



Geldmarktfonds

Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

18. Mai 2015

Autor

Heike Mai
+49 69 910-31444
heike.mai@db.com

Editor

Jan Schildbach

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Ralf Hoffmann

Originalveröffentlichung in englischer
Sprache: 26. Februar 2015.

Geldmarktfonds sind ins Visier der Regulierungsbehörden geraten. Welche Bedeutung Geldmarktfonds für kurzfristige Finanzierungen haben, zeigte sich als es während der Finanzkrise im Jahr 2008 zu einem Run auf US-Fonds kam. Neue Gesetze sollen die Risiken für die Finanzmarktstabilität abmildern.

Geldmarktfonds bieten Kreditintermediation und kurzfristige Fristentransformation. Sie investieren in Bankeinlagen, Repos und Anleihen mit hoher Bonität und kurzer Restlaufzeit. Die Anleger können ihre Anteile täglich zurückgeben.

Geldmarktfonds bieten Anlegern zum einen Geldmarktrenditen und Liquidität und zum anderen die wirtschaftlichen Vorteile einer Fondsinvestition. Verglichen mit direkten Investitionen in Geldmarktinstrumente profitieren die Anleger von Portfoliodiversifizierung, Skaleneffekten und der Expertise des Fondsmanagers.

Ende 2014 verwalteten Geldmarktfonds weltweit Vermögenswerte im Wert von EUR 3,7 Bill. 2008 hatte dieser Wert noch bei über EUR 4 Bill. gelegen. US- bzw. europäische Geldmarktfonds haben einen Anteil von 60% bzw. 25% am weltweiten Volumen solcher Fonds.

Geldmarktfonds sind ein Geschäft mit Skaleneffekten. Sowohl in Europa als auch in den USA ist eine Tendenz zu größeren Fondsvolumina festzustellen.

Im Euroraum besteht der Geldmarktfondsmarkt aus zwei Segmenten. Das eine Segment umfasst Fonds, die ihre Vermögenswerte zu Marktpreisen bewerten (Variable Net Asset Value); sie machen etwa 43% des Marktes aus. Es handelt sich zumeist um französische, in Euro denominatede Fonds. Das andere Segment besteht aus Fonds, welche ihr Vermögen mit der Constant-Net-Asset-Value Methode bewerten. Ihr Marktanteil beläuft sich auf etwa 57%. Diese Fonds sind zumeist in Irland oder Luxemburg aufgesetzt und in GBP oder USD denominated.

US-Geldmarktfonds lassen sich anhand des Anlageschwerpunkts, des steuerlichen Status' und des Anlegertyps klassifizieren. Bisher stellen CNAV-Fonds die Norm dar; neueren Regulierungsvorschriften zufolge müssen jedoch Fonds, die als anfällig für Runs angesehen werden, auf eine Bewertung der Vermögenswerte zu Marktpreisen umstellen.

Die Geldmarktfonds des Euroraums leisten einen wesentlichen Beitrag zur kurzfristigen Finanzierung der Banken. Sie sind also vor allem Intermediäre innerhalb des europäischen Finanzsektors, in dem die Banken traditionell die Hauptkreditgeber für nicht-finanzielle Kreditnehmer sind.

US-Geldmarktfonds sind in deutlich größerem Umfang als direkte Mittler zwischen nicht-finanziellen Sektoren tätig. Zwei Drittel der in Geldmarktfonds angelegten Mittel werden von Investoren außerhalb des Finanzsektors bereitgestellt, und über 40% des Geldmarktfondsvermögens wird an nicht-finanzielle Kreditnehmer weitergeleitet, vor allem an den öffentlichen Sektor.



Geldmarktfonds – ein Überblick

Geldmarktfonds sind etablierte Akteure an den US- und den europäischen Finanzmärkten sowie zunehmend an den Märkten einiger Schwellenländer. Sie bieten einerseits Geldanlegern eine Investitionsmöglichkeit, die Sichteinlagen ähnelt und andererseits Kreditnehmern kurzfristige Finanzierungen. Wie wichtig sie für die kurzfristige Kreditintermediation sind, zeigte sich auf dem Höhepunkt der Finanzkrise im Jahr 2008, als ein Run auf US-Geldmarktfonds stattfand, so dass diese in der Folge ihre Kreditvergabe reduzieren mussten. Kreditnehmer, die von solchen kurzfristigen Finanzierungen abhingen, gerieten dadurch unter beträchtlichen Druck. Schließlich griff die Zentralbank ein. Seither sind Geldmarktfonds in den USA und in der Europäischen Union im Rahmen umfassender Initiativen zur Verbesserung der Finanzmarktstabilität ins Visier der Regulierungsbehörden geraten.

In dieser Studie gehen wir zunächst auf die wirtschaftliche Funktion und das Geschäftsmodell von Geldmarktfonds ein. Das Hauptaugenmerk liegt auf der Marktstruktur und auf der Frage, auf welche Weise Geldmarktfonds und andere Bereiche der Wirtschaft miteinander verbunden sind. Wir beschreiben den europäischen und den US-Markt getrennt voneinander, um die Unterschiede besser darstellen zu können. Außerdem geben wir einen kurzen Überblick über aktuelle regulatorische Initiativen. Zuletzt fassen wir die Ergebnisse zusammen und gehen auf wichtige Faktoren für die künftige Entwicklung ein.

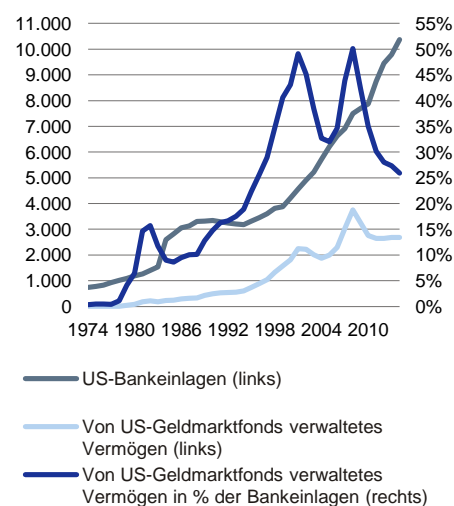
Warum Geldmarktfonds?

In den USA entwickelten sich Geldmarktfonds in den 70er Jahren, weil damals die Zinsen, die Banken auf Einlagen zahlen durften, durch Regulierungsvorschriften begrenzt waren und unterhalb der Geldmarkttrenditen lagen. Die neu aufgelegten Geldmarktfonds waren insofern mit Bankeinlagen vergleichbar als der Anteilswert stabil bei USD 1 gehalten wurde. Gleichzeitig sollten sie den Anlegern Geldmarkttrenditen bieten. Dementsprechend galten Geldmarktfonds rasch als rentable Alternative zu Bankeinlagen und sammelten Kapital ein, das vor allem von Privatkunden und Banken stammte¹. Geldmarktfonds konnten außerdem landesweit agieren, da sie nicht unter die gesetzlichen Einschränkungen für das *interstate banking* fielen². In Europa spielte Frankreich eine Pionierrolle bei der Entwicklung von Geldmarktfonds. Wie in den USA entwickelten sich hier Geldmarktfonds aufgrund von regulatorischen Obergrenzen für die Zinsen auf Bankeinlagen. Bei französischen Fonds schwanken die Anteilswerte jedoch parallel zur Entwicklung des Nettoinventarwerts (*net asset value, NAV*) des Fonds.

Regulatorische Arbitrage ist jedoch nicht der einzige Grund für das kräftige und anhaltende Wachstum von Geldmarktfonds. In den USA stieg das Volumen von Geldmarktfonds auch nach der Abschaffung der Zinsobergrenzen im Jahr 1986 und der Aufhebung der Beschränkungen für das *interstate banking* im Jahr 1994 weiter an. Dasselbe gilt für französische Fonds. Aus Sicht der Anleger stellen Geldmarktfonds eine Alternative zu Bankeinlagen oder direkten Investitionen in Geldmarktinstrumente wie Repos oder Schuldverschreibungen dar. Offensichtlich bieten Geldmarktfonds also wirtschaftliche Vorteile, die mit der Finanzintermediation einhergehen.

USA: Geldmarktfonds ziehen viel Kapital an

Mrd. USD (links); % (rechts), 1974-2014



Quellen: Federal Reserve, FDIC, Deutsche Bank Research

¹ Cook, Timothy Q., Duffield, Jeremy G. (1979). Money Market Mutual Funds: A Reaction to Government Regulation Or A Lasting Financial Innovation? Federal Reserve Bank of Richmond. Economic Review. Juli/August 1979, S. 15-31.

² Luttrell, David et al. (2012). Understanding the Risks Inherent in Shadow Banking: A Primer and Practical Lessons Learned. Federal Reserve Bank of Dallas. Staff Papers. November 2012.



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

Als Finanzintermediäre transformieren Geldmarktfonds Fristen und Losgrößen und ermöglichen es, Risiken durch Diversifizierung zu verringern.

Geldmarktfonds sind zwar nur im kurzfristigen Laufzeitbereich aktiv, sorgen aber trotzdem für Fristentransformation. Den Anlegern bieten sie hohe Liquidität, da die Anteile täglich zu stabilen oder lediglich leicht schwankenden Anteilspreisen zurückgenommen werden. Zugleich investieren Geldmarktfonds in Geldmarktinstrumente, die zwar kurze Laufzeiten aufweisen, aber auch Finanzinstrumente mit einer Restlaufzeit von bis zu zwei Jahren umfassen. Zur Sicherung der Wertstabilität des eingesammelten Kapitals halten Geldmarktfonds strikte Anlagevorschriften ein, denen zufolge die Vermögenswerte des Portfolios eine hohe Qualität aufweisen müssen und enge Grenzen für die durchschnittliche Laufzeit gelten. Kapitalschutz und tägliche Verfügbarkeit machen Geldmarktfonds zu einem attraktiven Cash-Management-Instrument für institutionelle Anleger, die kurzfristig überschüssige Liquidität investieren und dabei Erträge erwirtschaften wollen, die über dem Zins für Sichteinlagen bei Banken liegen. Derzeit besteht allerdings wegen der ultraniedrigen Geldmarktsätze kein Zinsspread mehr zwischen Bankeinlagen und Investitionen in Geldmarktfonds.

In ihrer Eigenschaft als Fonds verringern Geldmarktfonds außerdem das Kreditrisiko für ihre Anleger. Dies hat vor allem seit der Finanzkrise im Jahr 2008 an Bedeutung gewonnen. Die Anleger profitieren von der Diversifizierung des Fondsportfolios über verschiedene Instrumente, Märkte und Emittenten hinweg. Das Kontrahentenrisiko ist dementsprechend geringer als bei einer Bankeinlage. Dies ist vor allem wichtig für Beträge, die über die Höchstgrenze der Einlagensicherung hinausgehen.

Durch die Investition in eine Kapitalsammelstelle und durch die Spezialisierung des Vermögensverwalters profitieren die Anleger darüber hinaus von größerer Effizienz und Skaleneffekten im Rahmen des Investmentprozesses. Die Anleger können Ressourcen sparen, indem sie sich auf die Expertise des Vermögensverwalters in Bezug auf das Kreditrisikomanagement in den verschiedenen Geldmarktsegmenten verlassen.

Geldmarktfonds führen darüber hinaus auch eine Losgrößentransformation durch. Insbesondere Privatanleger profitieren davon, schon mit geringen Anlagebeträgen Zugang zu einer breiten Palette an Geldmarktinstrumenten zu erhalten, welche oft hohe Mindestanlagesummen erfordern.

Das Wachstum von Geldmarktfonds seit den 90er Jahren ist jedoch Studien zufolge vor allem auf eine höhere Nachfrage institutioneller Anleger nach sicheren Anlagemöglichkeiten für ihre hohen Liquiditätsbestände zurückzuführen. Da diese Nachfrage seitens institutioneller Anleger nicht durch ein hinreichendes Angebot an „sicheren“ kurzfristigen Staatsanleihen gedeckt werden konnte, dienten Geldmarktfonds – neben anderen Vehikeln – als Alternative³.

Für Finanzinstitute und Unternehmen sind die beträchtlichen Investitionen von Geldmarktfonds zu einer zusätzlichen, wichtigen Quelle von kurzfristiger Finanzierung geworden. Häufig handelt es sich bei den Kreditnehmern um Banken, die ihrerseits Kreditintermediation betreiben und die Ersparnisse letztendlich zu Investitions- oder Konsumzwecken an Unternehmen oder private Haushalte weiterleiten. Ein Geldmarktfonds, der in Bankschuldverschreibungen investiert, unterstützt also im Grunde die Kreditvergabe dieser Bank an Dritte. Ein Geldmarktfonds kann grundsätzlich auch in Asset-Backed Commercial Papers investieren, welche von Zweckgesellschaften begeben wurden, um die von ihnen gehaltenen verbrieften Bankkredite an private Haushalte und Unternehmen zu refinanzieren. Geldmarktfonds sind also ein Glied in einer Kette von Institutio-

³ Internationaler Währungsfonds (2014). Shadow Banking around the globe: how large, how risky? Global Financial Stability Report. Oktober 2014, S. 74 ff.



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

nen, die Kreditintermediation betreiben – ein Prozess, der traditionell komplett innerhalb eines Einlageninstituts (einer Bank) stattfindet⁴.

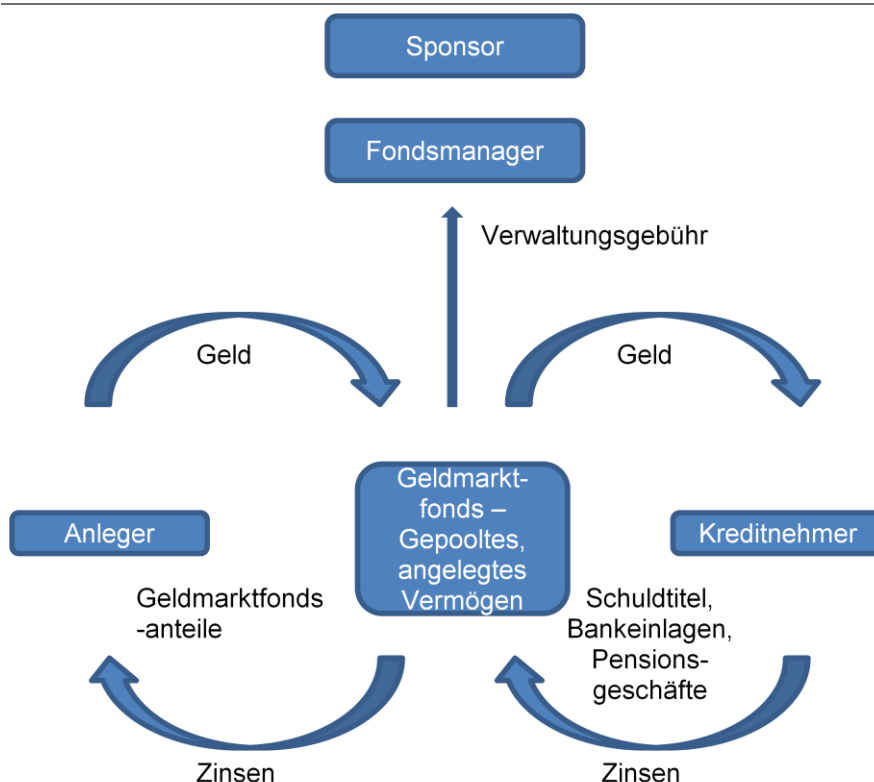
Geschäftsmodell

Die Anleger in Geldmarktfonds gehören allen Segmenten des privaten Sektors an: Banken, Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, sonstige Nichtbank-Finanzinstitute, Unternehmen und private Haushalte. Sie investieren überschüssige Liquidität in Fondsanteile und erhalten Zinsen auf ihre Investition. In der Regel können die Anleger ihre Anteile täglich zurückgeben.

