EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 11.5.2026
COM(2026) 350 final

BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DEN RAT

über die Angemessenheit der Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates über Geldmarktfonds unter aufsichtlichen und wirtschaftlichen Gesichtspunkten

ZUSAMMENFASSUNG

Die Verordnung über Geldmarktfonds (im Folgenden „Geldmarktfondsverordnung“) trat 2018 in Kraft und legte einen umfassenden Rahmen für EU-Geldmarktfonds fest. Sie erkennt deren wichtige Rolle bei der Finanzierung der Wirtschaft, insbesondere bei der kurzfristigen Finanzierung von Behörden und Unternehmen, und bei der Deckung des Anlegerbedarfs an. EU-Geldmarktfonds bieten ein liquides, gut reguliertes Anlageinstrument, das zur Verwirklichung der Ziele der Europäischen Spar- und Investitionsunion beiträgt.

Die Geldmarktfondsverordnung enthält Schutzmechanismen, die darauf abzielen, die Belastbarkeit von Geldmarktfonds zu stärken, was für das Vertrauen der Anleger in das Produkt von wesentlicher Bedeutung ist. Im Geldmarktfondsbericht 2023 der Kommission[1] wurde festgestellt, dass der Rahmen Liquiditätsrisiken im Großen und Ganzen wirksam verringert, und es wurden bestimmte Aspekte der Liquiditätsrisiken ermittelt, die einer weiteren Bewertung bedürfen. Im vorliegenden Bericht werden die Ergebnisse der ergänzenden Analysen zu Liquiditätsrisiken und die Schlussfolgerungen zur Verbesserung der Belastbarkeit von Geldmarktfonds vorgestellt.

Geldmarktfonds sind vielfältig und weisen je nach Art (mit variablem Nettoinventarwert, mit Nettoinventarwert mit niedriger Volatilität oder mit konstantem Nettoinventarwert – VNAV-, LVNAV- bzw. CNAV-Geldmarktfonds), Währung, Anlegern und Verwendung unterschiedlich schwere Liquiditätsschocks auf. Aufgrund dieser Unterschiede halten Geldmarktfonds unter Berücksichtigung der spezifischen Merkmale jedes Fonds und der Ergebnisse ihrer Stresstests Liquiditätsreserven oberhalb der vorgeschriebenen Mindestbestände. Dieser vorsichtige Ansatz der Geldmarktfondsverwalter lässt sich durch die Anlegerkontrolle (ermöglicht durch die Transparenzvorschriften in der Geldmarktfondsverordnung), die behördliche Aufsicht und Bedenken hinsichtlich Reputationsrisiken erklären.

Geldmarktfonds haben bewiesen, dass sie selbst unter angespannten Marktbedingungen in der Lage sind, Liquiditätspuffer aufzustocken, was ein aktives Liquiditätsrisikomanagement und eine wirksame Aufsicht widerspiegelt. Dies deutet darauf hin, dass die verschiedenen in der Geldmarktfondsverordnung festgelegten Mechanismen unter der Koordinierung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) konsequent umgesetzt wurden.

Im vorliegenden Bericht wird die Belastbarkeit wöchentlicher liquider Vermögenswerte (WLA) bewertet, die als nützliche WLA-Referenzwerte für das Liquiditätsrisikomanagement und die Liquiditätsaufsicht gilt. Auf der Grundlage einer umfassenden Datenanalyse kommt dieser Bericht zu dem Schluss, dass die angemessenen WLA-Referenzwerte („Marktbelastbarkeitswerte“) bei VNAV-Geldmarktfonds 20 % und bei CNAV- und LVNAV-Geldmarktfonds 40 % betragen.

Die Kommission ist daher der Auffassung, dass diese Marktbelastbarkeitswerte als Referenzwerte für Geldmarktfondsverwalter, insbesondere in Risikomanagementfunktionen, und für die zuständigen nationalen Behörden dienen können, um Situationen zu ermitteln, die eine genauere Überwachung und ein verstärktes aufsichtliches Engagement rechtfertigen könnten.

[1] Bericht der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat über die Angemessenheit der Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates über Geldmarktfonds unter aufsichtlichen und wirtschaftlichen Gesichtspunkten (COM(2023) 452): EUR-Lex - 52023DC0452 - DE - EUR-Lex.

Inhaltsverzeichnis

ZUSAMMENFASSUNG 1

ABKÜRZUNGEN 3

1 EINLEITUNG 5

2 BEWERTUNG DES LIQUIDITÄTSMANAGEMENTS VON GELDMARKTFONDS ... 7

2.1 Höhe der Liquiditätspuffer 7

2.2 Wie Geldmarktfonds Rücknahmeforderungen nachkommen 10

3 BEWERTUNG DER ANGEMESSENEN BELASTBARKEITSWERTE DES GELDMARKTFONDSMARKTS 12

4 SCHLUSSFOLGERUNG 14

5 ANHANG I HÖHE DER LIQUIDITÄTSPUFFER 15

5.1 Statistiken über die Höhe der Liquiditätspuffer 15

5.2 Beispiele für Geldmarktfonds mit hohen Rücknahmeschocks 15

6 ANHANG II RÜCKNAHMEVERHALTEN UNTER ANGESPANNTEN MARKTBEDINGUNGEN 17

6.1 Angespannter Markt zu Beginn der COVID-19-Pandemie 17

6.1.1 Gesamtauswirkungen auf den Markt 17

6.1.2 Uneinheitliche Auswirkungen und Reaktionen der Geldmarktfonds 17

6.2 Die LDI-Marktkrise 18

7 ANHANG III: MARKTBELASTBARKEITSWERTE 21

7.1 Ermittlung von Rücknahmeschocks 21

7.2 Ermittlung der „Marktbelastbarkeitsschwellen“ 21

ABKÜRZUNGEN

AIFMD	Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (Alternative Investment Fund Managers Directive)
CNAV-Geldmarktfonds	Geldmarktfonds mit konstantem Nettoinventarwert für öffentliche Schuldtitel im Sinne des Artikels 2 Nummer 11 der Geldmarktfondsverordnung
DLA	Tägliche liquide Vermögenswerte (daily liquid assets) gemäß den Anforderungen des Artikels 24 Absatz 1 Buchstaben c und d und des Artikels 25 Absatz 1 Buchstabe c der Geldmarktfondsverordnung
EZB	Europäische Zentralbank
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority)
ESRB	Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board)
EUR	Euro
FSB	Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board)
GBP	Pfund Sterling
LMT	Liquiditätsmanagementinstrument
LVNAV-Geldmarktfonds	Geldmarktfonds mit Nettoinventarwert mit niedriger Volatilität im Sinne des Artikels 2 Nummer 12 der Geldmarktfondsverordnung.
LRM	Liquiditätsrisikomanagement
MMF	Geldmarktfonds (Money Market Fund). Geldmarktfonds beziehen sich auf in der EU ansässige Fonds, sofern nicht anders angegeben (z. B. US-Geldmarktfonds)
Geldmarktfondsverwalter	Geldmarktfondsverwalter im Sinne des Artikels 2 Nummer 23 der Geldmarktfondsverordnung
Geldmarktfondsverordnung	Verordnung (EU) 2017/1131 über Geldmarktfonds
NAV	Nettoinventarwert (Net Asset Value)
NCA	Zuständige nationale Behörde, d. h. die für den Geldmarktfonds zuständige Behörde im Sinne des Artikels 2 Nummer 17 der Geldmarktfondsverordnung
SIU	Europäische Spar- und Investitionsunion, eine Initiative der Europäischen Kommission, die darauf abzielt, bessere finanzielle Möglichkeiten für die Menschen in der EU zu schaffen und gleichzeitig die Fähigkeit des Finanzsystems zu stärken, Ersparnisse mit produktiven Investitionen zu verknüpfen
USD	US-Dollar
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
VNAV-Geldmarktfonds	Geldmarktfonds mit variablem Nettoinventarwert im Sinne des Artikels 2 Nummer 13 der Geldmarktfondsverordnung
WAL	Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (weighted average life) im Sinne des Artikels 2 Nummer 20 der Geldmarktfondsverordnung
WAM	Gewichtete durchschnittliche Zinsbindungsdauer (weighted average maturity) im Sinne des Artikels 2 Nummer 19 der Geldmarktfondsverordnung

WLA	Wöchentliche liquide Vermögenswerte (weekly liquid assets) gemäß den Anforderungen des Artikels 24 Absatz 1 Buchstaben e und f und des Artikels 25 Absatz 1 Buchstabe d der Geldmarktfondsverordnung
Geldmarktfondsbericht 2023	Bericht der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat über die Angemessenheit der Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates über Geldmarktfonds unter aufsichtlichen und wirtschaftlichen Gesichtspunkten (COM(2023) 452)

1 EINLEITUNG

Geldmarktfonds spielen im Finanzsystem eine Schlüsselrolle als Instrumente für das Liquiditätsmanagement der Unternehmen und bieten Anlegern, die Geldanlagen mit niedriger Volatilität und höheren Renditen als bei Bankeinlagen suchen, eine attraktive Möglichkeit. Der Anstieg der Vermögenswerte von Geldmarktfonds in der EU in den letzten fünf Jahren (+45 % von 2019 bis 2024) zeigt den Erfolg des Regulierungsrahmens. In der EU hielten 455 Geldmarktfonds Ende 2024 Vermögenswerte in Höhe von insgesamt rund 1,95 Billionen EUR. EU-Geldmarktfonds sind hauptsächlich in Irland, Luxemburg und Frankreich ansässig. Infolgedessen bieten EU-Geldmarktfonds ein reguliertes Anlageinstrument, das im Einklang mit den Zielen der Europäischen Spar- und Investitionsunion (SIU) zur Diversifizierung der Anlagemöglichkeiten und des Risikomanagements beiträgt. Sie bieten auch zusätzliche Finanzierungsmöglichkeiten für EU-Unternehmen, die es ihnen ermöglichen, zu wachsen, innovativ zu sein und Arbeitsplätze zu schaffen.

