in der EU zwar immer noch etwas besser im Sinne der privaten Anleger ausgestaltet zu sein als in den USA (Stichwort Sondervermögen). Aber das ändert nichts daran, dass auch Aktien als sogenannte Sachwerte im Falle eines Falles unter die Räder kommen können. Denn auch Aktien von Depot-Kunden sind mittlerweile aus Sicht der Verwahrer eher geldnahe Sicherheiten für eigene Geschäfte als treuhänderisch für Kunden verwaltete Investitionen.

Siehe hierzu [„Die große Enteignung“](#)!

Hinter allem steht, wie dort dargestellt, der riesige Derivate-Markt, deren Sicherheiten in der mehrfach genutzten Asset-Blase bestehen. Diejenigen Kräfte, die im Finanzkapitalismus das Sagen haben, haben alles über ihre Erfüllungsgehilfen in der Politik so gestaltet, dass sie im Falle eines „Everything-Crashes“ Zugriff auf die meisten Assets haben. Da Finanzmarkt-Assets über Derivategeschäfte mit dem Finanzsystem verknüpft sind („Finanzialisierung“), bedeutet das auch den Zugriff auf die meisten realen Vermögensgegenstände.

Neben der [Pleite eines Clearing-Hauses](#) weitere Konstellationen denkbar, wie auch ohne allumfassenden Crash mit Implosion der Asset-Werte und demzufolge auch der Sicherheiten für Kredite Aktien-



Engagements verlustig gehen können: Verleiht z.B. die Depot-Bank (der „Verwahrer“) Kunden-Assets (etwa Aktien), geht dann pleite und die für die Leihe ausgereichten Sicherheiten reichen nicht, steht der Depot-Kunde hinten an. Dasselbe kann passieren bei Insolvenz eines Leihnehmers. Kann der mangels Masse die geliehenen Wertpapiere nicht zurückgeben, muss die Depot-Bank diese an der Börse selbst beschaffen, um sie dem Depot des Kunden wieder gutschreiben zu können. Wird sie darüber selbst insolvent, steht der Kunde schlimmstenfalls mit leerem Depot da. Ähnliche Fälle lassen sich anstatt für Verwahrer (Banken, Broker) auch für Kapitalanlagegesellschaften (Fonds) vorstellen. Auf noch höherer Stufenleiter könnten ähnliche Konstellation auch für Zentralverwahrer mit Banklizenz denkbar sein.

Eine angemessene Sicherheit gäbe es nur dann, wenn eine Leihe von Aktien (und anderen treuhänderisch verwalteten Assets) generell ausgeschlossen wäre. Dann böte die Einstufung als Sondervermögen (KAG) einen recht hohen Schutzgrad. Aber ... siehe oben (und [hier](#)).

Einige Quellen zum rechtlichen Hintergrund – und das hier ist keine Rechtsberatung...:

- [Bundesbank – zentrale Gegenpartei](#)
- [Bundesbank – Überwachung Zentralverwahrer](#)
- [Deutsche Börse – Zentralverwahrer Clearstream](#)
- [Clearstream – automatisiertes Leihsystem \(ASL\)](#)
- [Deutsche Bank – Offenlegung von Risiken nach Art 38 der Zentralverwahrerverordnung](#)
- [Depotgesetz](#)
- [Zentralverwahrerverordnung](#)
- [Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten](#)