Der Fondsmanager investiert seinerseits das eingesammelte Kapital am Geldmarkt, z.B. in Repos, Bankeinlagen oder qualitativ hochwertige kurzfristige Schuldverschreibungen. Geldmarktfonds können auch in qualitativ hochwertige Anleihen mit längerer Laufzeit investieren, sofern deren Restlaufzeit gering ist. Bei Repos (Wertpapierpensionsgeschäften) handelt es sich um eine besicherte Kreditvergabe. Der Kreditgeber (in diesem Fall der Geldmarktfonds) erwirbt ein Wertpapier vom Kreditnehmer, der seinerseits zusagt, dieses Wertpapier an einem bestimmten Datum zu einem vereinbarten Kurs zurückzukaufen. Der Zins für den Kredit entspricht der Differenz zwischen dem Kaufpreis und dem höheren Rückkaufpreis. Die Wertpapiere dienen als Sicherheit für den Kreditgeber.

Struktur eines Geldmarktfonds

2



Quelle: Deutsche Bank Research

⁴ Detailliertere Erläuterungen zur Finanzintermediation durch Nichtbanken finden sich in Pozsar, Zoltan, Adrian, Tobias, Ashcraft, Adan und Boesky, Hayley (2013). Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York. Economic Policy Review. Juli 2013.



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

Geldmarktfonds investieren vor allem in die folgenden Geldmarktinstrumente, sofern diese ein gutes Rating aufweisen:

- *Certificates of Deposit* (CDs): Einlagenzertifikate, d.h. handelbare Bankeinlagen
- *Commercial Papers* (CPs): unbesicherte, kurzlaufende Schuldtitel emittiert von Banken oder großen Unternehmen
- *Asset-Backed Commercial Papers* (ABCP): Wertpapiere, die von Zweckgesellschaften begeben und durch von der Zweckgesellschaft erworbene Vermögenswerte besichert werden
- Kurzfristige Anleihen (oder kurze Restlaufzeit), die vom öffentlichen Sektor oder mit einer staatlichen Bürgschaft begeben wurden
- Kurzfristige Anleihen (oder mit kurzer Restlaufzeit) privater Emittenten
- Anteile an (anderen) Geldmarktfonds

Der Fondsmanager oder dessen Dienstleister erbringen operative und Depotdienstleistungen. Der Fondsmanager erhält dafür eine Gebühr, die anhand verschiedener Modelle bestimmt werden kann. Möglich ist z.B., dass ein bestimmter Betrag von den Zinsen abgezogen wird, die der Fonds erwirtschaftet, oder eine Gebühr für den Kauf oder die Rücknahme von Anteilen erhoben wird.

Die Kreditnehmer der Geldmarktfonds sind zum Teil mit den Anlegern identisch. Es handelt sich zumeist um Finanzinstitute (Banken, Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, Investmentfonds und sonstige Finanzinstitute), aber auch um öffentliche Haushalte und – in geringem Umfang – um Unternehmen, die Investment-Grade-Schuldtitel begeben. Die Anteile der einzelnen Sektoren an den Kreditnehmern bzw. Anlegern in Geldmarktfonds insgesamt sind je nach Land unterschiedlich.

Als „Sponsoren“ bezeichnet man die Konzernmutter oder andere mit dem Geldmarktfonds verbundene Unternehmen. In der Regel handelt es sich um eine Vermögensverwaltungsgesellschaft, die mehrere Fonds verwaltet, oder um eine Bank. Ein Sponsor ist weder gesetzlich noch vertraglich dazu verpflichtet, den Geldmarktfonds im Falle einer finanziellen Schieflage zu unterstützen, kann dies jedoch tun, um Reputationsschäden abzuwenden und zu verhindern, dass ein eventueller Vertrauensverlust der Investoren auf andere Geschäftszweige des Mutterhauses übergreift.

Klassifizierung von Geldmarktfonds

Geldmarktfonds verfolgen unterschiedliche Anlagestrategien und werden auf die jeweiligen Bedürfnisse der potenziellen Anleger abgestimmt. Sie lassen sich nach der angesprochenen Anlegergruppe (institutionelle oder Privatanleger) oder nach dem Anlageschwerpunkt (Schuldverschreibungen privater oder öffentlicher Emittenten) unterscheiden. Daneben haben nationale Vorschriften und steuerliche Regelungen Auswirkungen auf die Branche. Alle Geldmarktfonds versuchen jedoch, den Wert des investierten Kapitals zu erhalten, gleichzeitig eine hohe Liquidität zu bieten und Zinserträge zu erwirtschaften.

Abhängig vom angewendeten Bewertungsverfahren bieten Geldmarktfonds ihre Anteile zu einem konstanten Nettoinventarwert (*constant net asset value / CNAV*) oder zu einem variablen Nettoinventarwert (*variable net asset value / VNAV*) an. Der Nettoinventarwert (NAV) entspricht dem Anteilwert (Preis pro Fondsanteil) und wird berechnet als Differenz zwischen den Vermögenswerten und Verbindlichkeiten des Fonds dividiert durch die Zahl der im Umlauf befindlichen Anteile.



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

CNAV-Fonds bewerten ihre Vermögenswerte zu fortgeführten Anschaffungskosten. Dabei werden die Vermögenswerte zu Anschaffungskosten verbucht und gegebenenfalls entrichtete Aufschläge linear über die verbleibende Restlaufzeit abgeschrieben, so dass der Vermögenswert bei Fälligkeit zum Nennwert bewertet wird⁵. So kann der Fonds den Anteilswert konstant bei EUR 1 halten (sofern er in Euro denominated ist). Zur Kontrolle müssen CNAV-Fonds ihren Nettoinventarwert in regelmäßigen Abständen zu Marktkursen berechnen. Weicht dieser „Schatten“-NAV vom Wert des CNAV um einen bestimmten Betrag nach unten ab, muss der Anteilswert neu festgelegt werden. In den USA muss ein Geldmarktfonds den konstanten Anteilswert reduzieren, wenn der zu aktuellen Marktkursen berechnete Nettoinventarwert des Fonds auf 99,5 Cents oder weniger sinkt. Eine solche Entwicklung wird auch als „break the buck“ (buck = dollar) bezeichnet.

Die Erträge laufen bei CNAV-Fonds täglich auf und werden normalerweise regelmäßig an die Anleger ausgeschüttet. CNAV-Fonds können die Rücknahme am gleichen Tag anbieten.

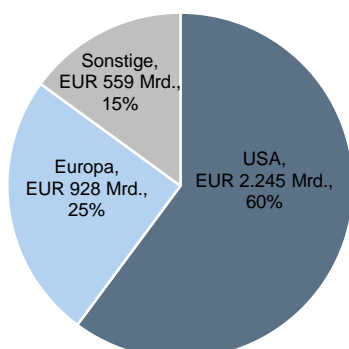
VNAV-Fonds bewerten ihre Vermögenswerte zu Marktpreisen; der Anteilwert hängt also vom Marktwert der Vermögenswerte des Fonds ab. Die Erträge laufen täglich auf und werden in der Regel als Kapitalgewinne behandelt. Dadurch steigt der NAV. Manche VNAV-Fonds schütten die Erträge allerdings auch aus. Wenn VNAV-Fonds die Vermögenswerte nach Marktschluss bewerten, können Rücknahmen erst am folgenden Tag ausgeführt werden. In der Praxis gibt es – häufig abhängig von den jeweils geltenden gesetzlichen Vorschriften – auch Geldmarktfonds, die beide Bewertungsmethoden einsetzen, also z.B. VNAV-Fonds, die bestimmte Wertpapiere mit besonders kurzen Restlaufzeiten zu fortgeführten Anschaffungskosten bewerten. Auch bei der Behandlung von Erträgen werden unterschiedliche Methoden angewandt; so gibt es z.B. CNAV-Fonds, die aufgelaufene Zinsen in den Fonds reinvestieren statt sie auszuschütten⁶.

Umfang und Struktur der Geldmarktfondsbranche

USA größter Markt für Geldmarktfonds

3

Verwaltetes Vermögen, Ende 2014



Quellen: EFAMA, De Nederlandsche Bank, Deutsche Bank Research

Weltweit verwalteten Geldmarktfonds Ende 2014 Vermögenswerte im Wert von EUR 3,7 Bill. Die Vermögenswerte aller Investmentfonds beliefen sich zum selben Zeitpunkt weltweit auf EUR 28,3 Bill. Der Großteil dieser Mittel war in Aktien- und Rentenfonds (40% bzw. 22%) investiert; Geldmarktfonds hatten einen Anteil von 13%. Dabei entsprechen die 2.791 Geldmarktfonds jedoch lediglich 3,5% der Gesamtzahl der Investmentfonds weltweit (79.669)⁷. Dies ist darauf zurückzuführen, dass es sich bei Geldmarktfonds um ein Geschäft mit Skaleneffekten und geringen Margen handelt und diese Fonds tendenziell große Vermögen verwalten. Die globalen Zahlen basieren auf Daten aus 46 Ländern, zu denen die meisten Industrieländer und einige große Schwellenländer gehören. Die Statistiken bilden den Investmentfondssektor also weitgehend ab.

Die regionale Verteilung der Geldmarktfonds lässt sich nur anhand der Länder ermitteln, in denen die Fonds aufgesetzt wurden, da die statistische Erfassung an das Land anknüpft, in dem ein Fonds registriert ist. Die Fonds können jedoch auch in anderen Ländern als dem ihres Rechtssitzes verwaltet und/oder vertrieben werden. Außerdem kann es ihnen gestattet sein, in Schuldverschreibungen

⁵ Im Falle eines Abschlags wird der Vermögenswert zu Anschaffungskosten bewertet und der Abschlag wird linear über die verbleibende Laufzeit hinweg aufgeschlagen.

⁶ Money Market Funds in Europe and Financial Stability (2012). European Systemic Risk Board (ESRB). Occasional Paper Series, Nr. 1, Juni 2012.

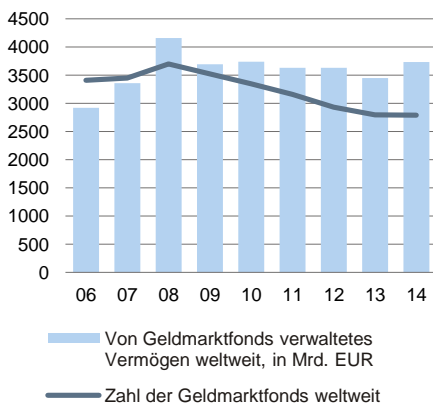
⁷ Worldwide Investment Fund Assets and Flows (2014). European Fund and Asset Management Association (EFAMA). International Statistical Release. Oktober 2014.



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

Weniger Vermögen und stärkere Konzentration seit Lehman-Konkurs

4



Quellen: EFAMA, IIFA, Deutsche Bank Research

von Emittenten zu investieren, die nicht im selben Land wie der Fonds ansässig sind.

In den USA ansässige Geldmarktfonds verwalten 60% (EUR 2,2 Bill. bzw. USD 2,7 Bill.) aller weltweit von solchen Fonds gehaltenen Mittel. Dies ist insofern nicht überraschend als in den USA die Finanzierung über den Kapitalmarkt weit verbreitet ist und Geldmarktfonds dort seit Anfang der 70er Jahre existieren. Die Europäische Union ist der zweitgrößte Markt für Geldmarktfonds. EU-Fonds verwalten 25% der weltweit investierten Mittel (EUR 0,9 Bill. bzw. USD 1,1 Bill.). Geldmarktfonds sind in Europa vor allem im Euroraum ansässig; dort werden 96% des Vermögens aller EU-Geldmarktfonds gehalten. Die übrigen Länder, in denen Geldmarktfonds domiziliert sind, liegen vor allem in Asien und in Nord- und Südamerika. Gemessen an den verwalteten Vermögen sind dabei China (EUR 277 Mrd.), Südkorea (EUR 63 Mrd.) und Mexiko (EUR 40 Mrd.) die wichtigsten Märkte.

Europa

In Europa unterliegen Geldmarktfonds traditionell nationalen Marktpraktiken und der nationalen Gesetzgebung. Im Zuge der allmählichen Integration der nationalen Finanzmärkte im Rahmen der Europäischen Union entwickelt sich jedoch ein grenzüberschreitender Asset-Management-Markt, zu dem z.B. die Verabschiedung der OGAW-Richtlinie beigetragen hat⁸. Mitte 2012 erfüllten über 75% aller Geldmarktfonds im Euroraum (gemessen am Vermögen solcher Fonds), die OGAW-Richtlinie der EU⁹. Nach der Finanzkrise wurden die Bemühungen

Definition für europäische Geldmarktfonds von CESR

5

Im Mai 2010 veröffentlichte CESR (inzwischen: ESMA) Leitlinien einer gemeinsamen Definition für europäische Geldmarktfonds. Ein Geldmarktfonds hat vor allem die Erhaltung des Vermögens des Fonds anzustreben, Renditen entsprechend den Geldmarktzinssätzen zu erzielen und eine tägliche Anteilsrückgabe bzw. einen täglichen Anteilskauf zu ermöglichen. Für Anlagen des Fonds kommen nur qualitativ hochwertige Geldmarktinstrumente oder Bankeinlagen in Frage. Zwei Fondstypen mit unterschiedlichen Laufzeitprofilen wurden definiert: Kurzfristige Geldmarktfonds (short-term money market funds, STMMFs) und Standard-Geldmarktfonds. Kurzfristige Geldmarktfonds verwalten mindestens zwei Drittel des Vermögens europäischer Geldmarktfonds. Standard-Geldmarktfonds, die einen etwas längeren Anlagehorizont haben, machen den Rest des Markts aus.*

	Kurzfristige Geldmarktfonds	Standard- Geldmarktfonds
Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten	Bei Vermögenswerten mit einer Restlaufzeit von weniger als drei Monaten oder für das gesamte Portfolio	Bei Vermögenswerten mit einer Restlaufzeit von weniger als drei Monaten
Nettoinventarwert (NAV)	Konstant oder variabel	Variabel
Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (weighted average maturity, WAM) der von einem Fonds gehaltenen Wertpapiere; misst die Anfälligkeit des Fonds für Zinsänderungen**	Max. 60 Tage	Max. 6 Monate
Gewichtete durchschnittliche Laufzeit (weighted average life, WAL) aller vom Fonds gehaltenen Wertpapiere; misst Bonitäts- und Liquiditätsrisiken**	Max. 120 Tage	Max. 12 Monate
Maximale Restlaufzeit eines Geldmarktinstruments bis zur Tilgung	397 Tage	2 Jahre
Erforderliches Mindestrating (erteilt von einer Ratingagentur oder ermittelt durch interne Ratingverfahren des Fondsmanagers)	Eines der beiden höchsten verfügbaren Kurzfrist-ratings von jeder anerkannten Ratingagentur, die das Instrument beurteilt	Wie bei kurzfristigen Geldmarktfonds. Bei Instrumenten, die von einem EU-Mitgliedstaat oder einer Behörde in der EU begeben wurden: Investment Grade

*European Systemic Risk Board Annex to ESRB Recommendation on money market funds, Dezember 2012.