EU-Geldmarktfonds auf einen Blick

- Auf EUR (~45 %), USD (~32 %) und GBP (~23 %) lautend
- Sitz in Irland (44 %), Luxemburg (30 %) und Frankreich (24 %)
- Im Besitz von professionellen Anlegern (90 %), einschließlich Nicht-EU-Anlegern für Geldmarktfonds mit Sitz in Irland (77 %) und Luxemburg (63 %)
- LVNAV-Geldmarktfonds (~46 %), VNAV-Geldmarktfonds (~43 %) und CNAV-Geldmarktfonds (~11 % des NAV)

Quelle: ESMA (Daten zum EU-Markt für Geldmarktfonds 2023 und aus dem 4. Quartal 2024)

Im Jahr 2018 trat die Geldmarktfondsverordnung in Kraft, mit der ein umfassender Rechts- und Aufsichtsrahmen für EU-Geldmarktfonds festgelegt wurde, die „Finanzinstituten, Unternehmen und Staaten eine Möglichkeit zur kurzfristigen Finanzierung [bieten und] zur Finanzierung der Wirtschaft der Union [beitragen]“ (Erwägungsgrund 1 der Geldmarktfondsverordnung).

Die AIFM-Richtlinie und die OGAW-Richtlinie wurden überarbeitet, um einen verstärkten und stärker harmonisierten Rahmen für das Liquiditätsrisikomanagement einzuführen, insbesondere durch die Anforderung an die Verwalter, mindestens ein Liquiditätsmanagementinstrument aus einer vorgeschriebenen Liste auszuwählen und anzuwenden. Dieser Rahmen, der ab dem 16. April 2026 gilt, verbessert die Kohärenz zwischen den Fonds und stärkt die allgemeine Finanzstabilität.

Die Geldmarktfondsverordnung bietet einen harmonisierten Rahmen zur Stärkung der Belastbarkeit des Sektors und zur Minderung systemischer Risiken mit Bestimmungen, die unter anderem zulässige Vermögenswerte, Portfoliozusammensetzung, Bewertung, Risikomanagement, Verschuldungsverbot, Transparenz und Berichterstattung abdecken. Die Anforderungen an die Portfoliozusammensetzung sind eine zentrale Säule der Geldmarktfondsverordnung. Dazu gehören Bestimmungen zur Gewährleistung der Liquidität von Geldmarktfonds, z. B. Bestimmungen über Liquiditätspuffer und Bestimmungen zur Beschreibung der Rolle und Pflichten des Geldmarktfondsverwalters (z. B. Laufzeitbeschränkungen und Kreditqualität,[2] siehe unten). Die verschiedenen Arten von EU-Geldmarktfonds und ihre wichtigsten Merkmale und aufsichtsrechtlichen Anforderungen sind Tabelle 1 zu entnehmen. Sie enthält die vorgeschriebenen Mindestschwellenwerte für tägliche und wöchentliche liquide Vermögenswerte (DLA und WLA), die Geldmarktfonds halten müssen. Die Mindestbeträge in der Geldmarktfondsverordnung sollen zusammen mit anderen Schutzmechanismen sicherstellen, dass Geldmarktfonds Anteilsrückgaben von Anlegern im Zeitverlauf erfüllen können.

[2] Geldmarktfondsverwalter sind dafür verantwortlich, die Einhaltung der Geldmarktfondsverordnung sicherzustellen. Sie haben spezifische Aufgaben, wie die Bewertung der Kreditqualität der Vermögenswerte von Geldmarktfonds und die Durchführung von Stresstests, die Bewertung von Vermögenswerten und die Offenlegung gegenüber den Anlegern.

Tabelle 1: Wesentliche Voraussetzungen und Merkmale von EU-Geldmarktfonds

	Kurzfristige Geldmarktfonds			Standard-Geldmarktfonds
	Stabiler Nettoinventarwert		Variabler Nettoinventarwert (VNAV)	
Anforderungen	**CNAV**	**LVNAV**	**Kurzfristiger VNAV**	**Standard-VNAV**
WAM	Max. 60 Tage			Max. 6 Monate
WAL	Max. 120 Tage			Max. 12 Monate
Fälligkeit der Vermögenswerte	Max. 397 Tage			Max. 2 Jahre, mit Zinsanpassung nach 397 Tagen
DLA	Mind. 10 %		Mind. 7,5 %	
WLA	Mind. 30 % (einschl. bis zu 17,5 % an öffentlichen Schuldtiteln, die innerhalb von 190 Tagen fällig werden)		Mind. 15 %	
Sonstige	Keine Verschuldung, Diversifizierung, Kreditqualitätsanforderungen, Transparenz und Berichterstattung			

2023 veröffentlichte die Kommission einen Bericht[3] (den Geldmarktfondsbericht 2023), der zeigte, dass „sich die Geldmarktfondsverordnung vor dem Hintergrund der angespannten Liquiditätslage bewährt hat, der sich Geldmarktfonds angesichts der durch die COVID-19-Pandemie bedingten Marktturbulenzen im März 2020, der jüngsten Zinserhöhungen und der damit verbundenen Neubepreisung finanzieller Vermögenswerte ausgesetzt sahen“[4]. Obwohl der Bericht zu dem Schluss kam, dass der Rahmen im Großen und Ganzen in der Lage war, die Belastbarkeit des Sektors zu gewährleisten, wurden darin bestimmte Aspekte des Liquiditätsrisikomanagements hervorgehoben, die einer weiteren Bewertung bedurften, um sicherzustellen, dass Geldmarktfonds belastbar sind.

Als Folgemaßnahme zum Geldmarktfondsbericht 2023 wird in diesem Bericht die Funktionsweise von Geldmarktfonds auf der Grundlage umfassender Analysen bewertet, und es werden mehrere Datenquellen[5] und Konsultationen[6] herangezogen, um zu untersuchen, wie Liquiditätsrisiken gesteuert werden. Es wird bewertet, wie Geldmarktfonds auf Liquiditätsschocks reagieren und wie Verwalter das Liquiditätsrisiko mindern, insbesondere durch Liquiditätspuffer.

Dieser Bericht enthält die wichtigsten Ergebnisse zur Bewertung des Liquiditätsmanagements von Geldmarktfonds (Abschnitt 2) und eine Analyse der angemessenen Marktbelastbarkeitswerte (Abschnitt 3). Die Anhänge enthalten eine eingehendere fachliche Analyse dieser Themen.

[3] Commission adopts report on the functioning of the Money Market Funds Regulation (MMF) - Finance.
[4] Geldmarktfondsbericht 2023, S. 21.
[5] Die Daten stammen aus folgenden Quellen: Crane Data, Morningstar, ESMA und zuständige nationale Behörden.
[6] Kommission, Targeted consultation on the functioning of the Money Market Fund Regulation, 12. April 2022, und Kommission, Targeted consultation assessing the adequacy of the macroprudential policies for non-bank financial intermediation (NBFI), 22. Mai 2024.

2 BEWERTUNG DES LIQUIDITÄTSMANAGEMENTS VON GELDMARKTFONDS

2.1 Höhe der Liquiditätspuffer

Die Kommission führte eine Analyse der Liquiditätspuffer auf der Ebene des gesamten Sektors (Makroanalyse) und auf der Ebene der einzelnen Geldmarktfonds (Mikroebene) durch, um zu verstehen, wie die Höhe bestimmt wird und ob der Markt sich einheitlich verhält.

Erste wesentliche Feststellung: Die meisten EU-Geldmarktfonds halten Liquiditätspuffer, die deutlich über den in der Geldmarktfondsverordnung festgelegten Mindestanforderungen liegen

Geldmarktfonds halten eine breite Spanne unterschiedlich hoher Liquiditätspuffer, je nach ihrer spezifischen Situation und vor allem der Wahrscheinlichkeit, mit der sie, abhängig von ihrer Anlegerbasis, Rücknahmeforderungen verschiedener Höhe erhalten. Zwischen dem ersten Quartal 2020 und dem vierten Quartal 2025 hielten VNAV-Geldmarktfonds durchschnittlich mindestens 19 % an DLA und 29 % an WLA gegenüber den vorgeschriebenen Mindestanteilen von 7,5 % bzw. 15 %, während CNAV- und LVNAV-Geldmarktfonds noch höhere Puffer vorhalten, die gegenüber den vorgeschriebenen Mindestanteilen von 10 % bzw. 30 % im Durchschnitt 36 % an DLA und 54 % an WLA betragen.

Tabelle 2 zeigt die Verteilung von DLA und WLA nach Art des Geldmarktfonds über einen Zeitraum von sechs Jahren. Der durchschnittliche Puffer bei der WLA-Verteilung für LVNAV-Geldmarktfonds betrug beispielsweise 50 %, während LVNAV-Geldmarktfonds einen durchschnittlichen Puffer von weniger als 43 % für das 25. Perzentil und einen durchschnittlichen Puffer von 54 % für das 75. Perzentil aufwiesen. Diese Daten zeigen, dass die überwiegende Mehrheit der LVNAV-Geldmarktfonds (75 %) im Durchschnitt WLA von über 43 % hielten. Ähnliche Ergebnisse lassen sich für die anderen Kategorien von Geldmarktfonds und für ihre jeweiligen DLA feststellen.

Tabelle 2: Verteilung von DLA und WLA nach Art des Geldmarktfonds über einen Zeitraum von sechs Jahren (in % des Geldmarktfonds-NAV)

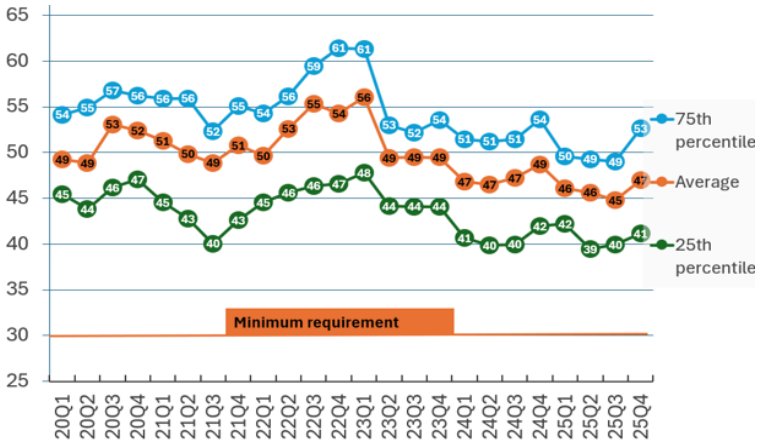
		Art des Geldmarktfonds			
		CNAV	**LVNAV**	**Kurzfristiger VNAV**	**Standard-VNAV**
DLA	**25. Perzentil**	24 %	25 %	11 %	8 %
	Durchschnitt	40 %	33 %	22 %	15 %
	75. Perzentil	53 %	38 %	28 %	18 %
WLA	**25. Perzentil**	41 %	43 %	22 %	16 %
	Durchschnitt	59 %	50 %	35 %	24 %
	75. Perzentil	76 %	54 %	43 %	28 %

Quellen: Europäische Kommission auf der Grundlage von Daten der ESMA vom 1. Quartal 2020 bis zum 4. Quartal 2025

Die Tatsache, dass die meisten EU-Geldmarktfonds Liquiditätspuffer halten, die deutlich über den in der Geldmarktfondsverordnung festgelegten Mindestanforderungen liegen, ist auf den allgemein vorsichtigen Ansatz der EU-Geldmarktfonds zurückzuführen, der auf einer strengen Aufsicht, der Anlegerkontrolle (erleichtert durch die Transparenzanforderungen der Geldmarktfondsverordnung) und der erhöhten Sensibilität gegenüber Reputationsrisiken beruht. Dieses Verhalten bleibt mit einigen Schwankungen im Zeitverlauf relativ stabil (siehe Abbildung 1 zu LVNAV-Geldmarktfonds und

Anhang I). Abbildung 1 zeigt, dass der niedrigste Wert zwischen 2020 und 2025 ein durchschnittlicher Liquiditätspuffer von 45 % war, wobei das 25. Perzentil nie unter einen Durchschnitt von 40 % fiel (2. Quartal 2025).

Abbildung 1: Entwicklung der WLA-Verteilung für LVNAV-Geldmarktfonds



Quelle: Europäische Kommission auf der Grundlage von Daten der ESMA vom 1. Quartal 2020 bis zum 4. Quartal 2025
Erläuterung: Entwicklung der durchschnittlichen WLA sowie des 25. und 75. Perzentils der WLA (als Prozentsatz des NAV) über LVNAV-Geldmarktfonds hinweg.

Ähnliche Muster sind bei anderen quantitativen Anforderungen im Rahmen der Geldmarktfondsverordnung zu beobachten, was auf einen umsichtigen Ansatz im gesamten Geldmarktfondssektor hindeutet. So blieben die WAL-Werte deutlich unter den aufsichtsrechtlich vorgegebenen Höchstwerten. Bei CNAV-, LVNAV- und kurzfristigen VNAV-Geldmarktfonds lagen die durchschnittlichen Mittel- und Medianwerte für die gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAL) im Allgemeinen zwischen 40 und 65 Tagen, gegenüber einer vorgeschriebenen Höchstdauer von 120 Tagen. Dies deutet darauf hin, dass die Laufzeiten von Vermögenswerten im Durchschnitt um Faktor eins oder zwei bis drei unter der vorgeschriebenen Obergrenze liegen, **was eine schnellere Rückzahlung ermöglicht und zur Auffüllung der Liquiditätspuffer beiträgt**. Standard-VNAV-Geldmarktfonds wiesen höhere WAL-Werte auf, wobei der Mittel- und der Medianwert etwa 110-125 Tage betrugen und damit deutlich unter der vorgeschriebenen Obergrenze von 360 Tagen lagen[7].

Zweite wesentliche Feststellung: Geldmarktfonds halten aufgrund ihrer unterschiedlichen Merkmale und unterschiedlicher Grade potenzieller Liquiditätsschocks unterschiedlich hohe Liquiditätspuffer vor

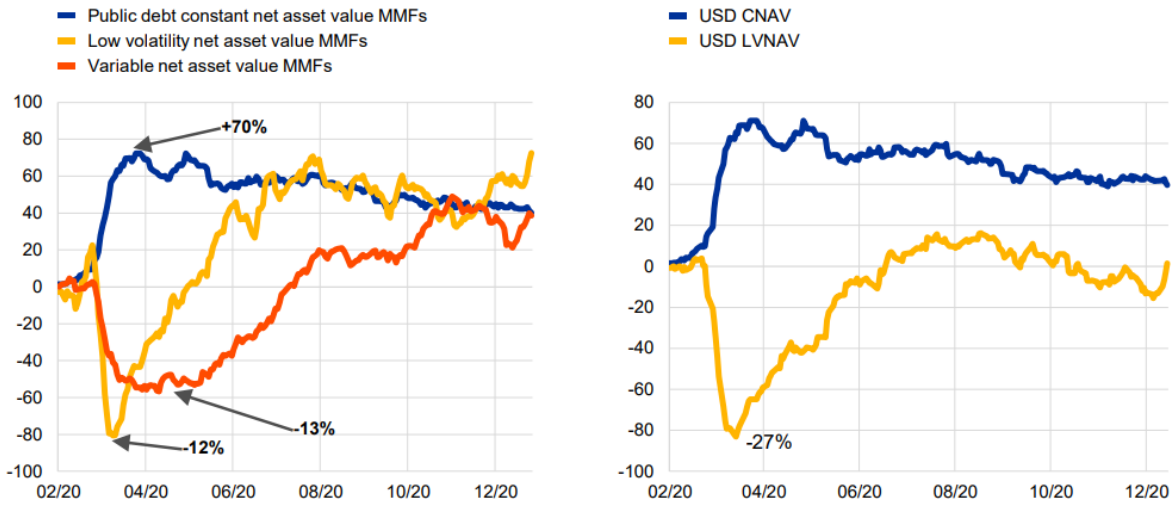
Geldmarktfonds arbeiten in der Regel mit Puffern, die über den vorgeschriebenen Mindestanteilen liegen, auch wenn diese schwanken können. Dies liegt daran, dass Geldmarktfonds unterschiedliche Merkmale aufweisen, darunter die Kategorie (VNAV, LVNAV oder CNAV), die Währung, die Anlegerstruktur und die Anwendungsfälle (siehe Anhang II). Sie unterliegen daher in unterschiedlichem Maße potenziellen Liquiditätsschocks. Selbst Geldmarktfonds ähnlicher Art und Währung weisen nicht die gleiche Anfälligkeit für Liquiditätsschocks auf.

In diesem Zusammenhang kam es während der durch COVID-19 verursachten Marktkrise bei Geldmarktfonds tendenziell zu Rücknahmeschocks (siehe Abbildung 2), **die durch ihre Liquiditätspuffer aufgefangen werden konnten**. Abbildung 2 zeigt, dass VNAV-Geldmarktfonds über einen Monat hinweg Abhebungen von rund 13 % verzeichneten, gegenüber einem wöchentlichen Mindestliquiditätspuffer von 15 %. LVNAV-Geldmarktfonds verzeichneten Abflüsse von rund 12 %,

[7] Bericht der ESMA über Geldmarktfonds (2023) und Crane Data.

die bei auf USD lautenden Fonds auf 27 % stiegen, gegenüber einem wöchentlichen Liquiditätspuffer von 30 %. Im Gegensatz dazu verzeichneten CNAV-Geldmarktfonds in der Anfangsphase der COVID-19-Pandemie erhebliche Zuflüsse.

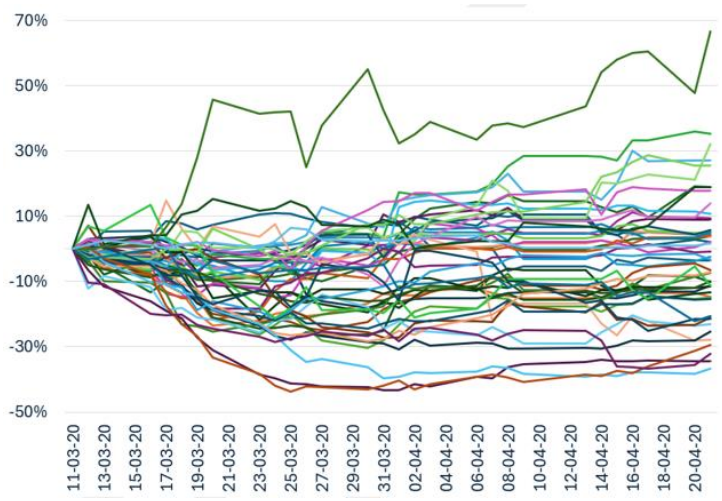
Abbildung 2: Kumulierte Nettoströme von Geldmarktfonds zu Beginn des COVID-19-Marktereignisses



Quellen: ESRB-Bericht, Juli 2021, Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds.
Erläuterung: Kumulierte tägliche Nettoströme nach Geldmarktfondstyp, ausgedrückt in Milliarden Euro (y-Achse). Positive Werte weisen auf Nettozeichnungen hin, während negative Werte auf Nettorücknahmen hindeuten. Die Prozentsätze zeigen die Mittelflüsse im Verhältnis zum Nettoinventarwert der einzelnen Fondsarten.

Bei den auf USD lautenden LVNAV-Geldmarktfonds kam es während des COVID-19-Marktereignisses zu einem erheblichen Rücknahmeschock. Die Auswirkungen waren in dieser Geldmarktfonds-Kohorte jedoch äußerst uneinheitlich: 6 % verzeichneten kumulierte Nettoabflüsse von mehr als 30 %, während 10 % keine Rücknahmen verzeichneten. Wie aus Abbildung 3 hervorgeht, waren zwischen diesen beiden Extremen verschiedene Zwischenwerte bei den Zu- und Abflüssen zu beobachten. Die Zeilen stellen die kumulierten Nettoströme einzelner auf USD lautender LVNAV-Geldmarktfonds während etwa fünf Wochen nach dem COVID-19-Marktereignis dar.

Abbildung 3: Kumulierte Ströme einzelner auf USD lautender LVNAV-Geldmarktfonds während der durch COVID-19 verursachten Marktkrise



Quellen: Crane Data und zuständige nationale Behörden.
Erläuterung: Jede Zeile stellt die kumulierten Nettoströme in Prozent des NAV (y-Achse) eines auf USD lautenden LVNAV-Geldmarktfonds mit einem NAV von mehr als 1 Mrd. EUR dar. Positive Werte weisen auf Nettozeichnungen hin, während

negative Werte auf Nettorücknahmen hindeuten. Diese Beispiele zeigen, dass auf USD lautende LVNAV-Geldmarktfonds während der durch COVID-19 verursachten Marktkrise zwar erhebliche Rücknahmen verzeichneten, dass die Auswirkungen auf sie jedoch je nach Art des Geldmarktfonds unterschiedlich waren.

2.2 Wie Geldmarktfonds Rücknahmeforderungen nachkommen

Angespannte Marktbedingungen, z. B. während der Marktkrisen im Zusammenhang mit COVID-19 und verbindlichkeitsorientierten Investmentfonds (LDI-Fonds), liefern wertvolle Einblicke in die Dynamik des Liquiditätsmanagements unter solchen Bedingungen. Die Kommission analysierte die Fähigkeit von Geldmarktfonds, Liquiditätspuffer aufzufüllen, auch unter angespannten Marktbedingungen. Aufbauend auf umfangreichen Datensätzen konzentrierte sich diese Analyse auf zwei Ebenen: 1) den Gesamtmarkt und 2) eine genauere Überprüfung der Geldmarktfonds, die mit den schwerwiegendsten Liquiditätsschocks konfrontiert waren.