**Bei der Berechnung der WAM wird die Restlaufzeit als der Zeitraum bis zur nächsten Neufestlegung des Zinssatzes definiert. Bei der Berechnung der WAL wird die Laufzeit eines variabel verzinslichen Instruments bis zu dessen Tilgung verwendet.

Quelle: Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapierwesen (inzwischen ESMA) (2010). CESRs Leitlinien einer gemeinsamen Definition für europäische Geldmarktfonds, Mai 2010

⁸ Als OGAW (Organismen zur gemeinsamen Anlage in Wertpapieren) werden Investmentfonds bezeichnet, die entsprechend den Anforderungen der Richtlinie 85/611/EEG aufgelegt und zugelassen wurden. Diese Richtlinie wurde 2009 überarbeitet (Richtlinie 2009/62/EU) und wird derzeit erneut revidiert.

⁹ Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) (2012). Anhang zur Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken zu Geldmarktfonds, Dezember 2012.



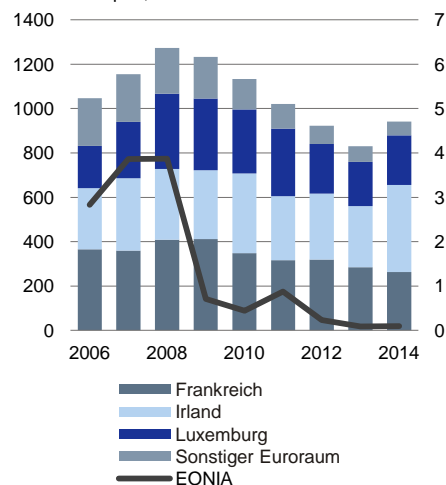
Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

verstärkt, die Vorschriften für Geldmarktfonds zu harmonisieren. Im Jahr 2010 führten die „CESR Guidelines on a common definition of European money market funds“ Regeln ein, die von allen Fonds in der EU befolgt werden müssen, die sich als Geldmarktfonds bezeichnen¹⁰.

In Bezug auf die Regulierung des Asset Managements kann die EU zwar als einheitlicher Rechtsraum angesehen werden, aber in anderer Hinsicht – von steuerlichen Vorschriften bis hin zu nationalen Marktpraktiken – gleicht die europäische Geldmarktfondsbranche immer noch einem Flickenteppich. Der europäische Markt zerfällt im Wesentlichen in zwei Segmente. Das erste besteht aus den in EUR denominierten VNAV-Fonds mit Sitz in Frankreich. Das zweite umfasst CNAV-Fonds, die ihren Pendanten aus den USA ähneln, ihren Sitz in Luxemburg oder Irland haben und überwiegend in USD oder GBP denominated sind.

Euroraum-Geldmarktfonds überwiegend in Frankreich, Irland, Luxemburg ansässig 6

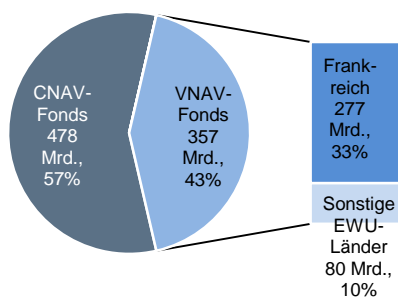
Von Geldmarktfonds verwaltetes Vermögen in Mrd. EUR, links
EONIA in % p.a., rechts



Quellen: EZB, nationale Zentralbanken, Deutsche Bank Research

CNAV-Fonds mit größerem Marktanteil als VNAV-Fonds 7

Verwaltete Vermögenswerte in Mrd. EUR, Anteil an gesamten verwalteten Vermögenswerten in %, Q2 2014



Quellen: BdF, EZB, IMMFA, Deutsche Bank Research

Insgesamt sind 722 Geldmarktfonds im Euroraum und 120 weitere in anderen EU-Mitgliedstaaten registriert. Die Geldmarktfonds aus dem Euroraum verwalteten Ende 2014 insgesamt EUR 942 Mrd. Dabei belief sich der Anteil der in Frankreich, Irland und Luxemburg registrierten Fonds auf 93%. Zu Beginn und in der Mitte des vergangenen Jahrzehnts blühten Geldmarktfonds in diesen Ländern in einem günstigen Umfeld auf; die Finanzintermediation durch Nichtbanken nahm zu, und die Geldmarktzinssätze waren recht hoch (der EONIA¹¹ notierte zwischen 2% und 4%). Diese Bedingungen herrschten bis zum ersten Quartal 2009, in dem das verwaltete Vermögen seinen Höchststand erreichte. Im Herbst 2008 zogen die Anleger nach dem Konkurs von Lehman Brothers beträchtliche Summen ab, aber diese Rücknahmen wurden durch die Nettozeichnungen von Geldmarktfondsanteilen zum Jahresbeginn 2009 kompensiert.

Ultraniedrige Zinsen im Zuge der Krise scheinen der Hauptgrund für die seither in den meisten Quartalen verzeichneten Abflüsse aus Geldmarktfonds zu sein. Das Niedrigzinsumfeld (mit z.T. negativen Kurzfristzinsen) macht es für die Fonds erheblich schwieriger, Renditen für ihre Anleger zu erzielen.

Zusätzlich zur zinsbedingten Abnahme des verwalteten Vermögens verringerte sich im Jahr 2010 durch die Einführung einer harmonisierten europäischen Definition für Geldmarktfonds durch CESR (inzwischen ESMA) die Zahl der als solche klassifizierten Fonds. Von Mitte 2011 bis zum ersten Quartal 2012 wurden die Statistiken an die neue Definition angepasst. Dadurch ging das verwaltete Vermögen um geschätzt EUR 194 Mrd.¹² zurück. Diese Entwicklung wurde zum Teil durch beträchtliche Nettozuflüsse geglättet, die durch eine vorübergehende Zinsanhebung im selben Zeitraum ausgelöst wurden.

In Europa sind sowohl CNAV- als auch VNAV-Geldmarktfonds verbreitet. Zahlen der Institutional Money Market Fund Association (IMMFA) geben Aufschluss über das Volumen von CNAV-Fonds¹³. Laut IMMFA verwalteten im Juni 2014 die 134 Geldmarktfonds, die ihren Standards entsprechen¹⁴, Vermögenswerte in Höhe von EUR 478 Mrd. Dies entsprach 57% des gesamten Vermögens von Geldmarktfonds im Euroraum. CNAV-Geldmarktfonds müssen den Anforderungen von CESR (heute: ESMA) an kurzfristige Geldmarktfonds (short-term money market funds, „STMMFs“) entsprechen. Im Euroraum sind CNAV-Fonds vor

¹⁰ Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapierwesen (inzwischen ESMA) (2010). CESR's Leitlinien zu einer gemeinsamen Definition für europäische Geldmarktfonds. Mai 2010.

¹¹ Euro Overnight Index Average: Eine Kennzahl für den effektiven Zinssatz am Euro-Interbankenmarkt für Tagesgeld. Der EONIA wird als gewichteter Durchschnitt der Zinssätze für unbesicherte Tagesgeldtransaktionen in Euro berechnet, die von einer Reihe von Banken gemeldet werden.

¹² Monatsbericht der Europäischen Zentralbank. April 2012.

¹³ Die IMMFA vertritt die Anbieter von in Europa ansässigen CNAV-Fonds mit einem AAA-Rating. Vgl. den Code of Practice der MMFA, <http://www.immfa.org/>.

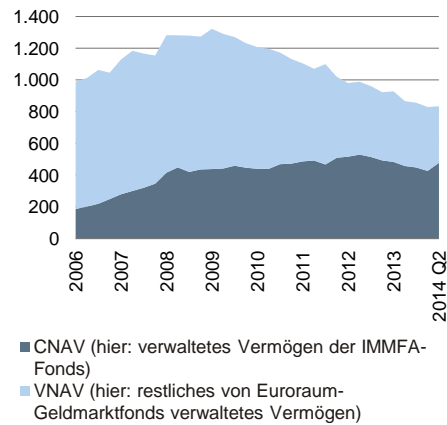
¹⁴ Institutional Money Market Fund Association IMMFA Money Fund Report. 13. Juni 2014.



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

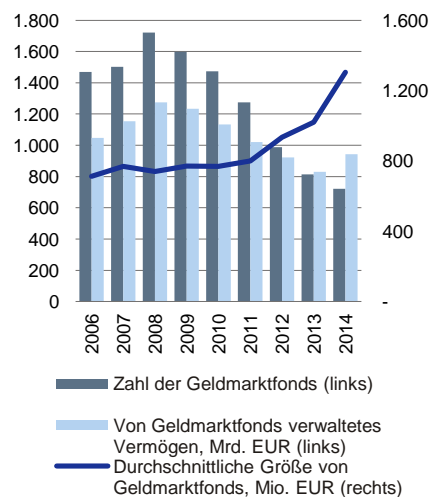
CNAV-Fonds gewannen nach der Finanzkrise Anteile in schrumpfendem Markt **8**

Verwaltetes Vermögen in Mrd. EUR bis Mitte 2014



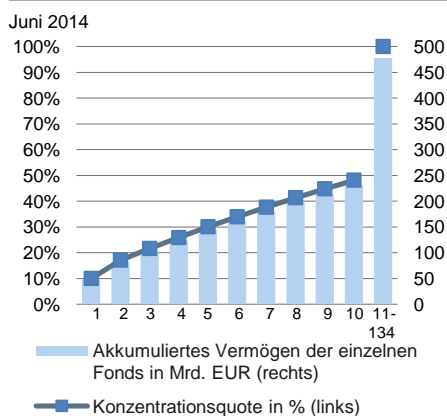
Quellen: EZB, IMMFA, Deutsche Bank Research

Konsolidierung der Geldmarktfonds im Euroraum **9**



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

IMMFA Geldmarktfonds: Die zehn größten Fonds verwalten 48% des gesamten Vermögens **10**



Quellen: IMMFA, Deutsche Bank Research

allein in Irland und Luxemburg registriert; dort sind sie der dominierende Geldmarktfondstyp.

Die meisten VNAV-Fonds dagegen sind in Frankreich domiziliert. Bei französischen VNAV-Fonds kann es sich sowohl um STMMFs (Ende 2013: 37%)¹⁵ als auch um andere Geldmarktfonds handeln. VNAV-Fonds sind auch in anderen Ländern des Euroraums – abgesehen von Irland und Luxemburg – die typische Form von Geldmarktfonds¹⁶. Ihr Anteil an den aggregierten Vermögenswerten von Geldmarktfonds im Euroraum belief sich Mitte 2014 auf rund 43%, wobei französische Fonds bereits einen Marktanteil von 33% auf sich vereinigten. In den vergangenen Jahren gingen das Volumen und der Marktanteil von VNAV-Fonds im Vergleich zu CNAV-Fonds deutlich zurück (vgl. Grafik 8).

Ein Grund für das relative Wachstum von CNAV-Geldmarktfonds ist ganz offensichtlich das schrumpfende Volumen von französischen VNAV-Fonds. Diese Entwicklung könnte auf der Suche der Anleger nach Renditen über den aktuellen EUR-Geldmarktsätzen beruhen¹⁷. Außerdem scheinen institutionelle Anleger zunehmend in CNAV-Fonds zu investieren, da diese steuerlich sowie unter Rechnungslegungsgesichtspunkten einfach zu handhaben sind¹⁸. Zusätzlich ist zu berücksichtigen, dass die Abwertung des EUR in den letzten Monaten automatisch zu einem wachsenden Marktanteil der überwiegend in USD und GBP denominierten CNAV-Fonds geführt hat.

Derzeit ist eine Konsolidierung bei Geldmarktfonds im Euroraum festzustellen. Die Zahl der Fonds geht seit Beginn der Finanzkrise zurück. Zusätzlich sind zahlreiche Fonds aufgrund der strikten CESR-Anforderungen an Geldmarktfonds von 2010 bis 2012 aus der Statistik herausgefallen. Die Hauptursache für die Konsolidierung ist jedoch in den niedrigen Geldmarktzinsen zu sehen. In diesem Umfeld können Fondsmanager gerade einmal Renditen erzielen, die ausreichen, um das Kapital der Anleger nominal zu erhalten. Daher haben Fondsmanager die ohnehin schon geringen Managementgebühren reduziert oder verzichteten sogar vollständig darauf¹⁹. Das durchschnittliche Fondsvolumen ist von EUR 700 Mio. im Jahr 2006 auf EUR 1,3 Mrd. Ende 2014 angestiegen. Angesichts des Kostendrucks in einem Geschäftszweig mit Skalenerträgen wird sich die Konsolidierung wohl fortsetzen.

Kennzahlen für die Konzentration des Geldmarktfondssektors im Euroraum zeigen, welche Bedeutung Skaleneffekte haben. Die fünf größten der 134 von der IMMFA vertretenen CNAV-Fonds verwalten 30% (EUR 141 Mrd.) der gesamten Vermögenswerte in diesem Segment. Die zehn größten Fonds machen zusammengenommen 48% (EUR 226 Mrd.) des IMMFA-Universums aus²⁰. Interessanterweise sind die zehn größten CNAV-Fonds (gemessen am verwalteten Vermögen) sämtlich in USD oder GBP und nicht in EUR denominiert.

Betrachtet man die gesamte Branche (also einschließlich der VNAV-Fonds), so verwalteten die fünf größten Geldmarktfonds im Jahr 2012 18% der Vermögenswerte. Auf Konzernebene war die Konzentration sogar noch stärker; die fünf größten Fondsmanagementgesellschaften hielten 41% der gesamten *Assets under Management* des Geldmarktfondssektors.²¹

Bemerkenswerterweise waren Ende 2014 49% der Vermögenswerte von Geldmarktfonds aus dem Euroraum in Fremdwährungen denominiert. 47% der Vermögenswerte lauteten auf Euro, für den Rest wurde keine Währung angegeben.

¹⁵ Autorités des marchés financiers Economic and Financial Newsletter. 2014-01.

¹⁶ ESRB. Anhang zur Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken zu Geldmarktfonds. Dezember 2012.

¹⁷ Autorités des marchés financiers Economic and Financial Newsletter. 2014-01.

¹⁸ Fitch Ratings European Treasurers Using CNAV MMFs Value Clarity. 13. April 2013.

¹⁹ Fitch Ratings 2014 Outlook: Money Market Funds. Dezember 2013.

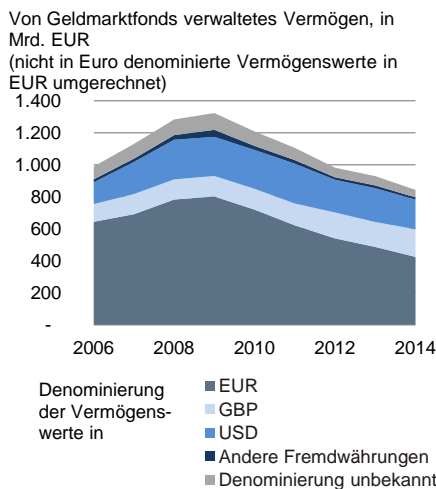
²⁰ Institutional Money Market Fund Association IMMFA Money Fund Report. 6. Juni 2014.

²¹ ESRB. Anhang zur Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken zu Geldmarktfonds. Dezember 2012.