Dritte wesentliche Feststellung: Geldmarktfonds sind in der Lage, ihre Liquiditätspuffer unter starkem Rücknahmedruck wieder aufzufüllen, auch unter angespannten Marktbedingungen

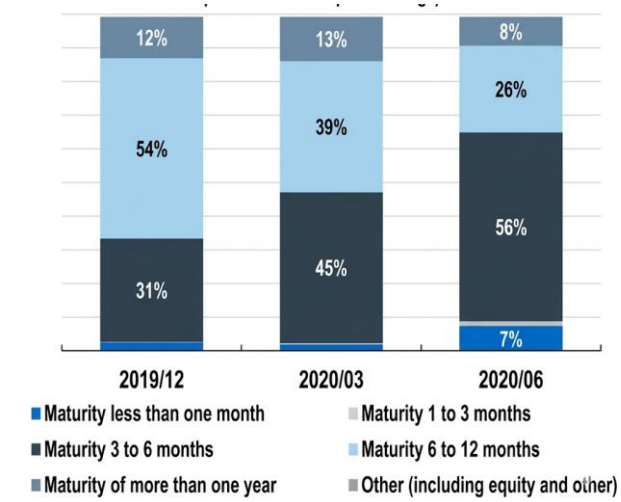
Unter normalen Marktbedingungen halten Geldmarktfonds ihre Liquiditätspuffer in der Regel durch „automatische Transaktionen" aufrecht und füllen sie wieder auf. Dies wird nicht nur durch in fortlaufenden Zyklen auslaufende hochwertige kurzfristige Vermögenswerte (Geldmarktpapiere/Einlagenzertifikate/Schatzwechsel[8]) und Wiederanlage der Mittel in neue kurzfristige Vermögenswerte, sondern auch durch Transaktionen auf dem Sekundärmarkt und die Nutzung besicherter Übernachtfinanzierungen (z. B. umgekehrte Pensionsgeschäfte) erreicht, deren Umfang täglich erhöht oder verringert werden kann. Dieser Prozess wird auf der Grundlage strenger Laufzeitanforderungen in der Geldmarktfondsverordnung reguliert und überwacht, insbesondere der gewichteten durchschnittlichen Restlaufzeit (WAL), die die durchschnittliche Laufzeit der Vermögenswerte von Geldmarktfonds insgesamt und die Laufzeit jedes einzelnen Vermögenswerts begrenzt (siehe Tabelle 1).

Unter angespannten Marktbedingungen wechselt die „Wiederbefüllung" von Geldmarktfonds von automatischen zu „defensiven Transaktionen". Bei steigenden Rücknahmen und rückläufiger Liquidität am Sekundärmarkt generieren Geldmarktfondsverwalter mehr Liquidität, indem sie Bestände veräußern und ihre Exponierung gegenüber Marktpreisen verringern (siehe Abbildung 4). Um dies zu erreichen, passen sie die Portfoliozusammensetzung an, um die WAM (Sensitivität gegenüber dem Marktpreis) und die WAL (durchschnittliche Laufzeit)[9] zu verringern, indem sie Reinvestitionen auf die liquidesten Anleihen mit der kürzesten Laufzeit konzentrieren. Dadurch können Geldmarktfonds das Tempo der Wiederherstellung von Liquiditätspuffern erhöhen. Abbildung 3 zeigt die Entwicklung der Anleiheportfolios von Geldmarktfonds vor und zu Beginn der COVID-19-Pandemie. Daraus geht hervor, dass sich der Anteil der Anleihen mit kürzeren Laufzeiten (3-6 Monate) im Portfolio zwischen Dezember 2019 und Juni 2020 im gesamten Sektor fast verdoppelt hat.

[8] Geldmarktfonds investieren in kurzfristige Instrumente wie Geldmarktpapiere (Commercial Papers, CP), Einlagenzertifikate (Certificates of Deposit, CD) und Schatzwechsel (T-bills), um Anlegern liquide Renditen mit geringem Risiko zu bieten.

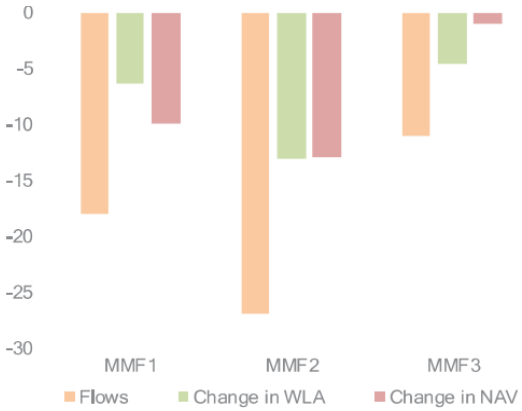
[9] Das Marktrisiko steht im direkten Verhältnis zur Laufzeit der Anleihen. Durch die Verkürzung der Laufzeiten der in Geldmarktfondsportfolios gehaltenen Anleihen sind diese Portfolios einem geringeren Marktrisiko ausgesetzt, wenn Anleihen in kürzeren Zeiträumen liquidiert werden.

Abbildung 4: Entwicklung der Schuldtitelstruktur von Geldmarktfonds



Quelle: EFAMA, European MMFs in the Covid-19 market turmoil, November 2020.
Erläuterung: Fristigkeitsgliederung der Verbindlichkeiten im Geldmarktfondsportfolio, ausgedrückt als Prozentsatz des Geldmarktfonds-Gesamtvermögens

Abbildung 5: Zielkonflikt zwischen WLA- und NAV-Abweichung



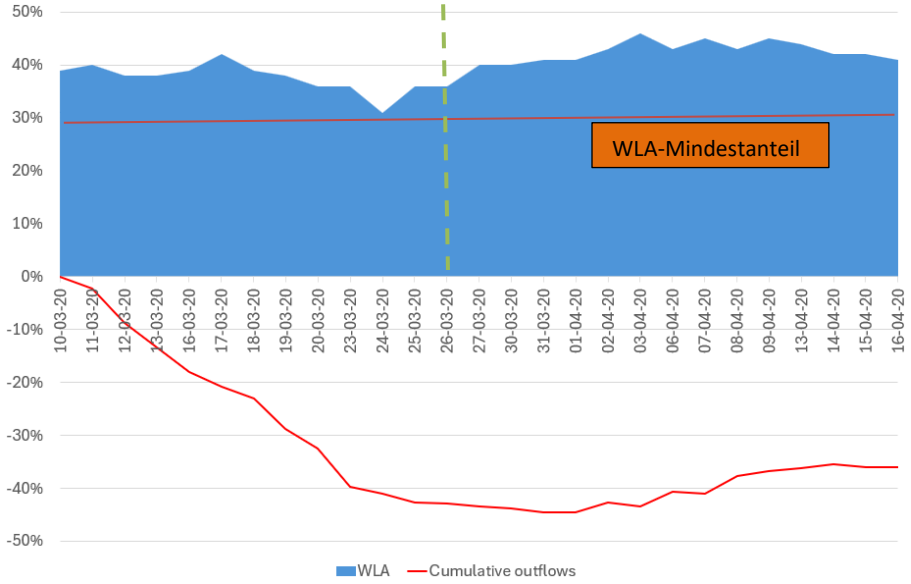
Quelle: Bericht der ESMA, Vulnerabilities in money market funds, 2021.
Erläuterung: Nettoströme über 7 Tage, WLA als Prozentsatz des NAV und der NAV-Abweichung (in Basispunkten) zum 25. März 2020

Auf der Ebene der einzelnen Geldmarktfonds zeigte eine Analyse der Fonds, bei denen große Rücknahmeforderungen eingingen, ein ähnliches Muster: Diese Fonds räumten der Aufrechterhaltung der Liquidität Vorrang ein und konnten ihre Liquiditätspuffer nach deren Inanspruchnahme rasch wieder aufbauen (siehe Abbildung 6 und Anhang I). Insgesamt waren die Rücknahmeschocks einzelner Geldmarktfonds geringer als die gehaltenen Liquiditätspuffer, sodass die Fonds Rücknahmeforderungen rasch nachkommen konnten. Abbildung 6 zeigt das Beispiel eines LVNAV-Geldmarktfonds, der ein extremes Rücknahmeszenario erlebte, und wie er im Berichtszeitraum wöchentliche Liquiditätspuffer über den vorgeschriebenen Mindestanteilen hielt. Trotz eines Abflusses von 45 % in diesem Zeitraum lagen die WLA nie unter 30 %[10].

Es sei darauf hingewiesen, dass LVNAV-Geldmarktfonds ihre WLA-Puffer vor dem Hintergrund größerer Geld-Brief-Spannen entweder durch Portfolioamortisierung oder durch den Verkauf von Vermögenswerten gehalten haben. Dies könnte zu NAV-Abweichungen geführt haben, insbesondere wenn weniger liquide Vermögenswerte wie Geldmarktpapiere und Einlagenzertifikate verkauft wurden. Diese NAV-Abweichungen sind in Abbildung 5 dargestellt. Zur Aufrechterhaltung der WLA-Puffer mussten daher eventuell weniger liquide Vermögenswerte veräußert werden, was zu NAV-Abweichungen beitrug.

[10] Es sei darauf hingewiesen, dass die Interventionen der Zentralbank an den Märkten für Geldmarktpapiere den Sektor ebenfalls unterstützten und dazu beitrugen, weitere Auswirkungen auf unter Druck stehende Geldmarktfonds zu verhindern.

Abbildung 6: Beispiel für das Worst-Case-Szenario eines LVNAV-Geldmarktfonds bei starkem Liquiditätsschock



Quellen: Crane Data und zuständige nationale Behörden.

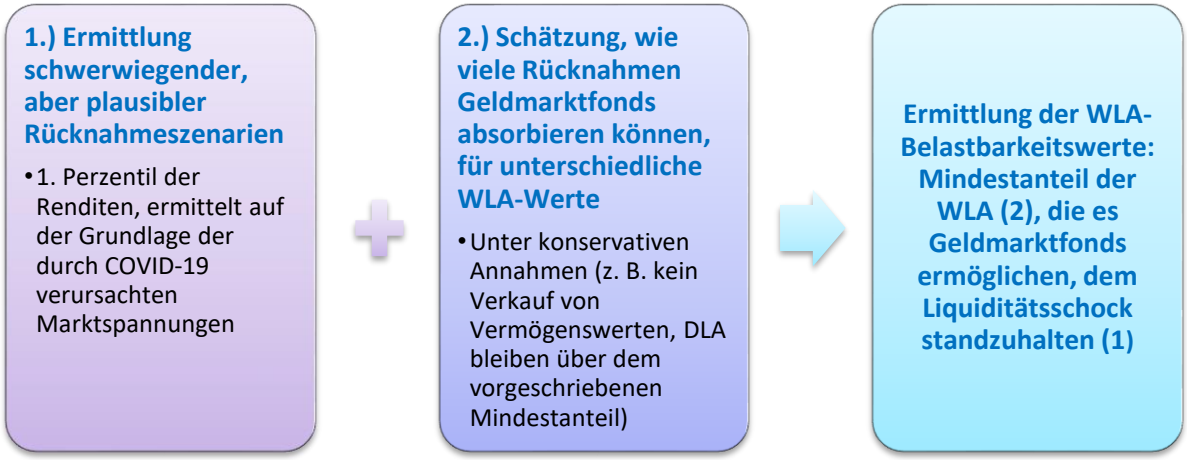
Erläuterung: Beispiel für einen LVNAV-Geldmarktfonds mit sehr erheblichen Abflüssen. Es veranschaulicht die Auswirkungen auf die WLA und die anschließende Wiederherstellung der Liquidität. Siehe weitere Beispiele in Anhang I.

3 BEWERTUNG DER ANGEMESSENEN BELASTBARKEITSWERTE DES GELDMARKTFONDSMARKTS

In diesem Abschnitt wird die Belastbarkeit des EU-Geldmarktfondssektors angesichts einer erheblichen Zunahme von Rücknahmeforderungen untersucht. Wie in den vorangegangenen Abschnitten erörtert, spielen Liquiditätspuffer eine entscheidende Rolle bei der Erfüllung von Rücknahmeforderungen, insbesondere in Zeiten, in denen die kurzfristigen Märkte illiquide sein könnten. Zur Durchführung dieser Analyse berechnete die Kommission den Mindestanteil der WLA („WLA-Belastbarkeitswert“), der es Geldmarktfonds, die ihn nicht unterschreiten, ermöglichen würde, hohe Rücknahmeforderungen zu erfüllen und gleichzeitig die DLA über dem vorgeschriebenen Mindestanteil zu halten.

Die Methodik ist nachstehend zusammengefasst, die entsprechenden Daten sind in Anhang III aufgeführt.

Wesentliche Schritte der Methodik zur Ermittlung des WLA-Belastbarkeitswerts



Vierte wesentliche Feststellung: Um angespannten Marktbedingungen standzuhalten, ist ein WLA-Belastbarkeitswert von 40 % für Geldmarktfonds mit stabilem NAV und von 20 % für VNAV-Geldmarktfonds im Allgemeinen ausreichend.

Diese Analyse zeigt, dass ein WLA-Belastbarkeitswert von 40 % für Geldmarktfonds mit stabilem NAV und von 20 % für VNAV-Geldmarktfonds im Allgemeinen ausreicht, um angespannten Marktbedingungen standzuhalten (siehe auch Anhang III). Konkret würde das Halten von WLA auf oder über diesen Belastbarkeitswerten es den EU-Geldmarktfonds ermöglichen, schweren Rücknahmeschocks ohne Notverkauf von Vermögenswerten standzuhalten und gleichzeitig die DLA über den vorgeschriebenen Mindestanteilen zu halten. Das Halten von DLA über dem Mindestanteil trägt dazu bei, die sofortige Liquidität für Rücknahmen sicherzustellen, insbesondere in Stressphasen, in denen Geldmarktfonds eventuell über einen Zeitraum von mehreren Tagen mit Rücknahmen konfrontiert sind.

Dies bedeutet, dass **aus marktweiter Sicht** eine einheitliche Anwendung dieser Belastbarkeitswerte die Fähigkeit der EU-Geldmarktfonds stärken wird, angespannten Marktbedingungen standzuhalten und die Ausbreitung von Schocks auf das übrige Finanzsystem und die Wirtschaft abzumildern.

Die Kommission ist daher der Auffassung, dass diese WLA-Belastbarkeitswerte als praktische Bezugspunkte für das Liquiditätsrisikomanagement dienen könnten. Aus aufsichtlicher Sicht könnten sie auch als Frühwarnindikatoren fungieren, was zu einer genaueren Überwachung oder einem verstärkten aufsichtlichen Engagement der zuständigen nationalen Behörden führen könnte, wenn Geldmarktfonds dauerhaft unterhalb der ermittelten Belastbarkeitswerte tätig sind. Daher **könnten diese WLA-Belastbarkeitswerte genutzt werden, um Situationen zu ermitteln, die weitere Aufmerksamkeit der Geldmarktfondsverwalter, insbesondere ihrer Risikomanagementteams, und ein verstärktes aufsichtliches Engagement der zuständigen nationalen Behörden gegenüber den Geldmarktfondsverwaltern erfordern.**

Es sollte betont werden, dass das Auftreten von Rücknahmeschocks in einer Größenordnung, wie sie zur Ermittlung der WLA-Belastbarkeitswerte herangezogen wird, bei vielen Geldmarktfonds unwahrscheinlich ist. Wie dieser Bericht zeigt, sind Geldmarktfonds nicht homogen; ihre Wahrscheinlichkeit, Liquiditätsschocks zu begegnen, hängt von ihren spezifischen Merkmalen und der Anlegerbasis ab. Darüber hinaus beruht die Ermittlung der WLA-Belastbarkeitswerte auf konservativen

Annahmen, insbesondere auf der Annahme, dass die DLA nicht mehr genutzt werden, sobald sie den vorgeschriebenen Mindestanteil erreichen.

Daher **ist es angesichts der Heterogenität des Geldmarktfondssektors und der Fondsarten nicht verhältnismäßig, die ermittelten WLA-Belastbarkeitswerte als neue rechtlich verbindliche Mindestanteile festzulegen (zweite wesentliche Feststellung).** Stattdessen ist die Kommission der Auffassung, dass diese WLA-Belastbarkeitswerte als aufsichtliche Referenzwerte und Referenzwerte für das Risikomanagement dienen können, um Geldmarktfondsverwalter und zuständige nationale Behörden bei der Ermittlung von Situationen zu unterstützen, die eine genauere Überwachung und ein verstärktes aufsichtliches Engagement erfordern könnten.

4 SCHLUSSFOLGERUNG

Die Ergebnisse dieses Berichts sollen als Grundlage für die Verbesserung des Liquiditätsmanagements durch Geldmarktfondsverwalter und der Beaufsichtigung von Geldmarktfonds durch die zuständigen nationalen Behörden dienen. Die Ergebnisse in Abschnitt 2 zeigen, dass der Liquiditätsgrad in den einzelnen Sektoren unterschiedlich ist, jedoch im Allgemeinen deutlich über den in der Geldmarktfondsverordnung vorgeschriebenen Mindestwerten liegt. Darüber hinaus hat der Geldmarktfondssektor Liquiditätsrisiken sowohl unter normalen als auch unter angespannten Marktbedingungen insgesamt verantwortungsvoll gesteuert.

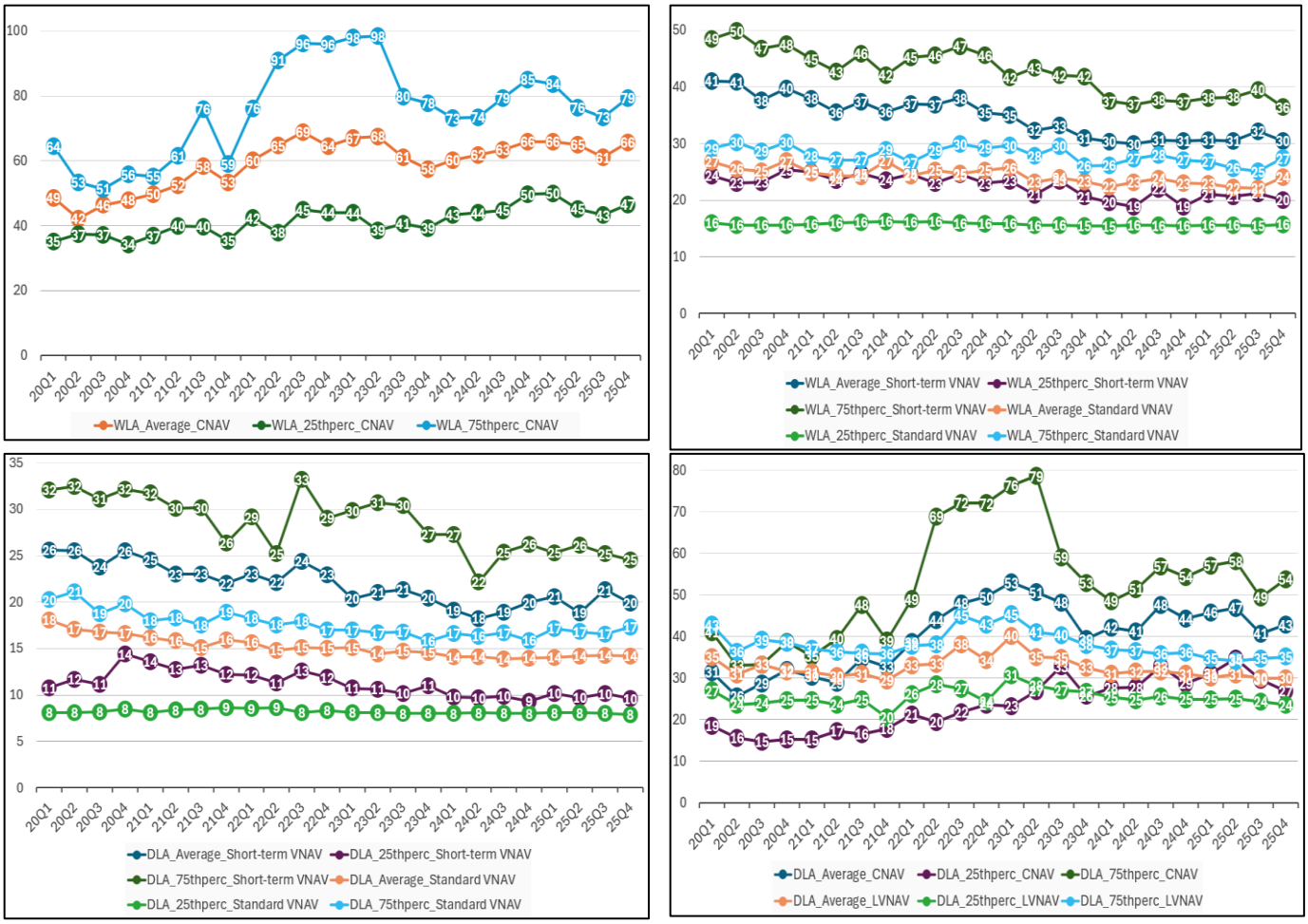
Die Feststellungen in Abschnitt 3 deuten darauf hin, dass die ermittelten WLA-Belastbarkeitswerte geeignet sind, als aufsichtliche Referenzwerte und Referenzwerte für das Liquiditätsrisikomanagement zu dienen, bei deren Unterschreitung die Kontrollintensität innerhalb der Risikomanagementfunktionen von Geldmarktfonds und deren Verwaltern sinnvoll erhöht und die aufsichtlichen Kontrollen und Verpflichtungen der zuständigen nationalen Behörden verstärkt werden sollten, um einen belastbaren Markt zu gewährleisten.