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

Basiswährungen von Geldmarktfonds im Euroraum sind EUR, USD und GBP 11



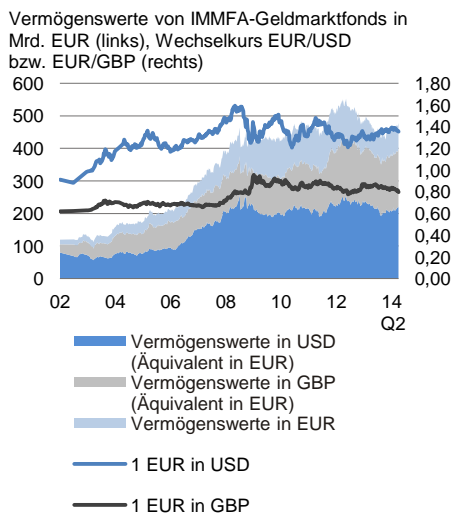
Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

USD und GBP sind die wichtigsten ausländischen Währungen: 26% der Vermögenswerte sind in USD, 22% in GBP und nur rund 1% in anderen Fremdwährungen (z.B. CHF, JPY) denominated.

IMMFA-Fonds (d.h. CNAV-Fonds) investieren vor allem in Geldmarktinstrumente in Fremdwährungen. Sie hielten im Juni 2014 83% ihrer Vermögenswerte in USD oder GBP. Die GBP-Vermögenswerte aller Euroraumfonds befanden sich zu 92% in Geldmarktfonds mit Sitz in Irland, wohingegen die meisten USD-Vermögenswerte von Fonds aus Irland oder Luxemburg gehalten wurden. Im Gegensatz zu diesen beiden Ländern, in denen Fremdwährungsfonds dominieren, sind französische Geldmarktfonds überwiegend in EUR denominated²². Dies trifft auch für Deutschland, Italien und Spanien zu²³.

Bei ihrer Investitionstätigkeit scheinen Geldmarktfonds darauf zu achten, dass es nicht zu größeren Währungs-Mismatches kommt²⁴. Die CESR-/ESMA-Leitlinien und der IMMFA Code of Practice²⁵ gestatten es Geldmarktfonds zwar, in Wertpapiere zu investieren, welche nicht in der Basiswährung des Fonds denominated sind, sofern dieses Engagement abgesichert wird. Dennoch halten sich Geldmarktfonds in der Regel daran, nur eine Währung sowohl für die ausgegebenen Anteile als auch für die Anlage des eingesammelten Kapitals zu nutzen.

CNAV-Fonds: Überwiegend USD und GBP 12

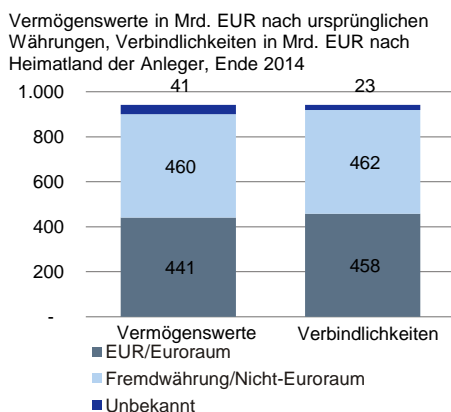


Quellen: IMMFA, Deutsche Bank Research

Es gibt verschiedene offenkundige Gründe dafür, dass Geldmarktfonds aus dem Euroraum einen großen Anteil ihrer Mittel in Fremdwährungen investiert haben. Z.B. halten ausländische, d.h. nicht im Euroraum ansässige Anleger einen beträchtlichen Teil der Geldmarktfondsanteile. Insgesamt befanden sich in der EWU Ende 2014 49% aller Geldmarktfondsanteile im Besitz von Anlegern, die nicht im Euroraum ansässig waren. Dabei ist der Anteil ausländischer Anleger in den einzelnen europäischen Ländern unterschiedlich hoch. In Irland halten Investoren von außerhalb der EWU 80% aller Anteile an Geldmarktfonds²⁶, in Frankreich dagegen befinden sich 92% der Anteile im Eigentum inländischer Anleger²⁷.

Dies lässt sich unter anderem dadurch erklären, dass britische Anleger im Jahr 2010 46% der aggregierten Vermögenswerte von IMMFA-Fonds hielten²⁸. Es scheint also so zu sein, dass „britische“ Geldmarktfonds in der Regel in Irland und nicht in Großbritannien registriert sind. Großbritannien ist zwar ein wichtiger Standort für das Management von Fondsportfolios, aber in Großbritannien registrierte Geldmarktfonds verwalteten Ende 2014 lediglich Vermögenswerte im Wert von GBP 6 Mrd.²⁹ Gleichzeitig war knapp die Hälfte der Vermögenswerte irischer Geldmarktfonds in GBP denominated.³⁰

Denominierung der Vermögenswerte und Herkunftsland der Anleger 13



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Der Währungsmix der Geldmarktfonds im Euroraum ist außerdem auf Investitionen multinationaler Unternehmen zurückzuführen. Multinationale Unternehmen verwalten ihre liquiden Mittel in der Regel auf regionaler oder sogar globaler Ebene mit Hilfe ausgefeilter Cash-Management-Prozesse und Anlagevorgaben. Unter anderem halten sie kurzfristige Liquidität in bestimmten Ländern oder Währungen, um z.B. erwartete Zins- oder Wechselkursbewegungen auszunutzen.

²² Autorité des Marchés Financiers. GECO database. Juli 2014.

²³ ESRB. Anhang zur Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken zu Geldmarktfonds. Dezember 2012.

²⁴ Ibidem.

²⁵ Institutional Money Market Funds Association Code of Practice. November 2012.

²⁶ Central Bank of Ireland Credit. Money and Banking Statistics. Datenbank.

²⁷ Banque de France Souscriptions nettes de titres d'OPC – France. Stat Info. März 2014.

²⁸ ESRB Occasional Paper. 2012.

²⁹ Investment Management Association (IMA) Funds under management by asset class (UK domiciled funds). 2014.

³⁰ Ende 2014 hatten irische Geldmarktfonds 48% ihrer Mittel in GBP-denominatede Wertpapiere und Kredite investiert. Central Bank of Ireland Credit. Money and Banking Statistics. Datenbank.

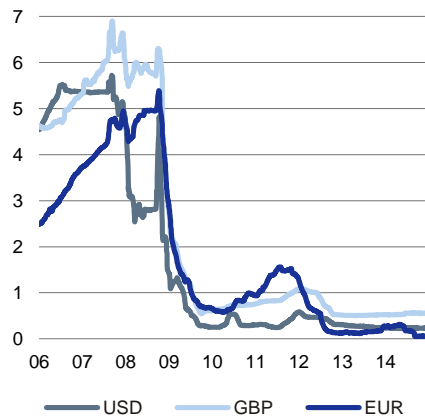


Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

Unterschiedliche Geldmarktsätze für EUR, GBP und USD

14

3-Monats-LIBOR in %



Quellen: WEFA, Deutsche Bank Research

Nicht zuletzt wird die Zinsentwicklung dafür gesorgt haben, dass der Anteil der EUR-denominierten Aktiva im Vermögen der Euroraum-Geldmarktfonds gesunken ist. Der Euro-Geldmarkt ist für Fondsmanager im Vergleich zu GBP und USD seit Mitte 2012 besonders schwierig, wozu nicht zuletzt die Zinssenkungen der EZB beigetragen haben. Die äußerst niedrigen Renditen könnten Anleger mit EUR-Überschüssen stärker von Investitionen in Geldmarktfonds abgehalten haben als Anleger mit USD- oder GBP-Überschüssen, und somit den Anteil der Aktiva in Fremdwährung relativ gestärkt haben. Außerdem scheinen insbesondere französische Anleger mit ihrem Fokus auf EUR-Geldmarktfonds Mittel aus ebendiesen in andere, höher verzinsliche Anlagen umzuschichten³¹, was den Anteil der EUR-Vermögenswerte in der Geldmarktfondsbranche zusätzlich sinken lässt. Insgesamt stellt die EZB fest, dass die Anleger aufgrund der niedrigen Geldmarktzinsen im Euroraum zunehmend in EWU-Rentenfonds oder auch in Anlagen außerhalb des Euroraums umschichten.³²

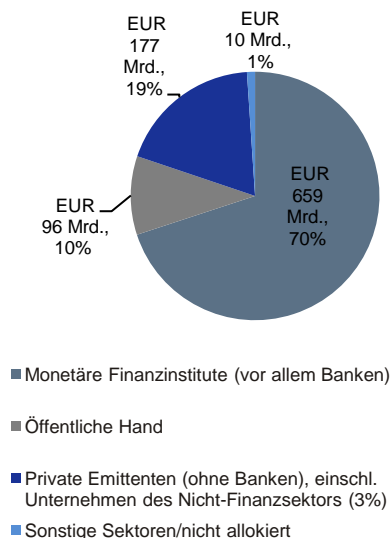
Wer bekommt Mittel von Euroraum-Geldmarktfonds?

Im Euroraum stellen Geldmarktfonds vor allem kurzfristige Finanzierungen für andere Finanzintermediäre bereit, weniger für Unternehmen, öffentliche oder private Haushalte. Ende 2014 leitete der Sektor 70% (EUR 659 Mrd.) seiner Mittel an monetäre Finanzinstitute (MFIs, d.h. Banken und Geldmarktfonds) weiter, darunter 3% an andere Geldmarktfonds. Investitionen in Banken erfolgten vorrangig durch den Erwerb von Bankschuldverschreibungen (50%) sowie durch Einlagen und Kreditgewährung (17%). Darüber hinaus platzierten Geldmarktfonds 10% ihrer Mittel in Staatsanleihen.

Geldmarktfonds investieren überwiegend in Banken

15

Vermögenswerte von Geldmarktfonds aus dem Euroraum nach Schuldnern, Ende 2014



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Anleihen privater Unternehmen (ohne MFIs) machten 19% des Portfolios von Geldmarktfonds aus. Dieser Anteil verteilt sich wiederum auf mehrere Branchen. Lediglich 4% aller Geldmarktfondsaktiva fließen in Unternehmensanleihen (Nicht-Finanzsektor). Andere Finanzintermediäre erhielten 4% der gesamten Geldmarktfondsinvestitionen, und 9% gingen an ausländische private Nichtbanken. Diese Sektorallokation hat sich im Vergleich mit dem Jahr 2006 – als zum ersten Mal Daten zu Geldmarktfonds erhoben wurden – nicht wesentlich geändert.

Die regionale Portfolioallokation der Geldmarktfonds spiegelt die Anlegerbasis annähernd wider. Engagements im Euroraum und im Ausland hatten Ende 2014 zum ersten Mal das gleiche Gewicht. Die Investitionen in den Bankensektor, den staatlichen Sektor und den privaten Sektor teilten sich in etwa hälftig auf Schuldner aus dem Euroraum bzw. dem Ausland auf. Allerdings unterscheidet sich die geografische Anlagestruktur von EUR und Nicht-EUR Geldmarktfonds. EUR-Geldmarktfonds investieren vor allem in Schuldverschreibungen und Kredite an Emittenten, die im Euroraum ansässig sind (80% ihres Portfolios). Nicht-EUR Geldmarktfonds konzentrieren sich dagegen überwiegend auf Emittenten von außerhalb des Euroraums.

Die Rolle von Geldmarktfonds an den Märkten für kurzfristige Finanzierungen

Geldmarktfonds haben den größten Teil ihrer Mittel (64%) in Geldmarktinstrumente wie Commercial Papers oder Einlagenzertifikate investiert, so eine Umfrage des ESRB aus dem Jahr 2012. Repos (9%) wurden nahezu ausschließlich mit anderen monetären Finanzinstituten abgeschlossen. Die EZB-Statistik für 2012 entsprach diesen Umfrageergebnissen weitgehend, war aber weniger

³¹ Fitch Ratings European MMF Quarterly – 2Q14. 23. Juli 2014.

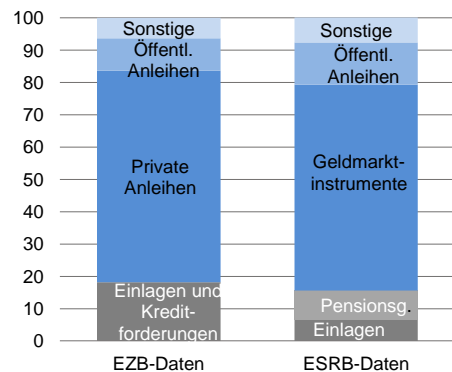
³² EZB Finanzstabilitätsbericht. November 2014.



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

Vermögenswerte von Euroraum-Geldmarktfonds nach Instrumenten 16

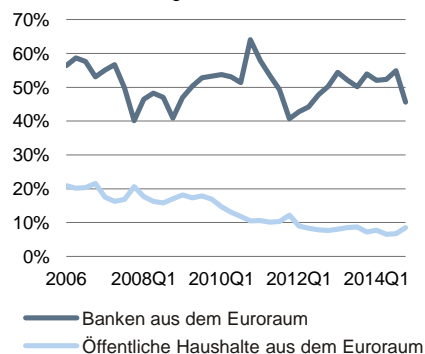
Anteil verschiedener Finanzinstrumente an den gesamten Vermögenswerten von Geldmarktfonds in %; alle Daten: Q2 2012



Quellen: EZB, ESRB, Deutsche Bank Research

Geldmarktfonds spielen wichtige Rolle für kurzfrist. Finanzierung von Banken & öffentlicher Hand im Euroraum 17

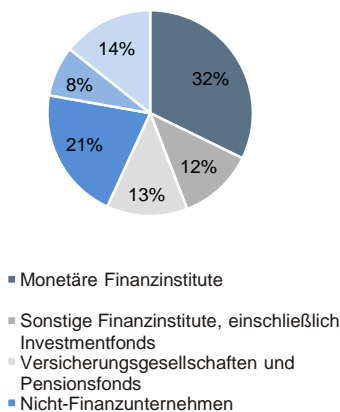
Von Euroraum-Geldmarktfonds gehaltenene Positionen in % aller kurzfristigen Schuldverschreibungen nach Emittenten



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Finanzinstitute sind die größten Anleger in Geldmarktfonds 18

Anteil an den gesamten Verbindlichkeiten von Geldmarktfonds aus dem Euroraum, Juni 2012



Quellen: ESRB, Deutsche Bank Research

detailliert. Bedauerlicherweise gibt es keine neuere ESRB-Umfrage. Die EZB-Daten deuten jedoch darauf hin, dass sich die Portfolioallokation der Geldmarktfonds seit 2012 nicht wesentlich verändert hat. Aktuelle und detailliertere Portfoliodaten kommen von den Ratingagenturen, wobei diese jedoch nicht die gesamte Geldmarktfondsbranche im Euroraum berücksichtigen. Nichtsdestoweniger legen die Portfoliodaten von Fitch Ratings nahe, dass europäische Geldmarktfonds nahezu 80% ihrer Mittel im Finanzsektor investieren, davon etwa 10% in Form von Repos oder Asset-Backed Commercial Papers³³. Dies ist auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass der Markt für Asset-Backed Commercial Papers in Europa eher klein ist mit umlaufenden Papieren im Wert von nur EUR 18 Mrd., was etwa einem Zehntel des US-Marktvolumens entspricht³⁴.