5 ANHANG I HÖHE DER LIQUIDITÄTSPUFFER

5.1 Statistiken über die Höhe der Liquiditätspuffer

Abbildung I.1 zeigt Statistiken über die Höhe der Liquiditätspuffer, aus denen hervorgeht, dass Geldmarktfonds ihre Liquidität über den vorgeschriebenen Mindestwerten halten, und wie sich diese Werte im Zeitverlauf ändern.

Abbildung I.1: Höhe der WLA und DLA

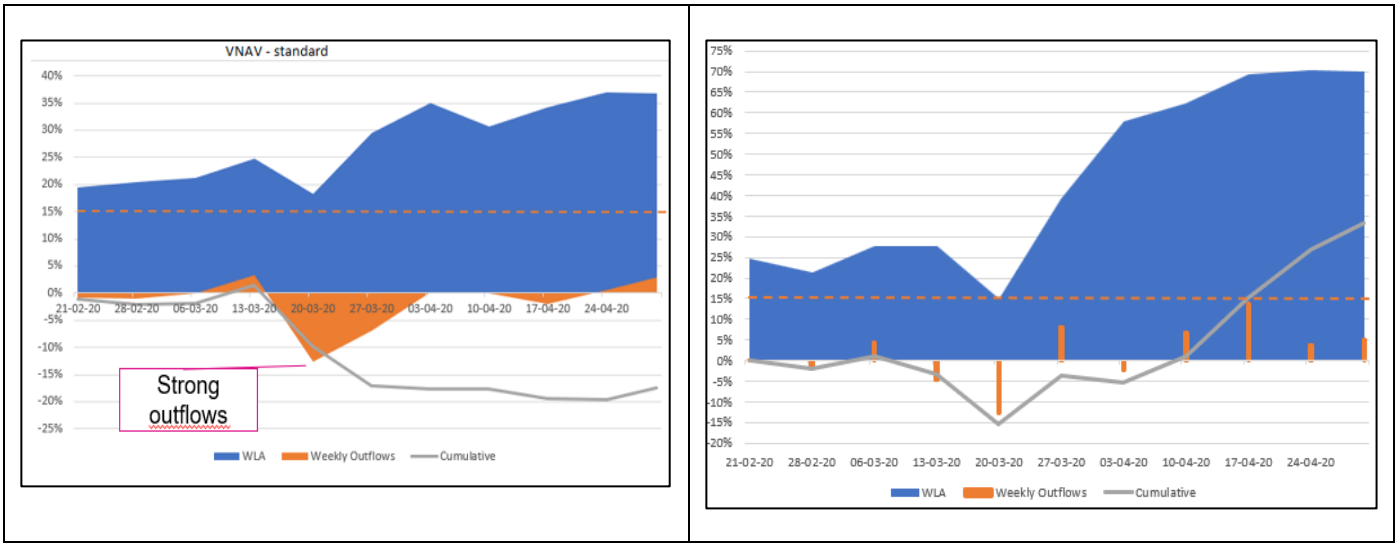


Quelle: Europäische Kommission auf der Grundlage von Daten der ESMA vom 1. Quartal 2020 bis zum 4. Quartal 2025
Erläuterung: Entwicklung der durchschnittlichen WLA sowie des 25. und 75. Perzentils der WLA (als Prozentsatz des NAV) über LVNAV-Geldmarktfonds hinweg.

5.2 Beispiele für Geldmarktfonds mit hohen Rücknahmeschocks

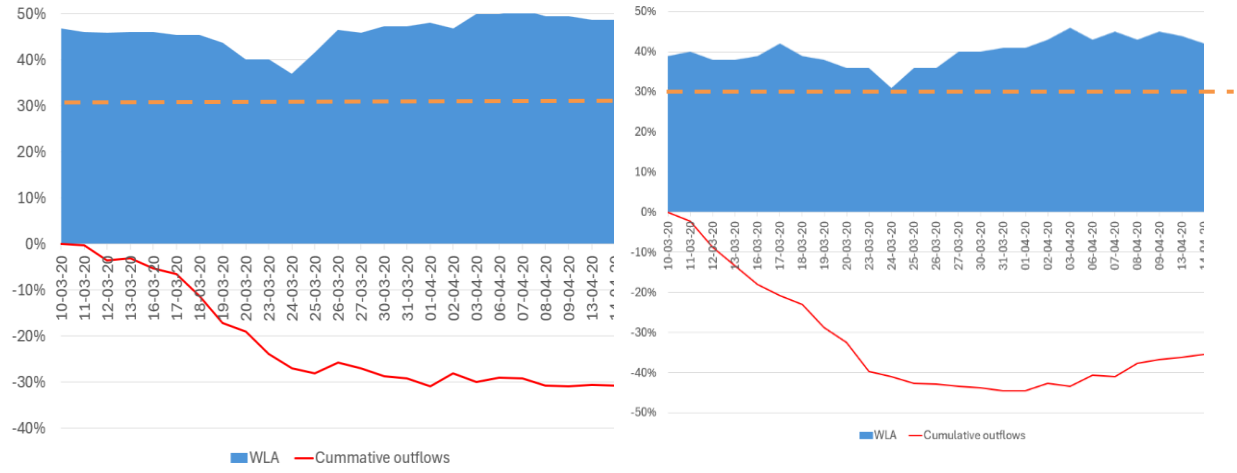
Die Auffüllung des Liquiditätspuffers wurde analysiert, indem der Schwerpunkt auf die untersten 10 % der Fonds gelegt wurde, bei denen die größten Abflüsse zu verzeichnen waren. Die Analyse stützte sich auf Aufsichtsdaten der zuständigen nationalen Behörden, andere Datenquellen, Fondsmitteilungen zum Liquiditätsmanagement unter angespannten Marktbedingungen und Änderungen der Portfoliozusammensetzung. Es zeichnete sich ein einheitliches Muster ab: Auch bei den am stärksten betroffenen Fonds waren die Geldmarktfonds in der Lage, ihre Liquiditätspuffer innerhalb eines relativ kurzen Zeitraums nach der Stressphase wieder aufzubauen.

Abbildung I.2: Beispiele für die Auffüllung von Liquiditätspuffern von zwei VNAV-Geldmarktfonds bei hohen Rücknahmeforderungen



Quellen: Crane Data und zuständige nationale Behörden.
Erläuterung: Beispiel für zwei VNAV-Geldmarktfonds mit erheblichen Abflüssen, die die Auswirkungen auf die WLA und den anschließenden Wiederaufbau von Liquiditätspuffern veranschaulichen. Der Mindestwert von 15 % ist als gestrichelte Linie dargestellt.

Abbildung I.3: Auffüllung von Liquiditätspuffern bei großen Rücknahmeforderungen



Quellen: Crane Data und zuständige nationale Behörden.
Erläuterung: Beispiel für zwei LVNAV-Geldmarktfonds mit erheblichen Abflüssen, die die Auswirkungen auf die WLA und den anschließenden Wiederaufbau von Liquiditätspuffern veranschaulichen. Der Mindestwert von 30 % ist als gestrichelte Linie dargestellt.

6 ANHANG II RÜCKNAHMEVERHALTEN UNTER ANGESPANNTEN MARKTBEDINGUNGEN

6.1 Angespannter Markt zu Beginn der COVID-19-Pandemie

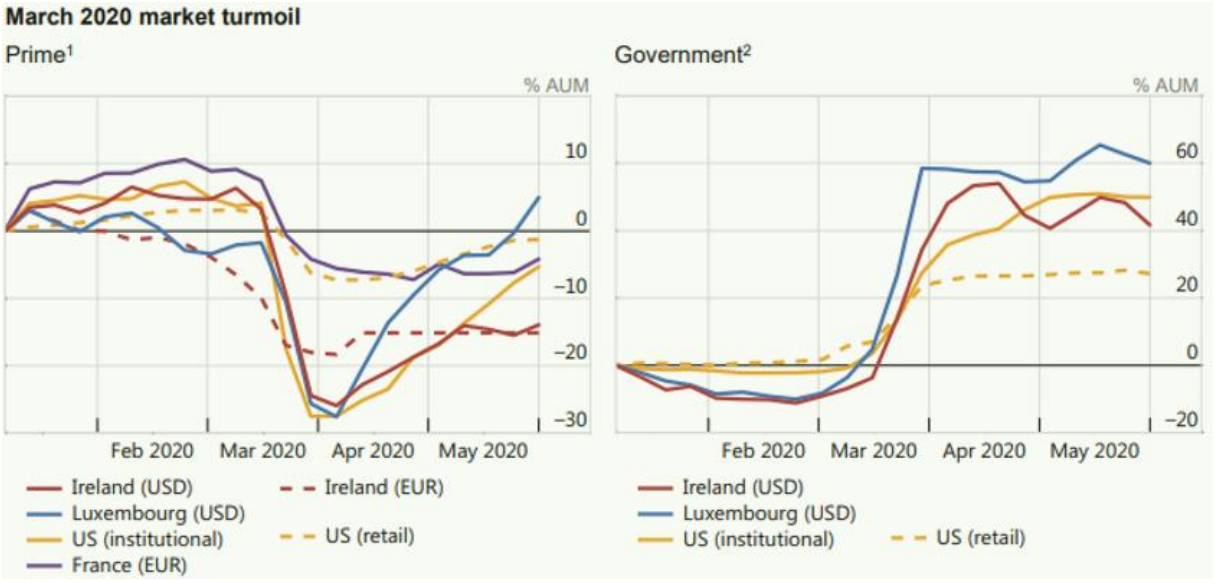
6.1.1 Gesamtauswirkungen auf den Markt

Die durch die COVID-19-Pandemie ausgelöste Marktkrise begann im Februar 2020, als sich die Besorgnis über die weltweite Ausbreitung des Virus verschärfte und die Finanzmärkte begannen, das Risiko neu zu bewerten. Ihre Auswirkungen auf Geldmarktfonds traten jedoch hauptsächlich Mitte März 2020 ein und setzten sich bis Juni 2020 fort, als angespannte Marktbedingungen beobachtet wurden.