Die Geldmarktfonds des Euroraums sind für Banken im Euroraum eine wichtige Quelle von unbesicherten kurzfristigen Finanzierungen. Die Investitionen von EWU-Geldmarktfonds in kurzfristige Anleihen der EWU-Banken entsprachen laut EZB Ende 2014 46% der EUR 482 Mrd. an ausstehenden Anleihen dieses Typs. In Bezug auf die EUR 305 Mrd. in EUR denominierten kurzfristigen Anleihen entspricht das Engagement der Geldmarktfonds sogar 57%. Die Investitionen der Geldmarktfonds in kurzfristige Bankanleihen in Fremdwährung machten 43% des ausstehenden Volumens von EUR 177 Mrd. aus. Die Bedeutung von Geldmarktfonds am Markt für kurzfristige Staatsanleihen ist in den vergangenen Jahren gesunken. Die Geldmarktfonds-Forderungen gg. der öffentlichen Hand belaufen sich derzeit auf lediglich 9% der EUR 588 Mrd. an kurzfristigen Anleihen, die die Staaten des Euroraums in EUR und Fremdwährungen begeben haben.³⁵ Außerdem investieren Euroraum-Geldmarktfonds Mittel in kurzfristige Anleihen, die von Nicht-Finanzunternehmen des Euroraums begeben wurden, in einer Höhe, die 59% des Bestandes von EUR 58 Mrd. Ende 2014 entsprach. Allerdings ist dies ein recht moderater Beitrag zum kurzfristigen Finanzierungsbedarf dieser Unternehmen, die gleichzeitig EUR 1,1 Bill. an kurzfristigen Bankkrediten ausstehen haben.³⁶ Außerdem können sich in der Regel nur große Unternehmen ohne Schwierigkeiten am Kapitalmarkt finanzieren. Am europäischen Markt für Repos spielen Geldmarktfonds nur eine untergeordnete Rolle, ihr Anteil an der Repo-Finanzierung von Banken beläuft sich schätzungsweise auf rund 4%³⁷.

Da Geldmarktfonds in der Regel in ihrer Basiswährung investieren, sind es die EUR-denominierten Geldmarktfonds, welche eine wichtige Rolle an den Märkten für kurzfristige EUR-Finanzierungen spielen.

Wer investiert in Geldmarktfonds aus dem Euroraum?

Vor allem Finanzinstitute investieren in Euroraum-Geldmarktfonds. Allerdings gibt es keine detaillierten und aktuellen Statistiken dazu, wie groß die Verbindlichkeiten der Geldmarktfonds gegenüber unterschiedlichen Anlegergruppen sind. Der ESRB-Umfrage vom Juni 2012 zufolge stammt der Großteil der von Geldmarktfonds eingesammelten Mittel aus dem Finanzsektor. Rund 32% der Geldmarktfondsanteile wurden von monetären Finanzinstituten (vor allem Banken) und 25% von Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, Investmentfonds und anderen Finanzinstituten gehalten. Knapp ein Drittel der Investitionen in Geldmarktfonds stammte nicht aus dem Finanzsektor (Unternehmen: 21%;

³³ Fitch Ratings European MMF Quarterly – 4Q14. 9. Februar 2015.

³⁴ Association for Financial Markets in Europe. Securitization Data Report Q214.

³⁵ 90% der kurzfristigen Staatsanleihen der Euroländer sind in EUR denominiert. Geldmarktfonds halten 7% bzw. 20% der in Euro bzw. in anderen Währungen denominierten Anleihen (2014 Q4).

³⁶ EZB, Statistical Data Warehouse, MFI loans. Sowohl Wertpapiere als auch Kredite sind überwiegend in EUR denominiert. Die Zahlen umfassen jedoch auch Wertpapiere und Kredite in anderen Währungen.

³⁷ Schätzung von Deutsche Bank Research basierend auf den Daten des European Repo Market Survey December 2014 der ICMA, der EZB und von Fitch Ratings.

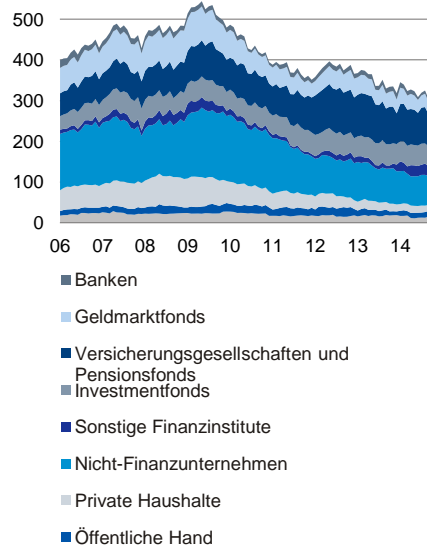


Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

Nichtbanken investieren in französische Geldmarktfonds

19

Verbindlichkeiten französischer Geldmarktfonds in Mrd. EUR, nach Anlegertyp



Quellen: Banque de France, Deutsche Bank Research

private Haushalte: 8%)³⁸. Dabei war die Anlegerbasis je nach Land unterschiedlich strukturiert. So hielten private Haushalte praktisch keine Anteile an irischen Fonds, dagegen aber den Großteil der Anteile an italienischen und spanischen Fonds. Banken waren in allen Ländern mit Ausnahme Frankreichs eine wichtige Anlegergruppe; sie legten also vor allem in CNAV-Geldmarktfonds an.

Bei VNAV-Fonds sind genauere Daten zur Zusammensetzung der Anlegerbasis verfügbar. Da die meisten VNAV-Fonds in Frankreich ansässig sind, können die Daten der Banque de France vom September 2014 zu französischen Geldmarktfonds als aussagekräftige Quelle dienen. Bei den Anlegern in französischen Geldmarktfonds handelt es sich überwiegend um inländische Finanzinstitute, wobei Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds (24%) und Investmentgesellschaften (15%) die größten Anlegergruppen darstellen. Bemerkenswerterweise halten Banken nur 2% der Anteile an französischen Geldmarktfonds, Geldmarktfonds selbst dagegen 9%. In den vergangenen Jahren hat sich die Zusammensetzung der Anlegerbasis von französischen Geldmarktfonds verschoben: geringere Investitionen von Unternehmen und privaten Haushalten, und größere Anteile von Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds und Investmentfonds.

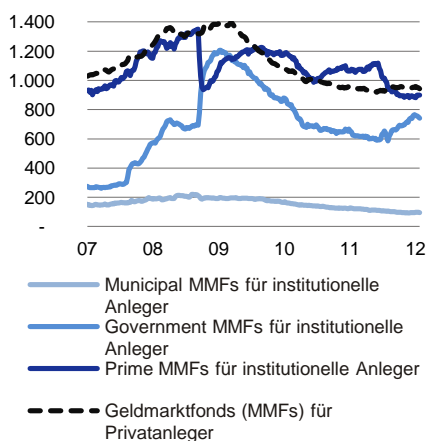
Ein Vergleich der Daten für französische Geldmarktfonds mit denjenigen für Geldmarktfonds aus dem gesamten Euroraum zeigt, dass die Anlagen von Geldmarktfonds in anderen Geldmarktfonds zumeist von französischen Fonds getätigt werden.

USA

Run der institutionellen Anleger auf US Prime MMFs nach Lehman-Konkurs

20

Verwaltetes Vermögen in Mrd. USD, 1/2007-1/2012



Quellen: ICI / Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Die USA verfügen über den größten Geldmarktfondssektor weltweit. Als Geldmarktfonds in den 70er Jahren entstanden (Grafik 1), unterlagen sie dem geltenden US-Recht für Investmentfonds³⁹. 1983 verabschiedete die SEC dann die Rule 2a-7. Diese zusätzliche Vorschrift zielte speziell auf Geldmarktfonds ab. Darin sind besondere Anforderungen an die Bonität, die Liquidität, die Laufzeit und die Diversifizierung des Portfolios festgelegt, mit deren Hilfe ein konstanter Nettoinventarwert gesichert werden soll. Dies ist deshalb wichtig, weil US-Geldmarktfonds ihre Anteile traditionell zum festen Preis von einem US-Dollar ausgeben (d.h. es sind CNAV-Fonds). Sie bewerten ihre Vermögenswerte zu fortgeführten Anschaffungskosten und müssen dafür sorgen, dass der aktuelle Marktwert des Portfolios mit dem konstanten Nettoinventarwert (CNAV) im Einklang steht⁴⁰. Im Laufe der Jahre hat die SEC die Anforderungen an das Portfolio von Geldmarktfonds mehrfach verschärft. Zuletzt geschah dies in den Jahren 2010 bzw. 2014 als Reaktion auf den Investorenrun auf US-Geldmarktfonds im Jahr 2008.

Der Konkurs von Lehman Brothers am 15. September 2008 führte dazu, dass institutionelle Anleger in großem Umfang Kapital aus *Prime Money Market Funds (Prime MMFs)* abzogen. Diese Entwicklung beschleunigte sich als der Reserve Primary Fund, ein großer Geldmarktfonds, am 16. September bekanntgab, dass sein konstanter Nettoinventarwert die Ein-Dollar-Schwelle unterschritten hatte („break-the-buck“). Gemessen an den aktuellen Marktkursen war der Nettoinventarwert des Fonds also um mehr als 0,5 Cents abgesunken, so dass die Anteile des Fonds neu bewertet werden mussten mit einem Wert von unter einem Dollar.

³⁸ ESRB. Anhang zur Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken zu Geldmarktfonds. Dezember 2012.

³⁹ In den USA werden Geldmarktfonds häufig als Geldmarkt-Investmentfonds (money market mutual funds, MMMF) bezeichnet.

⁴⁰ "Money Market Mutual Funds, Risk, and Financial Stability in the Wake of the 2010 Reforms". Investment Company Institute (ICI) ICI Research Perspective, Bd. 19 Nr.1. Januar 2013.

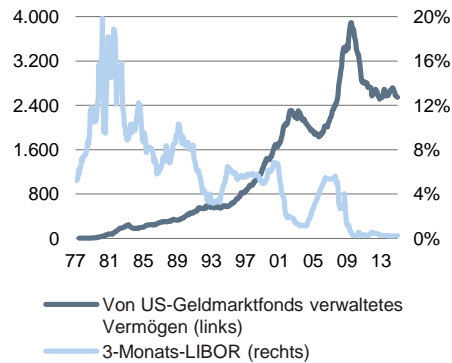


Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

Geldmarkttrenditen & Entwicklung von Geldmarktfonds bis Ende 2014

21

Verwaltetes Vermögen in Mrd. USD, LIBOR in %



Quellen: ICI / Haver Analytics, WEFA, Deutsche Bank Research

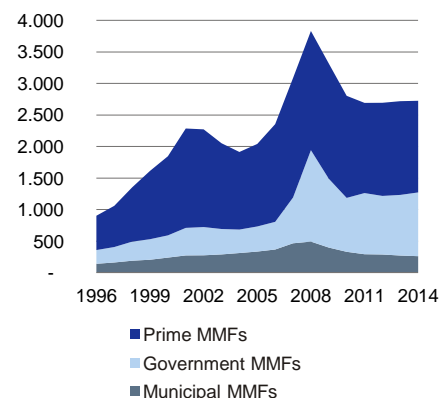
Durch die massenhaften Rückgaben von Geldmarktfondsanteilen verschärfte sich der große Engpass an den US-Märkten für kurzfristige Finanzierungen – vor allem für ABCP- und CP-Emittenten –, da die Geldmarktfonds rasch Vermögenswerte verkaufen mussten. Um das Vertrauen der Anleger in Geldmarktfonds wiederherzustellen, kündigte das US-Finanzministerium am 19. September ein Programm an, in dessen Rahmen ein Anteilwert von USD 1 für die teilnehmenden Geldmarktfonds garantiert wurde⁴¹. Am selben Tag richtete die Notenbank Federal Reserve eine Fazilität ein, die Geschäftsbanken Kredite zum Erwerb förderberechtigter ABCPs von Geldmarktfonds zur Verfügung stellte⁴². Diese Maßnahme sollte den eingefrorenen ABCP-Markt wiederbeleben und war aus zwei Gründen wichtig: Erstens konnten Geldmarktfonds auf diesem Weg ihre ABCP-Bestände veräußern, um Rücknahmeanträgen nachzukommen, und zweitens konnten ABCP-Emittenten so ihre fälligen Papiere rollieren. Im Oktober 2008 begann die Fed mit dem direkten Ankauf von CPs und ABCPs von den für das Programm in Frage kommenden Emittenten⁴³. Diese Notfallfazilitäten trugen in den folgenden Wochen zur Stabilisierung des Anlegervertrauens in Geldmarktfonds sowie in die CP- und ABCP-Märkte bei⁴⁴. 2010 wurden die Fazilitäten geschlossen.

Die Ergänzung zur Rule SEC 2a-7 aus dem letzten Jahr soll vor allem das Risiko von Runs verringern. Sie bringt eine grundlegende Änderung der Regulierungsvorschriften für US-Geldmarktfonds mit sich: Ab 2016 müssen Geldmarktfonds für institutionelle Anleger den Anteilwert anhand des variablen Nettoinventarwerts (VNAV) festlegen, sofern sie nicht als *Government Money Market Fund* (*Government MMF*) eingestuft werden. Außerdem kann ein Geldmarktfonds Liquiditätsgebühren verlangen oder Auszahlungen aussetzen, um eine Anlegerflucht in Krisenzeiten zu begrenzen⁴⁵.

USA: Prime MMFs verwalten über die Hälfte aller Vermögenswerte der Branche

22

Von Geldmarktfonds verwaltetes Vermögen in Mrd. USD



Quellen: ICI / Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Geldmarktfonds haben seit ihrer Einführung zu Beginn der Siebzigerjahre stetig Investitionen angezogen, wobei sich das Wachstum in den Neunzigerjahren beschleunigte. Anlegern bieten sie Geldmarkttrenditen sowie geringe Risiken und hohe Liquidität. Die Geldmarktsätze sind ein wichtiger Faktor für die Entwicklung der Fonds, wenn auch sicherlich nicht der einzige. Ab dem Jahr 2005 wuchsen US-Geldmarktfonds nach einer Phase niedriger Zinsen wieder stärker, weil das Zinsniveau anstieg. Anfang 2009 wurde ein Rekordvolumen von USD 3,9 Bill. erreicht. Die Zinssenkungen nach der Finanzkrise dämpften die Rentabilität der Fonds und führten zu beträchtlichen Mittelabflüssen. Mitte 2011 stabilisierte sich das verwaltete Vermögen jedoch bei rund USD 2,6 Bill. Trotz des Allzeittiefs bei den Zinsen ist das Volumen der Geldmarktfonds heute deutlich größer als vor der Krise. Offensichtlich können Geldmarktfonds also auch bei niedrigen Renditen eine attraktive Investition sein.

US-Geldmarktfonds lassen sich anhand des Anlageschwerpunkts, des steuerlichen Status⁴⁶ und des Anlegertyps klassifizieren⁴⁶. *Prime MMFs* investieren überwiegend in Geldmarktinstrumente wie qualitativ hochwertige Bankschuldverschreibungen und sonstige Anleihen aus dem privaten Sektor. *Government MMFs* investieren dagegen ausschließlich in Papiere, die von der US-Bundesregierung oder ihren Behörden begeben oder garantiert werden. *Government MMFs* investieren außerdem in Repos, die in vollem Umfang durch

⁴¹ Treasury's Temporary Guarantee Program, vgl. US Treasury, „Treasury Announces Guarantee Program for Money Market Funds“. Pressemitteilung, 19. September 2008.