Während eines Zeitraums von 15 Tagen ab Mitte März steigerten die Anleger einiger Geldmarktfonds ihre Liquiditätsnachfrage, insbesondere bei auf USD lautenden LVNAV-Geldmarktfonds, die einem erheblichen Rücknahmedruck ausgesetzt waren (rund 18 % bzw. 30 % dieser Marktsegmente).

Auf USD lautende LVNAV-Geldmarktfonds verzeichneten Anfang März 2020 die größten und am längsten anhaltenden Abflüsse aller europäischen kurzfristigen Geldmarktfonds. Dies war darauf zurückzuführen, dass die Anleger zusätzlich zu den mit dem Liquiditätsbedarf verbundenen Rücknahmen auf CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel in der EU umschichteten.

Abbildung II.1: Kumulierte Geldmarktfondsströme im Jahr 2020



Quelle: FSB, Policy proposals to enhance MMF resilience, Oktober 2021.

6.1.2 Uneinheitliche Auswirkungen und Reaktionen der Geldmarktfonds

Der Umfang der Rücknahmeforderungen und das Anlegerverhalten unter normalen und angespannten Bedingungen sind von Geldmarktfonds zu Geldmarktfonds sehr unterschiedlich. Die Reaktionen und Verhaltensweisen werden von verschiedenen Faktoren bestimmt, vor allem von der Anlegerbasis und innerhalb der Anlegerbasis sowie vom Anwendungsfall ihrer Investitionen (siehe unten), der Größe der wichtigsten Anleger und dem Anlegermix. Ein weiterer entscheidender Faktor ist die Art des Geldmarktfonds (VNAV, LVNAV, CNAV).

Während Fondsklassifizierung und Währung eindeutig wichtige Determinanten sind, waren selbst sehr ähnliche Kategorien während und nach der COVID-19-Krise äußerst unterschiedlichen Schocks ausgesetzt. Diese Unterschiede sind in Abbildung 3 dargestellt.

Aus den Abbildungen 2 und 3 geht hervor, dass auf USD lautende LVNAV-Geldmarktfonds zu Beginn der COVID-19-Pandemie insgesamt einen erheblichen Rücknahmeschock erlebten. Die Auswirkungen waren jedoch von Fonds zu Fonds sehr unterschiedlich. Weniger als 6 % der LVNAV-Geldmarktfonds verzeichneten kumulierte Abflüsse, die 30 % ihres NAV überstiegen.

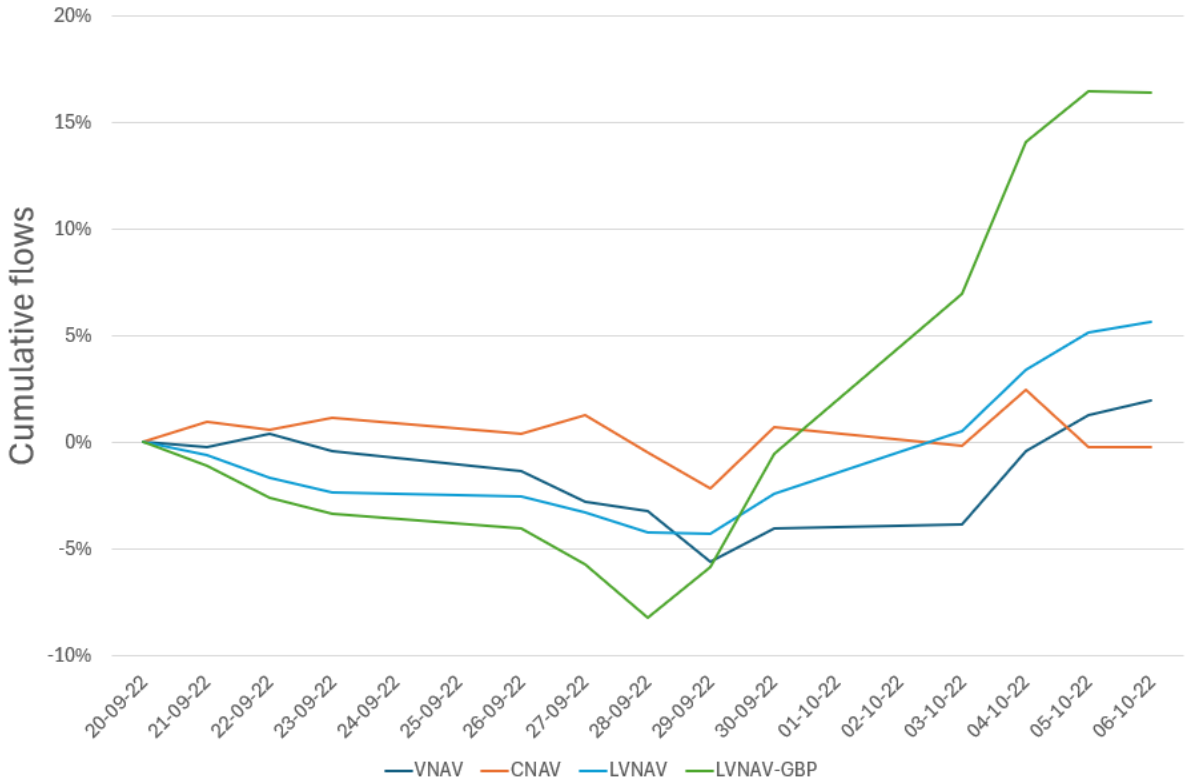
Ein Grund für diese Heterogenität sind die Anwendungsfälle der Anleger. Drei stilisierte „extreme" Beispiele veranschaulichen, wie ein und derselbe Geldmarktfonds je nach Anlegerbasis und deren Verhalten in verschiedenen Marktsituationen sehr unterschiedliche Rücknahmemuster erleben kann.

1) **Nutzung von Geldmarktfonds als Instrument für das Zahlungsmittelmanagement/„Zahlungen" (vorhersehbarer Zyklus):** Einige institutionelle Anleger nutzen VNAV-Geldmarktfonds als **transaktionsbezogene Zahlungsmittelkategorien**, z. B. werden liquide Mittel angelegt, indem Beiträge/Prämien eingezogen und dann in einem **vorhersehbaren Rhythmus** zurückgezahlt werden (z. B. um Rentenzahlungszyklen herum). In dieser Situation sind Abflüsse oft **geplant und können vorhergesagt werden**, sodass ein Liquiditätsrückgang eher eine geplante Schwankung als ein Abfluss ist. Ähnliche Beispiele sind Rentensysteme mit regelmäßigen Zuflüssen (Beiträge) und regelmäßigen Abflüssen (Leistungszahlungen), die vorhersehbare Cashflow-Muster erzeugen.
2) **Nutzung von Geldmarktfonds als Instrument für Sicherheiten-/Margenliquidität (potenziell klippenähnliches Muster):** Werden Geldmarktfonds (direkt oder indirekt) als **Sicherheitsliquiditätsreserven** für Derivate, Pensionsgeschäfte oder den Einschussbedarf im Zusammenhang mit LDI verwendet, können **Marktbewegungen und damit verbundene Nachschussforderungen** der Auslöser für die Rücknahme sein. Bei fremdfinanzierten LDI-Fonds kann der Bedarf an Sicherheiten rasch steigen, wenn die Renditen steigen (weil sie Marktwertverluste widerspiegeln), was bei vielen Marktteilnehmern gleichzeitig zu einem Wettlauf um Liquidität führt. Unter diesen Umständen können Anleger Geldmarktfondsanteile zurückgeben, um Sicherheiten einzufordern, oder sie können Geldmarktfondsbestände im Rahmen von Arbeitsabläufen des Sicherheitenmanagements nutzen, die eine **prozyklischere und stärker korrelierte Liquiditätsnachfrage** schaffen als eine „reine" Nutzung des Liquiditätsmanagements.
3) **Nutzung von Geldmarktfonds zur Bündelung der Liquidität anderer Fonds, die von demselben Geldmarktfondsverwalter verwaltet werden. Hier überblickt der Verwalter die Rücknahmeströme.**

6.2 Die LDI-Marktkrise

Ende September 2022 wurden ein starker Anstieg der Renditen von Staatsanleihen im Vereinigten Königreich und eine starke Anspannung bei den von Pensionsfonds verwendeten verbindlichkeitsorientierten Anlagestrategien beobachtet. Dies führte bei den LDI-Fonds zu hohen Marktwertverlusten, die wiederum Nachschussforderungen nach sich zogen. Diese Nachschussforderungen führten zu einer plötzlichen und erheblichen Nachfrage nach Liquidität, die auf auf GBP lautende Geldmarktfonds übergriff, obwohl Geldmarktfonds nicht die Ursache für die plötzliche extreme Liquiditätsnachfrage waren. Einige Geldmarktfonds verzeichneten rasche Abflüsse, insbesondere von institutionellen Anlegern, und reagierten mit steigenden Liquiditätspuffern und kürzeren Laufzeiten der Portfolios.

Abbildung II.2: Auswirkungen der LDI-Krise auf die Ströme von Geldmarktfonds

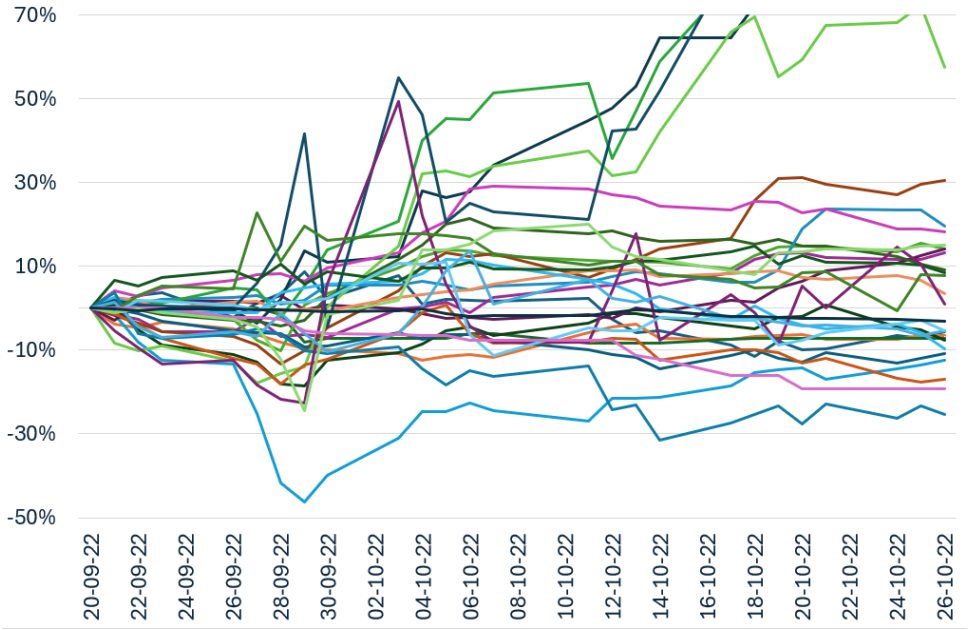


Quellen: Crane Data und zuständige nationale Behörden, Geldmarktfonds mit einem Nettoinventarwert von mehr als 100 Mio. EUR
Erläuterung: Kumulierte Nettoströme nach Art des Geldmarktfonds, ausgedrückt als Prozentsatz des NAV

Die Reaktion der Geldmarktfonds auf die plötzliche Liquiditätsnachfrage der Anleger in der LDI-Marktkrise war sogar noch stärker ausgeprägt als die Reaktion während der COVID-19-Pandemie. Während einige Geldmarktfonds Zuflüsse verzeichneten, sahen sich andere mitunter einem starken Rücknahmedruck ausgesetzt. Die LDI-Marktkrise hatte sehr unterschiedliche Auswirkungen auf LVNAV-Geldmarktfonds, die auf GBP lauten, und betraf nur eine Handvoll Fonds und nicht den gesamten Sektor.

Diese unterschiedlichen Auswirkungen spiegeln sich in der Verteilung der Abflüsse wider: Obwohl der Medianfonds einen wöchentlichen Abfluss von -9 % (kumulativ -10 %) verzeichnete, war das untere Ende der Skala stärker belastet, wobei im 10. Perzentil wöchentliche Abflüsse von -21 % verzeichnet wurden und die am stärksten betroffenen 1 % der Fonds in einer einzigen Woche fast -37 % verloren (kumulativ -42 %). Diese ausgeprägte Schieflage deutet darauf hin, dass sich die Anspannung auf Fonds konzentrierte, die von LDI-Strategien in hohem Maße als Liquiditätspuffer zur Erfüllung von Nachschuss- und Sicherheitenforderungen verwendet wurden. Im Gegensatz dazu verzeichneten auf GBP lautende LVNAV-Geldmarktfonds, die umfassenderen Liquiditätsmanagementzwecken dienten, eine stärker diversifizierte Anlegerbasis aufwiesen und weniger direkt mit der Umwandlung von Sicherheiten oder Pensionsgeschäften mit Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs verknüpft waren, im selben Zeitraum Zuflüsse.

Abbildung II.3: Entwicklung des NAV, auf GBP lautende LVNAV-Geldmarktfonds während der LDI-Marktkrise



Quellen: Crane Data und zuständige nationale Behörden.
Erläuterung: Jede Zeile stellt die kumulierten Nettoströme in Prozent des Nettoinventarwerts (y-Achse) eines auf GBP lautenden LVNAV-Geldmarktfonds mit einem Nettoinventarwert von mehr als 1 Mrd. EUR dar. Positive Werte weisen auf Nettozeichnungen hin, während negative Werte auf Nettorücknahmen hindeuten. Diese Beispiele zeigen, dass auf GBP lautende LVNAV-Geldmarktfonds während der LDI-Krise zwar erhebliche Rücknahmen verzeichneten, die Auswirkungen bei diesem Geldmarktfondstyp jedoch uneinheitlich waren.

7 ANHANG III: MARKTBELASTBARKEITSWERTE

7.1 Ermittlung von Rücknahmeschocks

Bei der Bewertung von Rücknahmeschocks wurden mehrere Modelle unter Verwendung verschiedener Datenquellen (Crane Data, zuständige nationale Behörden, Morningstar) und methodischer Ansätze getestet, wobei ein besonderer Schwerpunkt auf der Bewältigung von Problemen der Datenqualität und der Gewährleistung der Robustheit lag.

Das erste Perzentil der Rücknahmen (in % des NAV) wurde letztlich ausgewählt, da es schwere, aber plausible Stressbedingungen erfasst und gleichzeitig den Einfluss potenzieller Datenfehler oder Ausreißer begrenzt.

Dieses Perzentil wurde auf der Grundlage der durch die COVID-19-Pandemie bedingten Marktkrise ermittelt und stellt daher ein äußerst ungünstiges Szenario dar. Es sei darauf hingewiesen, dass solche Szenarien für viele Geldmarktfonds, die von einer berechenbaren Anlegerbasis profitieren, möglicherweise nicht realistisch sind. Dennoch wird dieser strenge Ansatz angesichts potenzieller Ansteckungsrisiken, insbesondere im Hinblick auf Reputationsrisiken, als angemessen erachtet.

Die Relevanz von Ansteckungseffekten kann auch vor dem Hintergrund der „Know-your-customer"-Praktiken und der Tatsache bewertet werden, dass Geldmarktfonds zu regelmäßigen aufsichtsrechtlichen Offenlegungen gegenüber ihren Anlegern verpflichtet sind. Darüber hinaus benötigen viele Anleger häufigere und detailliertere Informationen, was das Ansteckungsrisiko weiter mindern kann.

Tabelle III.1 Bandbreite der Verteilung der Rücknahmeszenarios im ersten Perzentil über alle Datenquellen hinweg [min. 1. Perzentil, max. 1. Perzentil]

	Täglich	Wöchentlich	Monatlich
VNAV	[-4 %; -8 %]	[-6 %; -19 %]	[-16 %; -45 %]
- **Standard-VNAV**	[-4 %; -8 %]	[-4 %; -21 %]	[-9 %; -45 %]
- **Kurzfristiger VNAV**	[-3 %; -10 %]	[-6 %; -15 %]	[-17 %; -26 %]
LVNAV	[-6 %; -11 %]	[-7 %; -28 %]	[-28 %; -45 %]
- **LVNAV USD**	[-9 %; -12 %]	[-16 %; -26 %]	[-30 %; -44 %]
- **LVNAV GBP**	[-8 %; -11 %]	[-16 %; -30 %]	[-26 %; -47 %]
CNAV	[-5 %; -14 %]	[-4 %; -22 %]	[-1 %; -34 %]
weltweit	[-6 %; -11 %]	[-7 %; -26 %]	[-21 %; -45 %]

Quellen: Crane Data, Morningstar, Daten der zuständigen nationalen Behörden

7.2 Ermittlung der „Marktbelastbarkeitsschwellen"

EU-Geldmarktfonds sind im Allgemeinen in der Lage, den in Abschnitt 7.1 festgestellten Rücknahmeschocks standzuhalten, was die Streuung der WLA-Werte innerhalb des Sektors widerspiegelt. Es ist jedoch nach wie vor von entscheidender Bedeutung, dass eine solide Aufsicht und wirksame Risikomanagementsysteme vorhanden sind, um sicherzustellen, dass der Liquiditätsgrad auf die spezifische Situation jedes Fonds zugeschnitten ist.

In diesem Zusammenhang werden in diesem Abschnitt die WLA-Belastbarkeitswerte ermittelt, die Geldmarktfonds bei einheitlicher Anwendung als Mindest-Referenzwerte in die Lage versetzen würden, den in Abschnitt 7.1 ermittelten Rücknahmeszenarien standzuhalten.

Es wurde die folgende Methodik angewandt:

1. In der Analyse wird das Volumen der Rücknahmen geschätzt, die Geldmarktfonds absorbieren können, bevor ihre täglichen liquiden Vermögenswerte unter den vorgeschriebenen Mindestanteil fallen. Zu diesem Zweck werden unterschiedliche WLA-Mindestwerte berücksichtigt, wobei reale Daten über die Portfoliozusammensetzung und die Amortisierung verwendet werden.

2. Zur Ermittlung der WLA-Belastbarkeitsschwellen werden die Ergebnisse mit den Rücknahmeszenarien verglichen, die auf die in Abschnitt 7.1 genannten Geldmarktfonds angewandt werden (siehe Tabelle III.1). Bei der Analyse wird die Portfolioamortisierung berücksichtigt. Es werden die folgenden konservativen Annahmen zugrunde gelegt:
    - Rücknahmen erfolgen ausschließlich über bestehende DLA und WLA, wobei abgesehen von den Vermögenswerten, die für die DLA und die WLA infrage kommen, keine Vermögenswerte verkauft werden,
    - die DLA werden über den aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen gehalten[11].

Tabelle III.2 Für die Ermittlung gewähltes Szenario:

Art des Geldmarktfonds	Täglich	Wöchentlich	Monatlich
Standard-VNAV	-8 %	-17 %	-34 %
Stabiler Nettoinventarwert	-15 %	-30 %	-47 %

Quellen: Crane Data, Morningstar, Daten der zuständigen nationalen Behörden

Diese Analyse zeigt, dass ein WLA-Belastbarkeitswert zwischen 35 % und 40 % für Geldmarktfonds mit stabilem NAV und von 20 % für VNAV-Geldmarktfonds ausreicht, um angespannten Marktbedingungen standzuhalten. Insbesondere das Halten von WLA auf oder über diesem Belastbarkeitswert (d. h. das Halten von DLA über den vorgeschriebenen Mindestanteilen) würde es EU-Geldmarktfonds ermöglichen, schweren Rücknahmeschocks, wie in Abschnitt 7.1 ermittelt, standzuhalten.

[11] Dies ist eine konservative Hypothese, da Geldmarktfonds es in der Praxis gestatten können, dass die DLA vorübergehend unter den vorgeschriebenen Mindestanteil sinken, um Rücknahmeforderungen nachzukommen, und da sie auch Vermögenswerte veräußern oder sich auf Mittelzuflüsse verlassen können.