⁴² Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), vgl. Federal Reserve, „The Federal Reserve Board announces two enhancements to its programs to provide liquidity to markets“. Pressemitteilung, 19. September 2008.

⁴³ Commercial Paper Funding Facility (CPFF), vgl. Federal Reserve, „Board announces creation of the CPFF to help provide liquidity to term funding markets“. Pressemitteilung, 7. Oktober 2008.

⁴⁴ Ein Überblick über die von der Fed getroffenen Maßnahmen findet sich in Yorulmazer, Tanju (2014). Case Studies On Disruptions During The Crisis. Federal Reserve Bank of New York. Economic Policy Review. Februar 2014.

⁴⁵ SEC Adopts Money Market Fund Reform Rules. SEC. Pressemitteilung, 23. Juli 2014.

⁴⁶ Detailliertere Definitionen finden sich auf der Internetseite www.ici.org.

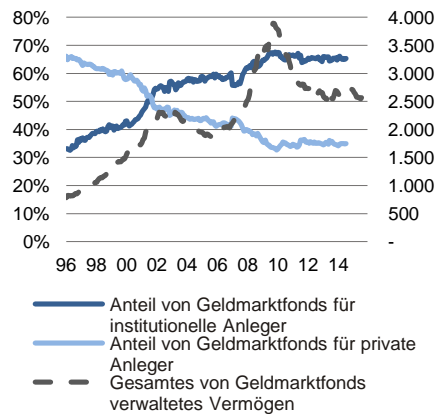


Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

GMF für institutionelle Anleger überflügeln GMF für private Anleger

23

Verwaltetes Vermögen in Mrd. USD (rechts)
Anteil am gesamten verw. Vermögen in % (links)

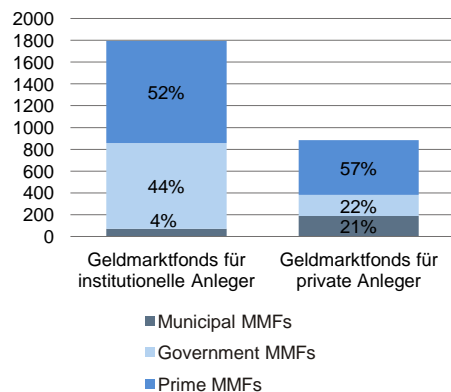


Quellen: ICI / Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Private Anleger zeigen größeres Interesse an lokalen Schultiteln als Institutionelle

24

Vermögenswerte in Mrd. USD, Ende 2014

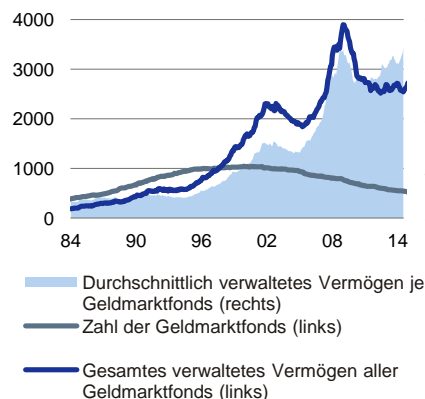


Quellen: ICI / Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Anstieg der durchschnittlichen Größe von Geldmarktfonds

25

Verwaltetes Vermögen in Mrd. USD



Quellen: ICI / Haver Analytics, Deutsche Bank Research

Schuldtitel der US-Bundesregierung oder deren Agencies besichert sind. Bei den Gegenparteien handelt es sich in der Regel um US-Banken oder US-Tochtergesellschaften ausländischer Banken. Die an die Anleger ausgeschütteten Erlöse von Prime und Government MMFs sind zu versteuern. Dagegen sind die Gewinne von *Municipal MMFs*, der dritten Art von Geldmarktfonds, auf der Bundes-Ebene steuerfrei. Diese steuerbefreiten Fonds investieren in kommunale Schuldverschreibungen.

Prime MMFs hatten lange Zeit einen Anteil von mehr als zwei Dritteln am US-Markt. Auf dem Höhepunkt der Finanzkrise gewannen Government MMFs jedoch Gelder und Marktanteile hinzu, da die Anleger sie als sicheren Hafen ansahen. Prime MMFs verwalten inzwischen 53% der gesamten Geldmarktfondsaktiva. Government MMFs haben einen Anteil von 37% am Vermögen der Branche und Municipal MMFs einen eher geringen Anteil von 10%.

In den USA sind Geldmarktfonds bei privaten Anlegern beliebt. Fonds, die an private Anleger vermarktet werden, verwalten 33% des gesamten Vermögens der Branche (Stand: Ende 2014)⁴⁷. Dementsprechend haben Geldmarktfonds für institutionelle Anleger einen Marktanteil von 67%. Vor zwei Jahrzehnten war dieses Verhältnis noch genau umgekehrt. Seither ist viel Kapital von institutionellen Anlegern in Geldmarktfonds geflossen, so dass sich deren verwaltetes Vermögen im Vergleich zu 1996 versechsfacht hat – trotz der Finanzkrise. Die Fonds für private Anleger haben zwar auch zugelegt, sind aber in sehr viel geringerem Tempo gewachsen. Die beachtlichen Volumenzuwächse von US-Geldmarktfonds sind also vor allem auf Mittelzuflüsse seitens institutioneller Anleger zurückzuführen.

Sowohl institutionelle als auch private Anleger investieren bevorzugt in Prime MMFs. Bei Forderungen gegenüber dem öffentlichen Sektor konzentrieren sich institutionelle Anleger weitgehend auf Schuldverschreibungen der Bundesregierung, wohingegen private Anleger zu etwa gleichen Teilen in Government und Municipal MMFs investieren.

Das Volumen der einzelnen US-Geldmarktfonds ist sehr unterschiedlich; es reicht von unter USD 1 Mrd. bis zu über USD 100 Mrd.⁴⁸ Sehr kleine Fonds werden zuweilen von Vermögensverwaltungsgesellschaften zur Abrundung ihrer Produktpalette angeboten. Der Geldmarktfonds ermöglicht es Anlegern, Gelder vorübergehend in sehr liquider Form zu parken. Insgesamt ist jedoch eine Tendenz hin zu größeren Fonds festzustellen.

Statistisch gesehen verwaltet ein durchschnittlicher US-Geldmarktfonds USD 5 Mrd., d.h. zehn Mal so viel wie vor 30 Jahren (und deutlich mehr als ein durchschnittlicher europäischer Geldmarktfonds). Anfänglich wurden neue Geldmarktfonds parallel zum Anstieg der Investitionen in solche Fonds aufgelegt. Aber – wie bereits erwähnt – spielt die Fondsgröße in diesem Geschäft eine wichtige Rolle. So stagnierte die Zahl der Geldmarktfonds Mitte der Neunzigerjahre, während sich gleichzeitig die Mittelzuflüsse verstärkten. Ab dem Jahr 2001 begann die Zahl der Geldmarktfonds zu sinken. Diese Entwicklung setzte sich auch dann noch fort, als die Anleger ab 2005 wieder mehr Geld in Geldmarktfonds platzierten. Vor der Finanzkrise war das Volumen eines Prime MMFs etwa zwei bis drei Mal so groß wie das eines Government oder Municipal MMFs. Im Zuge der Finanzkrise führte jedoch die Flucht der Anleger in sichere Vermögenswerte dazu, dass das Volumen von Government MMFs im Durchschnitt größer wurde als das von Prime MMFs. Wie sich zeigte, war dieser abrupte Wandel struktureller Natur. Das Volumen von Prime und Government MMFs liegt seither gleichauf bzw. etwas über dem durchschnittlichen Fondsvolumen des Sektors, wohin-

⁴⁷ Daten der Fed zufolge beläuft sich der Anteil der privaten Anleger in US-Geldmarktfonds auf 43%. Die Differenz gegenüber den ICI-Daten, die wir wegen ihres größeren Detailgrades hier verwenden, ist auf methodische Unterschiede zurückzuführen.

⁴⁸ Fitch Ratings Money Market Funds Snapshot, Februar 2014.

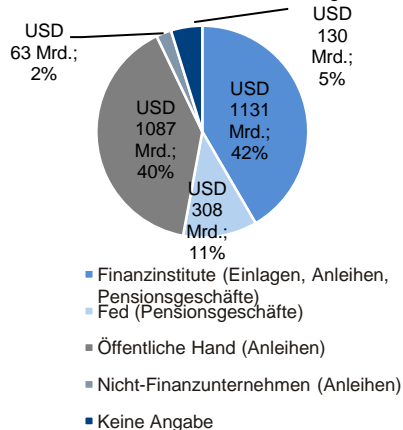


Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

US-Geldmarktfonds investieren in Finanzinstitute und Staatsanleihen

26

Investitionen von US-Geldmarktfonds nach Sektoren der Emittenten, Ende 2014, Mrd. USD und in % des Gesamtvermögens



Quellen: Fed, ICI, Deutsche Bank Research

gegen das von kommunalen Fonds im Durchschnitt lediglich USD 1,6 Mrd. beträgt.

Viele US-Geldmarktfonds bieten den Anlegern unterschiedliche Anteilsklassen an. Diese unterscheiden sich durch ihre Gebührenstrukturen, ihre Services oder ihre Vertriebsmethoden. Alle Klassen investieren jedoch in ein einheitliches Fondsportfolio. Seit Ende 2008 sinkt die Gesamtzahl der Geldmarktfonds-Anteilsklassen.

Wer erhält Mittel von US-Geldmarktfonds?

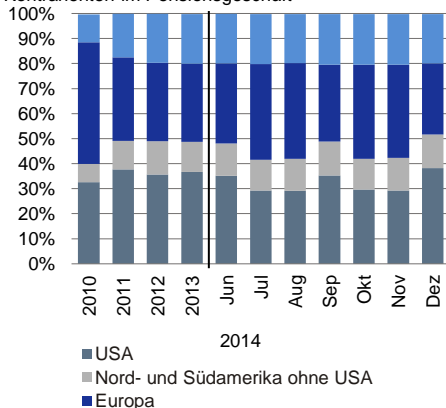
Welche Sektoren Mittel von US-Geldmarktfonds erhalten, ist aus den Portfolio-statistiken der Branche ersichtlich⁴⁹. Ende 2014 hatten Geldmarktfonds 40% ihrer Vermögenswerte in öffentliche Schuldtitel (einschließlich Kommunalanleihen) und 29% in Geldmarktinstrumente von Banken und sonstigen Finanzinstituten investiert. Werden zusätzlich die Repos der Geldmarktfonds mit Banken berücksichtigt, so flossen schätzungsweise 42% des Geldmarktfondsvermögens in den privaten Finanzsektor⁵⁰. Weitere 11% ihres Portfolios hielten die Geldmarktfonds in Repos mit der Federal Reserve Bank of New York. Diese bietet eine Übernacht-Reverse-Repo-Fazilität, um überschüssige Liquidität am Markt abzuschöpfen⁵¹. Die Geldmarktfonds steckten lediglich 2% des von ihnen eingesammelten Kapitals in Papiere, die von Nicht-Finanzunternehmen begeben wurden. Rund 5% der Vermögenswerte lassen sich keinem spezifischen Schuldnersektor zuordnen.

US-Geldmarktfonds dürfen nur in Instrumente investieren, die in USD denominiert sind. Dennoch ist ein Engagement im Ausland möglich. In den ICI-Statistiken werden Emittenten und Gegenparteien anhand des Heimatlands der Muttergesellschaft klassifiziert. Wertpapiere, die von einem in den USA ansässigen, aber in ausländischem Besitz befindlichen Unternehmen begeben werden, werden dem Heimatland der Muttergesellschaft zugerechnet. Ende 2014 hatten Prime MMFs lediglich rund 38% ihrer Vermögenswerte in Finanzinstrumente investiert, die nach dieser Definition von US-Unternehmen oder öffentlichen Haushalten der USA begeben wurden (bzw. in Repos mit solchen Gegenparteien). Der Anteil der Investitionen in europäische bzw. asiatische Vermögenswerte belief sich auf rund 28% bzw. 20%. Die verbleibenden Investitionen entfallen vor allem auf kanadische Emittenten⁵². Diese regionale Allokation ist jedoch nur für das Quartalsende typisch. In anderen Monaten ist die Investition der Geldmarktfonds in europäische Vermögenswerte in der Regel höher (knapp 40% des Gesamtvermögens) und die in inländische Werte geringer (ca. 30%). Möglicherweise verringern europäische Banken zum Quartalsende ihre kurzfristige Refinanzierung u.a. aufgrund der Vorschriften von Basel III⁵³. Bei den Investitionen der Government MMFs ist ein ähnliches Muster zum Quartalsende hin festzustellen, wengleich die Schwankungen geringer ausfallen; diese Fonds investieren knapp 90% ihrer Mittel in inländische Vermögenswerte und engagieren sich nur über Repos mit Nicht-US-Gegenparteien im Ausland. Sowohl *Prime* als auch *Government MMFs* haben ihr Engagement in Europa seit 2010 verringert, dem ersten Erhebungsjahr von Daten zur regionalen Struktur der Fondsinvestitionen. *Prime MMFs* mit ihren beträchtlichen Engagements in

Prime MMFs investieren weltweit

27

Vermögenswerte in % des Gesamtportfolios, nach Region des Schuldners bzw. des Kontrahenten im Pensionsgeschäft

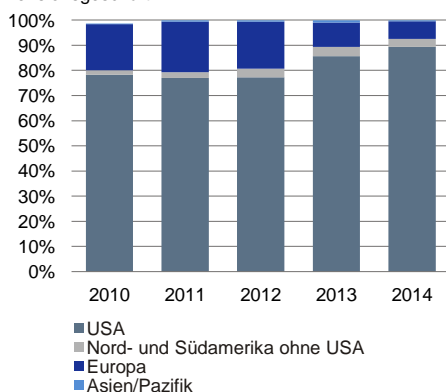


Quellen: ICI, Deutsche Bank Research

Government MMFs: Fokussierung auf den Heimatmarkt

28

Vermögenswerte in % des Gesamtportfolios, nach Region des Schuldners bzw. des Kontrahenten im Pensionsgeschäft



Quellen: ICI, Deutsche Bank Research

⁴⁹ Die Portfoliodaten basieren auf Statistiken zu Geldmarktfonds des ICI, der Fed Financial Accounts und auf Berechnungen von Deutsche Bank Research.

⁵⁰ Schätzung anhand der Annahme, dass Repos, die nicht mit der Fed abgeschlossen werden, überwiegend mit Gegenparteien aus dem Finanzsektor vorgenommen werden.

⁵¹ Die New York Fed führt die „Overnight Reverse Repurchase Agreement Operational Exercise“ im Namen des Offenmarktausschusses durch. Vgl. www.newyorkfed.org/markets/.

⁵² ICI-Statistiken zu Geldmarktfonds.

⁵³ Plantier, Ch. (2014). European Banks Significantly Reduced Borrowing from U.S. Money Market Funds in June. ICI viewpoints. Juli 2014.



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

europäischen Wertpapieren haben verständlicherweise stärker auf die europäische Staatsschuldenkrise reagiert als *Government MMFs*.

Municipal MMFs dürften vor allem inländische Vermögenswerte halten, da ihr Portfolio auf kommunale Schuldtitel ausgerichtet ist.

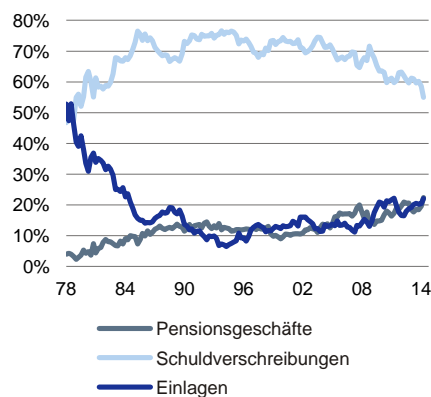
Somit fließen rund 63% der Mittel von US-Geldmarktfonds an öffentliche Haushalte in den USA und an Unternehmen in amerikanischem Besitz. Bezieht man auch die US-Tochterfirmen ausländischer Unternehmen ein, ist dieser Anteil noch deutlich höher.

Die Rolle von Geldmarktfonds an den Märkten für kurzfristige Finanzierungen

US-Geldmarktfonds investieren vor allem in Schuldverschreibungen

29

Anteil der verschiedenen Assetklassen an den Vermögenswerten von US-Geldmarktfonds in %



Quellen: Fed, Deutsche Bank Research

Die Zusammensetzung des Portfolios der US-Geldmarktfondsbranche war lange Zeit recht stabil. Seit der Einführung der Rule SEC 2a-7 im Jahr 1983 hatten Kreditmarktinstrumente einen Anteil von rund 70% an den Finanzanlagen der Geldmarktfonds. Der Rest entfiel hälftig auf Repos und Einlagen. Nach der Finanzkrise reduzierten die Geldmarktfonds den Anteil ihrer Investitionen in Kreditinstrumente auf rund 60% und erhöhten die Portfolioallokation in Pensionengeschäfte bzw. Einlagen auf jeweils etwa 20%.

Die verfügbaren Daten für die steuerpflichtigen Fonds (Prime und Government MMFs) ermöglichen hier einen detaillierteren Blick auf die Portfoliostruktur. Government MMFs investieren natürlich in Schuldtitel der US-Bundesregierung und ihrer Agencies sowie in mit derartigen Papieren besicherte Repos. Prime MMFs weisen eine größere Diversifizierung auf; Einlagenzertifikate und Commercial Papers haben den größten Anteil an ihren Investitionen. Wertpapiere der öffentlichen Hand machen nur einen geringen Anteil ihrer Aktiva aus. Allerdings ziehen Prime MMFs bei Repos eine Besicherung durch öffentliche Anleihen einer Unterlegung mit privaten Anleihen vor.

Insgesamt hielten Geldmarktfonds Ende 2014 lediglich knapp 5% aller in den USA ausstehenden Kreditinstrumente. Dennoch sind US-Geldmarktfonds, die insgesamt USD 2,7 Bill. verwalten, wichtige Intermediäre an den Märkten für kurzfristige Finanzierungen. Das Volumen der kurzfristigen Finanzierungsmärkte in den USA belief sich im Jahr 2013 auf geschätzte USD 11 Bill., verteilt auf verschiedene Kreditinstrumente.⁵⁴ Geldmarktfonds sind ein wichtiger Akteur am Markt für Commercial Papers; Ende 2014 hielten sie 36% des ausstehenden Volumens. Mit einem Anteil von 17% spielen sie auch am Markt für Repos eine wichtige Rolle. Municipal MMFs verwalteten Vermögenswerte in Höhe von USD 282 Mrd., was 8% aller ausstehenden kommunalen Anleihen entsprach⁵⁵. Den Zahlen für 2012 zufolge hielten Geldmarktfonds außerdem 29% aller ausstehenden Einlagenzertifikate⁵⁶.

Wer investiert in US-Geldmarktfonds?

Die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung (VGR) der USA zeigt auf, welche Sektoren Gelder in US-Geldmarktfonds anlegen. Die privaten Haushalte (einschließlich gemeinnütziger Organisationen) sind der größte Investor; sie besitzen 42% der Fondsanteile⁵⁷. Unternehmen (Nicht-Finanzsektor) halten 24%

⁵⁴ US Treasury (2013). Office of Financial Research Annual Report 2013, S. 50-56. Ohne Bankeinlagen privater Kunden.

⁵⁵ Federal Reserve System, Financial Accounts und Berechnungen von Deutsche Bank Research.

⁵⁶ Cipriani, Marco et al. (2013). Money Market Funds Intermediation and Bank Instability. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports. Februar 2013.

⁵⁷ Aus Gründen der Konsistenz verwenden wir die Kapitalflussdaten der Fed für alle Anlegersektoren. ICI/Haver Analytics, die ebenfalls Daten zu Geldmarktfonds bereitstellen, setzen den Anteil der Investitionen der privaten Haushalte in Geldmarktfonds niedriger an, bei 35%, da sie den Be-



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

Portfolio der Government und Prime MMFs nach Anlageinstrumenten

30

Vermögenswerte in Mrd. USD, Ende 2014

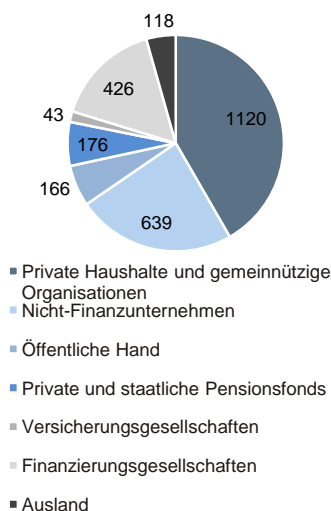
	Gov.	Prime	Summe
Einlagenzertifikate	0	506	506
Commercial Papers	2	346	349
<i>Asset-backed CPs</i>	0	93	93
<i>CPs von Finanzinstituten</i>	0	192	193
<i>Sonstige CPs</i>	2	61	63
Schuldtitel staatl. Agencies	313	75	387
Kommunalanleihen	1	24	25
Repos	345	304	649
<i>mit Anleihen staatlicher Agencies</i>	89	50	139
<i>mit Treasuries</i>	256	167	423
<i>mit sonstigen Wertpapieren</i>	1	87	88
Treasuries	348	71	418
Sonstige	2	128	130
Gesamte Vermögenswerte	1011	1454	2465

Quellen: Fed, ICI, Deutsche Bank Research

Anleger in US-Geldmarktfonds sind v.a. Inländer und nicht aus dem Finanzsektor

31

MMF-Anteile nach Sektor der Anleger, Mrd. USD, Ende 2014



Quellen: Fed, Deutsche Bank Research

aller Geldmarktfondsanteile. Auch Finanzunternehmen legen freie Mittel in Geldmarktfonds (25%) an. Allerdings investieren Kreditinstitute kaum in Geldmarktfonds. Öffentliche Haushalte halten 6% der Geldmarktfondsanteile, ausländische Anleger offiziell lediglich 4%. Faktisch ist der Anteil ausländischer Investitionen in Geldmarktfonds jedoch höher. Die VGR erfasst – im Gegensatz zur ICI – den letztendlichen wirtschaftlichen Eigentümer eines Unternehmens nicht. Eine US-Tochtergesellschaft eines ausländischen Finanzinstituts wird z.B. als (inländische) „Finanzierungsgesellschaft“ und nicht als „Ausland“ erfasst.

Anlagen in Geldmarktfonds machen nur einen geringen Anteil am jeweiligen Gesamtvermögen der einzelnen Sektoren aus. Als Alternative zu Einlagen bei Banken sind sie jedoch beliebt. Ende 2014 hielten die privaten Haushalte (und gemeinnützigen Organisationen) 11% ihrer geldähnlichen Ersparnisse⁵⁸ in Form von Geldmarktfondsanteilen. Nicht-Finanzunternehmen und der öffentliche Sektor nutzten Anlagen in Geldmarktfonds für jeweils gut 20% ihrer geldähnlichen Ersparnisse. Bei Finanzunternehmen war dieser Anteil sogar noch höher.

Ansteckungsrisiken und regulatorische Entwicklungen

Aufgrund ihres Geschäftsmodells gehen Geldmarktfonds Kredit- und Liquiditätsrisiken ein. Die Finanzkrise im Jahr 2008 zeigte, dass es bei Finanzmarktunruhen zu Runs auf Geldmarktfonds kommen kann. Wie bei einem Bankenrun müssen diejenigen Anleger, die ihre Anteile als erste zurückgeben, die geringsten (oder gar keine) Verluste hinnehmen. Dieses Phänomen wird als „*first mover advantage*“ bezeichnet. In den USA verloren die Anleger rasch das Vertrauen in eine ganze Geldmarktfonds-kategorie, nämlich in Prime MMFs für institutionelle Anleger. Die Mittelknappheit bei den Geldmarktfonds wirkte sich auf diejenigen Marktsegmente aus, die in hohem Maße von Investitionen der Geldmarktfonds abhängen (Gegenparteikanal). Zugleich mussten die Geldmarktfonds

griff „Privatanleger“ enger definieren als die Fed den Begriff „privater Haushalt“, der für die Kapitalflussstatistiken verwendet wird.

⁵⁸ Definiert als Summe aus „Kontoguthaben und Bargeld“, „Termin- und Spareinlagen“, „ausländischen Einlagen“ und „Geldmarktfondsanteilen“ gemäß den US Financial Accounts.



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

überstürzt Aktiva verkaufen, um Auszahlungsaufträge der Anleger zu erfüllen, was die Kurse von Geldmarktinstrumenten weiter fallen ließ. Dadurch wurden wiederum *Margin Calls* (Nachschussforderungen) zwischen zahlreichen anderen Marktteilnehmern ausgelöst (Marktkanal). Letztendlich griff die Fed ein und stützte die Märkte. Im Euroraum führten Geldmarktfondsanzahlungen nicht zu vergleichbaren Engpässen auf den kurzfristigen Finanzierungsmärkten wie in den USA, und die Zentralbank musste nicht intervenieren. Allerdings sind hier Banken die wichtigsten Kreditnehmer von Geldmarktfonds, so dass Engpässe bei der Finanzierung durch Geldmarktfonds leichter durch die Liquiditätsfazilitäten der EZB für Geschäftsbanken kompensiert werden können. Finanzielle Probleme bei Geldmarktfonds können nicht nur über den Kontrahenten- und den Marktkanal, sondern auch über den Sponsor des jeweiligen Fonds übertragen werden. Bei einem beträchtlichen Rückgang des Nettoinventarwerts, z.B. aufgrund von Zahlungsausfällen oder Wertverlusten von Papieren im Fondsportfolio, kann der Sponsor Geld zuschießen, damit die Fondsanleger keine Verluste erleiden, und so Reputationschäden oder gar ein Run verhindert wird. Derartiger Sponsorbeistand, der während der Krise sowohl in Europa als auch in den USA zu beobachten war, kann jedoch eine beträchtliche Belastung für den Sponsor selbst darstellen.

Turbulenzen bei Geldmarktfonds wirken sich zunächst vor allem auf Banken und andere Finanzintermediäre aus, die die Hauptempfänger von Geldmarktfondsmitteln sind. Sie können jedoch auch breitere Auswirkungen auf andere Sektoren wie den Staat, die privaten Haushalte und Nicht-Finanzunternehmen haben, die ihrerseits auf die betroffenen Banken und sonstigen Finanzinstitute angewiesen sind.

Verordnungsentwurf der EU zur Regulierung von Geldmarktfonds

Zur Behebung dieser Schwachpunkte schlug die Europäische Kommission im September 2013 eine neue Regulierung für Geldmarktfonds vor⁵⁹. Um das Risiko eines Anlegerruns zu verringern, sollen die Liquidität und die Stabilität von Geldmarktfonds verbessert werden. Schwellenwerte für täglich und wöchentlich fällige Vermögenswerte (mindestens 10% bzw. 20% eines Fondsportfolios) und die Vorschrift, das Rücknahmeprofil der Fondsanleger aktiv zu überwachen, sollen die Fähigkeit der Fonds zur Erfüllung von Rücknahmeanträgen verbessern. Das Konzentrationsrisiko eines Fondsportfolios soll zudem durch Obergrenzen für Investitionen in einzelne Emittenten und Finanzinstrumente eingedämmt werden. CNAV-Fonds, die nach Auffassung der Regulierungsbehörden besonders anfällig für Runs sind, sollen einen Barmittel-Puffer in Höhe von mindestens 3% ihrer gesamten Vermögenswerte auf einem Sonderkonto bereithalten. Dieses Kapital würde dem Fonds zugeführt, um den Nettoinventarwert konstant zu halten, wenn der NAV zu Marktpreisen unter dem CNAV läge. CNAV-Fonds *dürfen* keine andere externe Unterstützung erhalten, um zu vermeiden, dass es zu Ansteckungseffekten über den Sponsor kommt. VNAV-Fonds dürfen nur unter ganz bestimmten Umständen und mit der Zustimmung der zuständigen Aufsichtsbehörde extern (durch ihren Sponsor) unterstützt werden. Außerdem sieht der Verordnungsentwurf vor, dass weniger auf externe Kreditratings zurückgegriffen werden darf und verlangt von den Fonds klar zu kommunizieren, dass es keine Garantie dafür gibt, dass die Anleger ihr investiertes Kapital jederzeit in voller Höhe zurückerhalten. Das Europäische Parlament hingegen lehnt die Einführung eines Kapitalpuffers für CNAV-Fonds ab. Es sieht jedoch ebenfalls CNAV-Fonds als besonders anfällig für Investorenruns an. Deshalb erarbeitet es Vorschläge, dieses Risiko zu begrenzen, indem nur bestimmte Anlegergruppen in CNAV-Fonds investieren dürfen, oder das Portfo-

⁵⁹ Europäische Kommission. Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Geldmarktfonds. COM(2013) 615 final.



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

lio von CNAV-Fonds auf Staatsanleihen begrenzt wird. Außerdem fordert das Parlament für Geldmarktfonds die Möglichkeit, in Notfällen Liquiditätsgebühren („*liquidity fee*“) und Auszahlungsverzögerungen („*redemption gates*“) verhängen zu können. Eine endgültige Fassung des EP-Vorschlags steht noch aus. Mit einer Verabschiedung der Verordnung durch das Europäische Parlament und den Europäischen Rat ist nicht vor Mitte dieses Jahres zu rechnen.

Die Vorschläge zur Verbesserung der Portfolioqualität werden die Stabilität von Geldmarktfonds sicherlich erhöhen. Die starke Einschränkung der finanziellen Unterstützung durch einen Sponsor ist ebenfalls zu begrüßen. Wenn es jedoch trotz allem zu einem Vertrauensverlust kommt, wäre es wohl ohne Notfallmaßnahmen wie Liquiditätsgebühren oder Auszahlungsverzögerungen schwierig, das Risiko eines Runs zu begrenzen. Dies gilt sowohl für VNAV- als auch für CNAV-Fonds, wenn sie sich in einer angespannten finanziellen Situation befinden und mit einem Anstieg der Rücknahmeanträge konfrontiert sein könnten. Diese Probleme könnten sich dann trotz strengerer Regeln über Kontrahenten- oder Marktkanäle ausbreiten. Das Risiko eines Runs trafe CNAV-Fonds weniger stark, wenn sie tatsächlich den geforderten Kapitalpuffer von 3% vorhalten müssten und im Notfall nutzen könnten. Allerdings wird die Trennlinie zwischen einer Fondsinvestition und einer Bankeinlage durch die Einführung von Mindestkapitalanforderungen für CNAVs weiter verwischt. Zudem würde sich dadurch vermutlich die Konzentration innerhalb der Branche verstärken, da es schwieriger würde, angemessene Renditen zu erzielen.

Neue Regulierung für Geldmarktfonds in den USA beschlossen

In den USA hat die SEC bereits im Jahr 2010 striktere Vorschriften zur Liquidität und Qualität der Portfolios erlassen. Um das Risiko von Runs weiter zu verringern, änderte die SEC die Rule 2a-7 (die US-Geldmarktfonds reguliert) im Juli 2014 erneut⁶⁰. Bisher weisen alle US-Geldmarktfonds einen konstanten Nettoinventarwert auf (CNAV). Prime und Municipal MMFs für institutionelle Anleger müssen jetzt jedoch bis 2016 auf die VNAV-Methode umstellen, nach der Vermögenswerte zu Marktpreisen bewertet werden. Nach Auffassung der SEC wird dadurch der „*first mover advantage*“ verringert, so dass der Anreiz für einen Run in Krisenzeiten nicht mehr so groß ist. Dies soll dazu beitragen, dass sich das Verhalten der institutionellen Anleger in Nicht-Government MMFs im Jahr 2008 nicht wiederholt. Da die Gefahr von Runs dadurch jedoch nicht beseitigt wird, gestattet nun die SEC Vermögensverwaltern, die Nicht-Government MMFs verwalten, nach ihrem Ermessen eine Rücknahmegebühr („*liquidity fee*“) von bis zu 2% auf alle Rücknahmen zu erheben oder die Rücknahme für bis zu 10 Tage auszusetzen („*redemption gates*“), wenn das Volumen der wöchentlich fälligen Vermögenswerte des Fonds unter das regulatorische Minimum von 30% des Gesamtvolumens fällt. Sinkt der Anteil der wöchentlich fälligen Vermögenswerte auf unter 10%, so muss der Geldmarktfonds eine Gebühr in Höhe von 1% auf alle Rücknahmen erheben, sofern die Fondsgesellschaft nicht beschließt, dass keine Gebühr bzw. eine niedrigere oder höhere Gebühr (bis zu 2%) für den Fonds am besten wäre.

Die US-Regulierungsbehörden behandeln Geldmarktfonds also als Investmentfonds und nicht als Beinahe-Ersatz für Bankeinlagen, wie es auch der Name „Geldmarktfonds“ und die rechtliche Struktur nahelegen. Die Anteilspreise der Fonds werden zukünftig schwanken, und potenzielle Verluste in Form eines niedrigeren Anteilspreises von den Anlegern zu tragen sein. Daher dürften die Anleger stärker auf die Qualität eines Fonds achten. Da ein variabler Nettoinventarwert das Risiko von Runs in Krisenzeiten nicht wesentlich verringern wird – ein solches Risiko besteht bei allen offenen Investmentfonds –, hat die SEC

⁶⁰ SEC Adopts Money Market Fund Reform Rules. SEC. Pressemitteilung, 23. Juli 2014.



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

zu Recht die Möglichkeit der Gebührenerhebung und Aussetzung von Rücknahmen eingeführt. Dadurch soll ein möglicher Liquiditätsengpass überbrückt werden, damit Rücknahmeanträge erfüllt werden können, ohne Vermögenswerte überstürzt verkaufen zu müssen. Wenn ein Fonds mehr Zeit zur Erfüllung von Rücknahmeaufträgen erhält, verbessert sich seine Liquidität automatisch, weil die Wertpapiere im Fondsportfolio fällig werden. Dies hilft allerdings nicht, wenn es zu Zahlungsausfällen bei den Vermögenswerten des Fonds kommt. Die Maßnahmen wurden als Reaktion auf die Entwicklung bei Geldmarktfonds während der Finanzkrise ergriffen und dürften die Stabilität der Märkte für kurzfristige Finanzierungen deutlich erhöhen. Allerdings könnte die Tatsache, dass die neuen Vorschriften nicht für Government MMFs gelten zu Verzerrungen im Wettbewerb um Kapital zwischen privatem und öffentlichem Sektor führen, falls die US-Anleger weiterhin CNAV-Geldmarktfonds bevorzugen.

Die EU- und die US-Regulierungsbehörden haben ähnliche Ansätze gewählt, um Geldmarktfondsportfolios robuster zu machen. Und sicherlich ist Stabilität in den Geldmarktfondsportfolios die erste Abwehrmaßnahme gegen Investorenruns. Die Anforderungen an die Portfolios wurden vor allem im Hinblick auf die Laufzeit, die Liquidität und die Kreditqualität verschärft. Dies wird die Widerstandsfähigkeit der einzelnen Fonds und des Sektors insgesamt erhöhen, allerdings um den Preis einer verringerten Finanzintermediation. Des Weiteren gibt es neue Maßnahmen zur Eindämmung eines Runs für den Fall, dass ein Geldmarktfonds das Vertrauen der Anleger schon verloren hat. Hier könnte es zu unterschiedlichen Ansätzen in der EU- und US-Regulierung kommen und somit zu regulatorischen Verzerrungen des internationalen Kapitalmarkts.

Fazit und Ausblick

Geldmarktfonds fungieren als Intermediäre an den Märkten für kurzfristige Finanzierungen. Dabei ist ihre Rolle in der Kreditintermediation durch Nicht-Banken in Europa und den USA teilweise unterschiedlich.

Im Euroraum agieren Geldmarktfonds vor allem als Intermediäre innerhalb des Finanzsektors. Knapp zwei Drittel der bei ihnen investierten Gelder kommen von Banken, Investmentfonds, Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds und anderen Finanzinstituten. Die Geldmarktfonds leiten ihrerseits 70% der eingesammelten Mittel an MFIs (v.a. Banken) weiter und über 10% an den übrigen Finanzsektor. Geldmarktfonds stellen dem Finanzsektor natürlich auch von Unternehmen und privaten Haushalten angelegte Gelder bereit und betreiben somit auch direkte Finanzintermediation, jedoch machen diese Anleger nur knapp ein Drittel der Investitionen in Geldmarktfonds aus. Deshalb sind Geldmarktfonds im Euroraum vor allem ein Glied in einer mehrstufigen Kette der Kreditintermediation, in die verschiedene Institutionen – einschließlich Banken – eingebunden sind. Banken sind in dieser Kette die dominierenden Akteure, denn sie nutzen Geldmarktfonds (vor allem CNAV-Fonds) einerseits zur kurzfristigen Platzierung von Liquidität und andererseits zur Finanzierung kurzfristiger Zahlungsverpflichtungen, einschließlich Kreditlinien für Kunden aus dem Nicht-Finanzsektor.

In den USA ist die Bedeutung von Geldmarktfonds in der direkten Kreditintermediation zwischen unterschiedlichen Sektoren wesentlich größer. Nicht einmal ein Viertel der Anleger in Geldmarktfonds kommt hier aus dem Finanzsektor, und es gibt kein nennenswertes Engagement von Banken. Zugleich investieren US-Geldmarktfonds nur etwa die Hälfte ihrer Mittel im Finanzsektor (einschließlich Banken). Somit besteht das Geschäft der US-Geldmarktfonds mindestens zur Hälfte aus direkter Finanzintermediation zwischen Nichtfinanzsektoren: Die privaten Haushalte und Nichtfinanzunternehmen stellen zusammen zwei Drittel des Kapitals für den Sektor bereit (42% bzw. 24%). Umgekehrt erhalten die US-



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

Bundesregierung, lokale öffentliche Haushalte und staatliche Agencies beachtliche 40% der von Geldmarktfonds investierten Mittel.

Sowohl im Euroraum als auch in den USA tragen Geldmarktfonds zur grenzüberschreitenden Kreditintermediation bei. In Europa entfällt – ungeachtet beträchtlicher nationaler Unterschiede – sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite der Fonds etwa die Hälfte des Geschäfts auf ausländische Akteure, also Anleger und Emittenten, die nicht im Euroraum ansässig sind. In den USA ist die Branche ebenfalls in ausländischen Schuldtiteln engagiert, konzentriert sich aber stärker auf den Heimatmarkt, und die Anlegerbasis kommt überwiegend aus dem Inland⁶¹.

Trotz der strukturellen Unterschiede zwischen dem Euroraum und den USA – die zusammen weiterhin den Hauptanteil am globalen Geldmarktfondssektor ausmachen – weisen alle Geldmarktfonds bestimmte grundlegende Eigenschaften auf. Aus Anlegersicht handelt es sich bei einer Investition in Geldmarktfonds um eine Finanzdienstleistung, die geldmarktähnliche Renditen erzielt und gleichzeitig das Risiko durch Portfoliodiversifizierung reduziert. Durch das Zusammenlegen der Gelder einzelner Sparer in einem großen Pool werden Skaleneffekte möglich. Auch die Investmentexpertise der Fonds kann von Vorteil sein, zumal es für manche Anleger – vor allem private Haushalte oder mittelgroße Unternehmen – zu kostspielig wäre, diese selbst aufzubauen und vorzuhalten. Offensichtlich sind diese Vorteile und die hohe Liquidität von Geldmarktfondsanteilen weiterhin sehr attraktiv für Anleger, wenngleich die Beliebtheit von Geldmarktfonds in den vergangenen Jahren durch die niedrigen Geldmarkttrenditen in Mitleidenschaft gezogen wurde.

Die künftige Entwicklung von Geldmarktfonds wird von den wirtschaftlichen Faktoren, die die Branche beeinflussen und von der Regulierung abhängen. Da Geldmarktfonds das kurzfristige Liquiditätsangebot und einen etwas längerfristigen Liquiditätsbedarf zusammenbringen, sind sie offensichtlich von Angebot und Nachfrage an den Geldmärkten und den daraus resultierenden Renditen abhängig. Auf der Anlageseite werden Geldmarktfonds aufgrund von Basel III voraussichtlich mit einem geringeren kurzfristigen Refinanzierungsbedarf der Banken zu rechnen haben: Aufgrund der *Liquidity Coverage Ratio*⁶² und der *Net Stable Funding Ratio*⁶³ werden die Banken voraussichtlich in geringerem Umfang auf kurzfristige Finanzierungen zurückgreifen, wie sie typischerweise von Geldmarktfonds angeboten werden. Dies könnte dazu führen, dass die Geldmarktfonds mehr Geld in Anleihen von Unternehmen oder öffentlichen Haushalten investieren. Asset-Backed Commercial Papers, die von Zweckgesellschaften zur Fristentransformation begeben werden, könnten an Bedeutung gewinnen. Allerdings kommen für Geldmarktfonds nur Papiere mit einem sehr guten Rating in Frage, was das Anlageuniversum der Fonds vor allem im Hinblick auf Emittenten aus dem privaten Sektor beschränkt. Im derzeitigen geldpolitischen Umfeld mit reichlich vorhandener Liquidität werden Kreditnehmer mit hoher Bonität an den Geldmärkten weiterhin in einer starken Position gegenüber den Gläubigern sein, was die Geldmarktsätze niedrig halten sollte. Dies gilt allerdings für alle kurzfristigen Investitionen.

Durch Basel III könnte sich auch die Rolle der Banken als Mutterhäuser von CNAV-Geldmarktfonds (nicht von VNAV-Geldmarktfonds) ändern, da diese dann als außerbilanzielle Eventualverbindlichkeiten klassifiziert werden müssen und bei der Berechnung der LCR und der NSFR zu berücksichtigen sind. Es

⁶¹ In diesem Zusammenhang geht es um den rechtlichen Sitz des entsprechenden Unternehmens, nicht um den Sitz der Muttergesellschaft.

⁶² Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) (2013). Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity monitoring rules. Bank für Internationalen Zahlungsverkehr (BIZ). Januar 2013. Die Liquidity Coverage Ratio (LCR) soll bis zum 1. Januar 2019 in vollem Umfang umgesetzt werden.

⁶³ BCBS (2014). Basel III: the net stable funding ratio. BIZ. Oktober 2014. Die Net Stable Funding Ratio (NSFR) soll bis zum 1. Januar 2018 in vollem Umfang umgesetzt werden.



Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren und wer sie nutzt

liegt jedoch im Ermessen der nationalen Aufsichtsbehörden, ob überhaupt und wenn ja, mit welchem Faktor derartige Eventualverbindlichkeiten angerechnet werden müssen. Es ist nicht sicher, ob und wie diese Anforderung in den einzelnen Ländern umgesetzt wird und ob sie sich auf die Marktstruktur auswirken wird im Hinblick auf die für die Zulassung bevorzugten Länder sowie auf die Rolle von Banken als Eigentümer und eventuellen Sponsoren von Geldmarktfonds.⁶⁴ Die ausstehende EU-Regulierung für Geldmarktfonds wird Einfluss darauf haben, wie die Liquiditätsanforderungen letztendlich umgesetzt werden.

In den USA hat die neue Regulierung schon das Produktprofil geändert, welches Geldmarktfonds Anlegern anbieten dürfen, und in der EU wird dies künftig der Fall sein. Es bleibt abzuwarten, ob die Investoren in der Folge ihre Anlageentscheidungen ändern. Bankeinlagen bieten sich – vor allem für die privaten Haushalte – unmittelbar als Alternative zu Investitionen in Geldmarktfonds an. Institutionellen Anlegern stehen dagegen neben Geldmarktfonds verschiedene andere kurzfristige Anlageoptionen zur Verfügung, z.B. Rentenfonds mit kurzer Laufzeit, separate Geldmarktmandate⁶⁵ oder direkte Investitionen in Geldmarktpapiere. Repos, ein bisher von Banken dominiertes Marktsegment, könnten zunehmend auch für die Treasurer von Unternehmen und Nicht-Bank-Finanzinstituten zu einer alternativen Anlageform werden, wobei sich aufgrund von operativen Hürden nur sehr große Unternehmen in diesem Markt engagieren können.

Heike Mai (+49 69 910-31444, heike.mai@db.com)

⁶⁴ Ibidem. Artikel 140 (LCR) / Artikel 47 (NSFR).

⁶⁵ Ein großer Anleger kann für eine hohe Anlagesumme ein separates Mandat vergeben und sich mit der beauftragten Vermögensverwaltungsgesellschaft auf bestimmte Bedingungen, z.B. zum Risikoprofil des Portfolios oder den Entnahmerechten des Anlegers, einigen.



Fokusthema Globale Finanzmärkte

- ▶ Fintech reloaded – Die Bank als digitales Ökosystem: Mit bewährten Walled Garden-Strategien in die Zukunft (Aktuelle Themen)28. April 2015
- ▶ Mittelstandsfinanzierung im Euroraum: Neue Lösungen für ein altes Problem (EU-Monitor)13. Januar 2015
- ▶ Bausparen in Deutschland Aktuell (Immobilien-Spezial)..... 7. November 2014
- ▶ Fintech – Die digitale (R)evolution im Finanzsektor: Algorithmenbasiertes Banking mit human touch (Aktuelle Themen) 23. September 2014
- ▶ Atlantisches Fragment? Finanzmarktregulierung, die G20 und TTIP (EU-Monitor) 3. Juli 2014
- ▶ Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB (Aktuelle Themen)10. Januar 2014
- ▶ Reform der OTC-Derivatemärkte: Erste erkennbare Wirkungen und offene Fragen (Aktuelle Themen) 18. September 2013
- ▶ Private Equity: In Zeiten monetärer Normalisierung (Aktuelle Themen)8. August 2013
- ▶ Niedrigzinsumfeld und Banken: Was lehrt die Erfahrung japanischer Banken? (Aktuelle Themen) 16. Juli 2013

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite www.dbresearch.de. Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:
Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

© Copyright 2015. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg