EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 20.7.2023
COM(2023) 452 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

INHALTSVERZEICHNIS

1. EINLEITUNG 3

1.1. Hintergrund 3

1.2. Rechtsgrundlage dieses Berichts 4

1.3. Methodik und Konsultationsprozess 4

2. DIE GELDMARKTFONDSBRANCHE HEUTE 5

2.1. Wesentliche Änderungen infolge der Einführung der Geldmarktfondsverordnung 5

2.2. Die Marktstruktur heute 7

2.3. Jüngste Marktentwicklungen und gewonnene Erkenntnisse 12

3. ANGEMESSENHEIT DER GELDMARKTFONDSVERORDNUNG UNTER AUFSICHTLICHEN UND WIRTSCHAFTLICHEN GESICHTSPUNKTEN 16

3.1. Geldmarktfonds und von den EU-Mitgliedstaaten emittierte oder garantierte Schuldtitel. 16

3.2. Einheitliche Definitionen der hohen und äußerst hohen Liquidität und Kreditqualität übertragbarer Aktiva 17

3.3. Auswirkungen der Geldmarktfondsverordnung auf die Märkte für kurzfristige Finanzierungen 18

3.4. Entwicklungen bei der Regulierung auf internationaler Ebene 20

3.4.1. Verringerung des Risikos einer Anlegerflucht 21

3.4.2. Stärkung der Liquidität und Verlustabsorptionsfähigkeit von Geldmarktfonds 22

3.4.3. Sonstige Maßnahmen 24

3.5. Durchführbarkeit der Einführung einer Mindestquote von 80 % öffentlicher EU-Schuldtitel 24

4. SCHLUSSFOLGERUNGEN 26

ABKÜRZUNGEN

AIFMD	Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (Alternative Investment Fund Managers Directive)
CNAV-Geldmarktfonds	Geldmarktfonds mit konstantem Nettoinventarwert (Constant Net Asset Value MMF)
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
LVNAV-Geldmarktfonds	Geldmarktfonds mit Nettoinventarwert mit niedriger Volatilität (Low Volatility Net Asset Value MMF)
MMF	Geldmarktfonds (Money Market Fund)
Geldmarktfonds-verordnung	Verordnung (EU) 2017/1131 über Geldmarktfonds
NAV	Nettoinventarwert (Net Asset Value)
NCA	Zuständige nationale Behörde (National competent authority)
USD	US-Dollar
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
VNAV-Geldmarkt-fonds	Geldmarktfonds mit variablem Nettoinventarwert (Variable Net Asset Value MMF)
WMA	Wöchentlich fälliger Vermögenswert (Weekly Maturing Asset)

1. EINLEITUNG

1.1. Hintergrund

Die Verordnung (EU) 2017/1131 über Geldmarktfonds (im Folgenden „Geldmarktfondsverordnung“) wurde im Anschluss an die globale Finanzkrise vorgeschlagen, die weltweit Schwächen der Finanzmärkte und ihrer Regulierungssysteme offenbart hat. Seit ihrem Geltungsbeginn im Januar 2019 hat diese Verordnung zu einer erheblichen Stärkung der Regulierungsvorschriften für Geldmarktfonds in der EU geführt, womit den Empfehlungen des Finanzstabilitätsrats (FSB), der Internationalen Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions, IOSCO)[1] und des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) entsprochen wurde.

Der neue Regulierungsrahmen wurde durch die angespannte Marktlage im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie auf die Probe gestellt. Diese Spannungen wirkten sich je nach Rechtsraum unterschiedlich auf Geldmarktfonds aus, was auf die unterschiedliche Struktur der jeweiligen Geldmarktfondsmärkte (z. B. in Bezug auf die dortigen Arten von Geldmarktfonds, die Anlegerprofile und die zugrunde liegenden Anlagen) sowie die noch bestehenden Unterschiede hinsichtlich der regulatorischen Rahmenbedingungen für diese Fonds zurückzuführen war. Zur Abmilderung der Auswirkungen brachten wichtige Zentralbanken wie die Europäische Zentralbank (EZB) und das US-amerikanische Federal Reserve System verschiedene Maßnahmen auf den Weg, u. a. Direktkäufe von Commercial Papers (Geldmarktpapieren)[2] auf dem Primär- und Sekundärmarkt, die Bereitstellung von Krediten für Banken zum Kauf von Vermögenswerten von Geldmarktfonds (Federal Reserve System) und die Ausweitung der für Refinanzierungsgeschäfte zugelassenen Sicherheiten auf unbesicherte Bankanleihen (EZB). Durch diese Maßnahmen konnten die Liquidität und das Vertrauen in die Märkte für kurzfristige Schuldtitel erhöht werden, was auch dazu beitrug, die Rückgabe von Geldmarktfondsanteilen zu bremsen. Obwohl es im März 2020 und in anderen Phasen mit angespannten Marktbedingungen zu erheblichen Abflüssen aus bestimmten Arten von Geldmarktfonds kam, musste kein EU-Geldmarktfonds Rücknahmgebühren erheben, Rückgabesperren[3] verhängen oder gar Rücknahmen aussetzen.

Nach den angespannten Marktbedingungen im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie gingen die weltweiten und europäischen Aufsichtsbehörden dazu über, Vorschläge für politische Maßnahmen zu entwickeln, um die Widerstandsfähigkeit von Geldmarktfonds zu erhöhen. Insbesondere der FSB[4], der ESRB[5] und die ESMA[6] haben verschiedene Reformen

---

1 Die IOSCO führte eine vergleichende Analyse (Peer Review) der Umsetzung der Reformen in Bezug auf Geldmarktfonds in verschiedenen Rechtsordnungen durch und veröffentlichte am 20. November 2020 eine thematische Überprüfung der Kohärenz der Umsetzung von Reformen im Bereich Geldmarktfonds („Thematic Review on consistency in implementation of Money Market Funds reforms“). Darin wird bestätigt, dass die erreichten Ziele im Bereich der Regulierung in hohem Maße mit den ursprünglichen Empfehlungen übereinstimmen.

2 Commercial Paper: unbesichertes Zahlungsversprechen über einen bestimmten Betrag zu einem bestimmten Fälligkeitstermin, das in Form von Inhaberpapieren ausgegeben wird (IWF, 2003). Commercial Papers werden meist von nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ausgegeben.

3 Rücknahmegebühren sind ein Instrument des Liquiditätsmanagements und werden in der Regel in Form einer Pauschalgebühr von Anlegern erhoben, die Anteile eines Fonds (in der Regel innerhalb eines im Voraus festgelegten Zeitraums) verkaufen. Rückgabesperren dienen ebenfalls dem Liquiditätsmanagement und sollen Anleger daran hindern, einen Teil ihres Kapitals für einen bestimmten Zeitraum abzuziehen.

4 FSB, 11. Oktober 2021, „Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience“.

5 ESRB, 2. Dezember 2021, „Empfehlung zur Reform der Geldmarktfonds“.

vorgeschlagen, um sicherzustellen, dass Liquiditätsschocks in Zeiten angespannter Märkte durch Geldmarktfonds nicht noch verstärkt werden. Einer dieser Vorschläge sieht vor, für Geldmarktfonds mit Nettoinventarwert mit niedriger Volatilität (im Folgenden „LVNAV-Geldmarktfonds“) die Möglichkeit abzuschaffen, eine Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten vorzunehmen. Dadurch könnten jedoch sowohl die Wirksamkeit von Geldmarktfonds als Alternative zu Bankeinlagen für das Liquiditätsmanagement als auch die Möglichkeiten von Unternehmen für das Barmittelmanagement geschmälert werden.[7]

1.2. Rechtsgrundlage dieses Berichts

Die Grundlage für die Erstellung dieses Berichts bilden Artikel 46 Absatz 1 der Geldmarktfondsverordnung, wonach die Kommission ausgehend von einer Analyse der aktuellen Vorschriften unter aufsichtlichen und wirtschaftlichen Gesichtspunkten im Anschluss an Konsultationen mit der ESMA und, falls angezeigt, dem ESRB das Funktionieren der Geldmarktfondsverordnung bewerten muss, sowie Artikel 6 Absatz 2, in dem die Bedingungen festgelegt sind, die in diesem Bericht zu berücksichtigen sind. Darüber hinaus muss die Kommission gemäß diesem Artikel prüfen, ob die Regelungen für Geldmarktfonds mit konstantem Nettoinventarwert (im Folgenden „CNAV-Geldmarktfonds“) für öffentliche Schuldtitel und LVNAV-Geldmarktfonds zu ändern sind.

1.3. Methodik und Konsultationsprozess

Dieser Bericht basiert auf einer Reihe von Studien, die von europäischen und internationalen Einrichtungen durchgeführt wurden. Sowohl der Bericht des FSB[8] als auch die Stellungnahme der ESMA[9] beruhen unter anderem auf Rückmeldungen von Interessenträgern. Die letztgenannten Berichte sowie die Empfehlungen des ESRB[10] enthalten umfangreiche Datensätze und Nachweise von Aufsichtsbehörden. Die EZB hat eine Bewertung der Wirksamkeit des EU-Regulierungsrahmens unter dem Gesichtspunkt der Finanzstabilität veröffentlicht, in der das Verhalten von Geldmarktfonds während der COVID-19-Krise analysiert wurde.[11] Weitere Informationsgrundlagen dieses Berichts waren verschiedene wissenschaftliche Artikel.

Vom 12. April bis zum 20. Mai 2022 führte die Kommission eine Konsultation der Interessenträger durch, um deren Ansichten über das Funktionieren der Geldmarktfondsverordnung einzuholen.[12] An dieser Konsultation beteiligten sich insgesamt 48 Interessenträger. Mehr als zwei Drittel der Konsultationsteilnehmer gaben an, dass die Geldmarktfondsverordnung ihre wichtigsten Ziele in Bezug auf die Sicherstellung der Liquidität, die Erhöhung des Anlegerschutzes, die Verhinderung von Ansteckungsrisiken und

---

6 ESMA, 14. Februar 2022, „ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation“.

7 Geldmarktfonds mit stabilem Nettoinventarwert für private Schuldtitel haben einlagenähnliche Merkmale, investieren in von Banken emittierte Verbindlichkeiten und werden von nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften für das Liquiditätsmanagement genutzt.

8 FSB, 11. Oktober 2021, „Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience“.

9 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-437_finalreportMMF Regulationeview.pdf

10 https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2022/html/esrb.pr.220125~32ad91c140.en.html

11 EZB, Oktober 2022, „Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose? Lessons from the COVID-19 turmoil“, Working Paper Series, Nr. 2737.

12 https://finance.ec.europa.eu/Regulation-and-supervision/consultations/finance-2022-money-market-funds_en

die Verbesserung der Transparenz, der Aufsicht und der Finanzstabilität des Binnenmarkts wirksam erreicht hat. Nach Ansicht dieser Interessenträger hat die Geldmarktfondsverordnung – insbesondere durch ihre Vorschriften zur Kreditqualität[13] und zur Zusammensetzung von Vermögenswerten[14] – zur Integration der Kapitalmärkte beigetragen und die Widerstandsfähigkeit von Geldmarktfonds erhöht. Des Weiteren geht aus den Rückmeldungen der Interessenträger hervor, wie wichtig es ist, für kohärente Vorschriften auf EU-Ebene zu sorgen und die Aufsicht zu stärken. Darüber hinaus schätzen grenzüberschreitend tätige Anleger, dass sie aufgrund der Geldmarktfondsverordnung die Möglichkeit haben, das Barmittelmanagement weltweit sowohl aus buchhalterischer Perspektive als auch aus Sicht des Risikomanagements nach einem Standardverfahren durchzuführen.

2. DIE GELDMARKTFONDSBRANCHE HEUTE

2.1. Wesentliche Änderungen infolge der Einführung der Geldmarktfondsverordnung

Vor der Einführung der Geldmarktfondsverordnung beruhten die Tätigkeiten der meisten Geldmarktfonds in der EU auf den Vorschriften der OGAW-Richtlinie[15], deren Durchführungsrechtsakten und Leitlinien sowie den Verhaltenskodizes der Branche. In der EU sind die meisten Geldmarktfonds in Frankreich, Irland und Luxemburg ansässig. In Luxemburg und Irland hat sich eine Branche für auf Fremdwährungen lautende CNAV-Geldmarktfonds entwickelt, die sich an institutionelle Anleger außerhalb der EU richten.

Durch die Geldmarktfondsverordnung wurde ein spezielles und wesentlich weiter entwickeltes Regulierungssystem für Geldmarktfonds in der EU eingeführt. Ihr Ziel bestand insbesondere darin, die Herausforderung im Zusammenhang mit Kredit- und Liquiditätsrisiken zu bewältigen, mit denen Geldmarktfonds während der Krise des Jahres 2008 konfrontiert gewesen waren. Durch die Harmonisierung der wesentlichen Produktmerkmale, die einen Geldmarktfonds ausmachen, wurde mit diesem Rahmen zudem ein einheitliches Niveau des Anlegerschutzes geschaffen, und zwar durch Vorschriften über Liquiditäts- und Liquiditätsrisikomanagement, einschließlich Liquiditätspuffer, Vermögenswerte, in die Geldmarktfonds investieren können, Diversifizierung, Bewertung und die interne Bewertung der Kreditqualität. Ferner wurden die Transparenz gegenüber Anlegern und die Aufsicht verbessert, unter anderem durch eine umfassende Berichterstattung an die zuständigen nationalen Behörden.

Darüber hinaus enthält die Geldmarktfondsverordnung ein ausdrückliches Verbot von „externer Unterstützung“, wodurch das Risiko einer Ansteckung zwischen der Geldmarktfondsbranche und dem Rest der Finanzbranche vermieden werden soll. Gemäß dem „Know-Your-Customer“-Grundsatz sind Verwalter aller Arten von Geldmarktfonds verpflichtet, die Auswirkungen gleichzeitiger Anteilsrückgaben durch mehrere Anleger zu antizipieren. Alle Verwalter müssen zu jedem Zeitpunkt des Rechnungslegungszeitraums das tatsächliche Liquiditätsniveau auf den konkreten Barmittelbedarf ihrer Kunden abstimmen.

---

13 Artikel 19 bis 23 der Verordnung (EU) 2017/1131 (Geldmarktfondsverordnung).

14 Artikel 8 bis 18 der Verordnung (EU) 2017/1131 (Geldmarktfondsverordnung).

15 Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW).

Durch die Verordnung wurde mit dem LVNAV-Geldmarktfonds eine neue Art von Geldmarktfonds geschaffen, der CNAV-Geldmarktfonds für nicht-öffentliche Schuldtitel ersetzen soll. Ähnlich wie CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel dürfen LVNAV-Geldmarktfonds die Methode der Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten verwenden, um einen stabilen Rücknahmekurs anbieten zu können, allerdings nur, solange der Wert der Basiswerte nicht um mehr als 20 Basispunkte vom Marktwert des Nettovermögens des Fonds abweicht.[16] Beide Werte werden täglich veröffentlicht. Wenn die Abweichung mehr als 20 Basispunkte beträgt, muss der LVNAV-Geldmarktfonds von einem konstanten NAV zu einem variablen NAV wechseln.[17]

Die Einhaltung der Bestimmungen der Geldmarktfondsverordnung war mit neuen rechtlichen und operativen Kosten für Vermögensverwalter verbunden, denn diese mussten die bestehenden Fonds in das neue System überführen, die Transparenz erhöhen, ihre Verfahren für das Risikomanagement verbessern und ihre Anlagen sowie das damit verbundene Kredit- und Liquiditätsrisiko genau überwachen – all diese Maßnahmen mussten ergriffen werden, um die Einhaltung der Liquiditätsanforderungen zu gewährleisten. Auch für Drittvertreiber, Plattformen und Verwahrstellen ergaben sich Auswirkungen auf die Kosten. Anleger in Geldmarktfonds mussten mehr Zeit und Ressourcen aufbringen, um Anlagestrategien, Kontroll- und Aufsichtsverfahren gemäß dem Rahmen, Treasury-Systeme und Rechnungslegungsverfahren zu entwickeln und um sicherzustellen, dass die Prüfer im Hinblick auf Barmittel und Barmitteläquivalente mit den neuen Strukturen von Geldmarktfonds vertraut sind. Die Ergebnisse der Konsultation deuteten jedoch weder darauf hin, dass die Kosten übermäßig hoch seien, noch ließen sie ein nennenswertes Potenzial für Vereinfachungen erkennen.

In ihrer Studie zur Gewinnung marktbezogener Einblicke („Market Insights“) vom Oktober 2020 stellte die European Fund and Asset Management Association fest, dass die strengen regulatorischen Anforderungen, die durch die Geldmarktfondsverordnung eingeführt wurden, und die gestiegenen Kosten für die Einhaltung dieser Anforderungen dazu geführt haben, dass die Zahl der OGAW-Geldmarktfonds im ersten Quartal 2019 um 16 % gesunken ist. Grund hierfür war die Tatsache, dass eine Reihe von Vermögensverwaltern beschlossen hatte, ihre Geldmarktfonds, insbesondere kleine Geldmarktfonds, einzustellen oder sie in Fonds für kurzfristige Schuldverschreibung umzuwandeln. Darüber hinaus konnten bestimmte Fonds die strengeren regulatorischen Anforderungen der Geldmarktfondsverordnung nicht mehr erfüllen und galten daher nicht länger als Geldmarktfonds. Trotz der rückläufigen Zahl der Geldmarktfonds verzeichneten die europäischen Geldmarktfonds 2019 und 2020 starke Nettozuflüsse.

Tabelle 1: Wesentliche Merkmale von und Schutzmechanismen für EU-Geldmarktfonds

	Kurzfristige Geldmarktfonds	Standard-Geldmarktfonds

[16] Das Unterscheidungsmerkmal von CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel und LVNAV-Geldmarktfonds besteht darin, dass der NAV auf die zweite Dezimalstelle (und nicht auf die vierte Dezimalstelle wie bei VNAV-Geldmarktfonds) gerundet wird, was für LVNAV-Geldmarktfonds jedoch nur innerhalb des Korridors von 20 Basispunkten möglich ist. Die Rundung bedeutet, dass Anleger bei der Rückgabe von Anteilen die sehr geringen nicht realisierten Kapitalgewinne und -verluste im Portfolio nicht berücksichtigen müssen.

[17] Die Geldmarktfondsverordnung umfasst eine Reihe weiterer Portfolio- und Bewertungsvorschriften, die dem Anlegerschutz und der Stabilität des Finanzmarktes dienen.

	Stabiler Nettoinventarwert		Variabler Nettoinventarwert (VNAV)	
Bezeichnung	Geldmarktfonds mit konstantem Nettoinventarwert für öffentliche Schuldtitel (CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel)[18]	Geldmarktfonds mit Nettoinventarwert mit niedriger Volatilität (LVNAV-Geldmarktfonds)[19]	Kurzfristiger VNAV-Geldmarktfonds[20]	Standard-VNAV-Geldmarktfonds[21]
Öffentliche Schuldtitel	Mindestens 99,5 % in öffentlichen Schuldtiteln, in durch Staatsanleihen besicherten umgekehrten Pensionsgeschäften und in Barmitteln	Zulässig		
Gewichtete durchschnittliche Zinsbindungsdauer[22]	Max. 60 Tage			Max. 6 Monate
Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit[23]	Max. 120 Tage			Max. 12 Monate
Fälligkeit der Vermögenswerte	Max. 397 Tage			Max. 2 Jahre, mit Zinsanpassung nach 397 Tagen
Täglich fällige Vermögenswerte	Mind. 10 %		Mind. 7,5 %	
Wöchentlich fällige Vermögenswerte	Mind. 30 % (davon höchstens 17,5 % an öffentlichen Schuldtiteln)		Mind. 15 %	

2.2. Die Marktstruktur heute

Nach Artikel 46 Absatz 2 Buchstabe a der Geldmarktfondsverordnung ist die Kommission verpflichtet, die bei der Anwendung dieser Verordnung gewonnenen Erfahrungen und die

[18] Geldmarktfonds mit konstantem Nettoinventarwert für öffentliche Schuldtitel im Sinne des Artikels 2 Nummer 11 der Geldmarktfondsverordnung.

[19] Geldmarktfonds mit Nettoinventarwert mit niedriger Volatilität im Sinne des Artikels 2 Nummer 12 der Geldmarktfondsverordnung.

[20] VNAV-Geldmarktfonds, der als kurzfristiger Geldmarktfonds im Sinne des Artikels 2 Nummer 14 der Geldmarktfondsverordnung verwaltet wird.

[21] VNAV-Geldmarktfonds, der als Standard-Geldmarktfonds im Sinne des Artikels 2 Nummer 15 der Geldmarktfondsverordnung verwaltet wird.

[22] Im Sinne des Artikels 2 Nummer 19 der Geldmarktfondsverordnung.

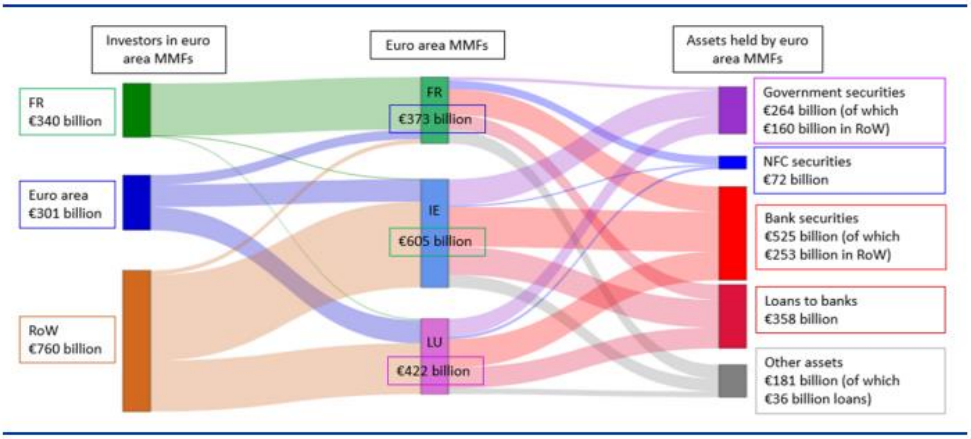
[23] Im Voraus festgelegt im Sinne des Artikels 2 Nummer 20 der Geldmarktfondsverordnung.

Auswirkungen auf Anleger, Geldmarktfonds und die Geldmarktfondsverwalter in der Union zu analysieren.

Die Geldmarktfonds des Euro-Währungsgebiets hielten Ende 2021 ein Gesamtvermögen von rund 1,5 Billionen EUR, das sich auf CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel (11 % aller verwalteten Vermögenswerte), LVNAV-Geldmarktfonds (46 %), kurzfristige VNAV-Geldmarktfonds (12 %) und Standard-VNAV-Geldmarktfonds (31 %) verteilte. Geldmarktfonds in der EU lauten hauptsächlich auf EUR (42 %), USD (31 %) und GBP (22 %) und konzentrieren sich auf einige wenige Länder, vor allem Irland, Luxemburg und Frankreich, auf die 42 %, 26 % bzw. 25 % aller von EU-Geldmarktfonds verwalteten Vermögenswerte entfallen.[24]

CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel und LVNAV-Geldmarktfonds lauten meist auf USD und GBP und sind vorwiegend in Irland und Luxemburg ansässig. Auf EUR lautende Geldmarktfonds sind vor allem als Standard-VNAV-Geldmarktfonds strukturiert und überwiegend in Frankreich ansässig (192 Fonds im Dezember 2021).

Abbildung 1: Wer investiert in Geldmarktfonds des Euro-Währungsgebiets? Und wo wiederum investieren diese Geldmarktfonds?
Quelle: EZB, Macroprudential Bulletin, April 2021.



Sources: ECB securities holdings statistics, BSI and authors' calculations.
Notes: The data are as of Q3 2020. "RoW" means "rest of the world". Loans to banks include both deposits and repos. Debt securities account for around 98% of MMFs' total holdings of securities, and more than two-thirds of those debt securities are short-term debt securities (i.e. securities with an original maturity of one year or less). Values from ECB securities and holdings statistics are rescaled to match aggregates in BSI data.

Wie aus Abbildung 2 hervorgeht, wird der Großteil der Anteile an Geldmarktfonds des Euro-Währungsgebiets von Unternehmen und institutionellen Anlegern gehalten.[25] Auf professionelle Anleger entfallen 95 % des NAV von CNAV-Geldmarktfonds und 99 % des NAV von LVNAV-Geldmarktfonds. Bei VNAV-Geldmarktfonds liegt der Anteil der Kleinanleger geringfügig höher, nämlich bei 13 % im Falle von kurzfristigen und 12 % im Falle von Standard-VNAV-Geldmarktfonds.[26]

24 Siehe auch die Berichte der ESMA und des ESRB.

25 ESMA, 8. Februar 2023, „EU MMF market 2023".

26 Dies ist größtenteils auf in Frankreich ansässige Geldmarktfonds zurückzuführen, bei denen der Anteil der Kleinanleger aufgrund von Arbeitnehmersparplänen 12 % des NAV ausmacht.

Wie aus Abbildung 3 hervorgeht, sind Finanzinstitute mit einem Anteil von 59 % des NAV die Hauptanleger in Geldmarktfonds aller Arten, während auf nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften 19 % des NAV entfallen.

Anleger aus Nicht-EU-Staaten sind in Luxemburg und Irland vorherrschend, wie in Abbildung 4 dargestellt. Auf sie entfallen mehr als 77 % des NAV der irischen Geldmarktfonds und fast 63 % des NAV der luxemburgischen Geldmarktfonds. Bei den irischen Geldmarktfonds handelt es sich dabei in erster Linie um Anleger aus dem Vereinigten Königreich (60 % der Anleger, gemessen anhand der Höhe der Anteile). Dies veranschaulicht die Bedeutung von Geldmarktfonds, die auf Nicht-EU-Währungen lauten und in diesen Mitgliedstaaten ansässig sind. Im Gegensatz dazu entfallen in Frankreich fast 76 % des NAV auf inländische Anleger.

Abbildung 2: Anteile der Kleinanleger und professionellen Anlegern in Geldmarktfonds (in % des gesamten NAV)
Quelle: ESMA, Market Report 2023.

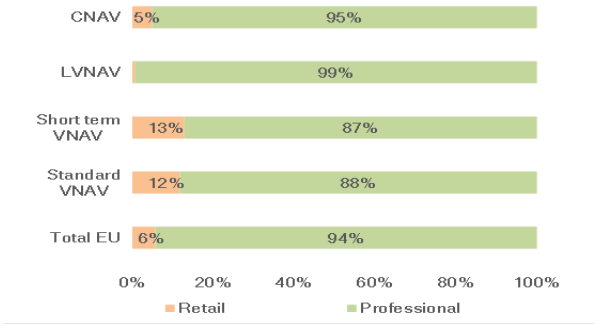


Abbildung 3: Arten von Anlegern in Geldmarktfonds nach Branche (in % des gesamten NAV)
Quelle: ESMA, Datenbank zur Geldmarktfondsverordnung.

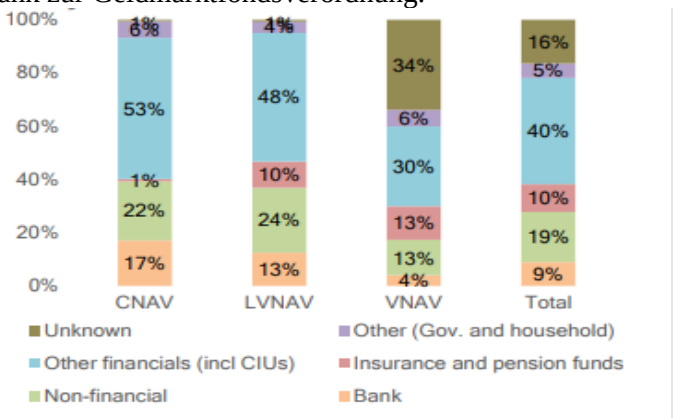
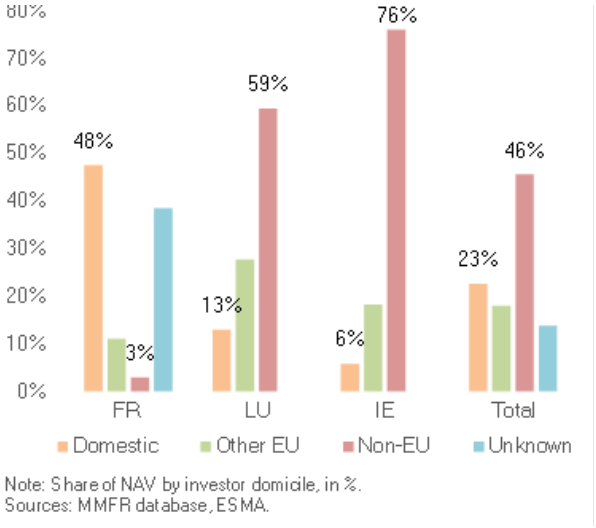


Abbildung 4: Anteil am NAV nach Ansässigkeit der Anleger (in %)
Quelle: ESMA, Datenbank zur Geldmarktfondsverordnung.



Aus Gesprächen mit Geldmarktfondsanlegern und den Antworten im Rahmen der Konsultation der Interessenträger geht hervor, dass folgende Kriterien bei der Anlageentscheidung von Anlegern am wichtigsten sind: Innertagesliquidität/tägliche Liquidität, Kapitalerhalt und Diversifizierung. Doch auch andere Merkmale von EU-Geldmarktfonds, wie die Qualität des Portfolios oder die Höhe der Rendite, werden von den Anlegern als wichtige Faktoren für ihre Anlageentscheidung genannt. Geldmarktfonds werden hauptsächlich als Instrument für das Barmittelmanagement eingesetzt.

Anteile an Geldmarktfonds gelten nach dem International Accounting Standard (IAS) 7 als „Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente“.[27] Dies gilt für CNAV- und LVNAV-Geldmarktfonds, da sie einen stabilen Wert aufweisen und innerhalb eines Tages zurückgegeben werden können. In bestimmten Rechtsordnungen unterliegen auch VNAV-Geldmarktfonds dieser Bilanzierungsmethode. Den Antworten, die im Rahmen der von der Kommission durchgeführten Konsultation gegeben wurden, ist zu entnehmen, dass für den Fall, dass Unternehmen gezwungen wären, in andere Instrumente mit anderen Merkmalen zu investieren, dies zu Unsicherheiten bezüglich der Bilanzierung dieser Produkte als „Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente“ führen und zudem die Möglichkeiten des Barmittelmanagements von Unternehmen schmälern würde, da andere Instrumente womöglich keine Innertagesliquidität bieten.

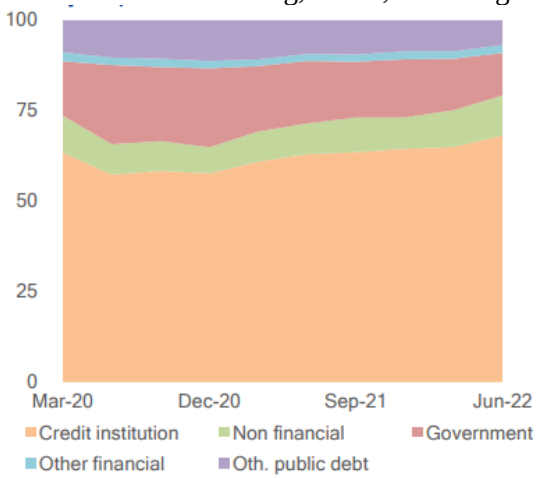
CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel müssen 99,5 % ihrer Vermögenswerte in öffentliche Schuldtitel, in durch Staatsanleihen besicherte umgekehrte Pensionsgeschäfte und in Barmittel investieren. LVNAV- und VNAV-Geldmarktfonds investieren vorwiegend in Geldmarktinstrumente (67 % ihrer gesamten Vermögenswerte); dies wird ergänzt durch Einlagen, Pensionsgeschäften und umgekehrte Pensionsgeschäften sowie sonstige kurzfristige Vermögenswerte.

Wie aus Abbildung 5 hervorgeht, bestehen die Positionen der EU-Geldmarktfonds hauptsächlich gegenüber der Finanzbranche, wozu auch Kreditinstitute zählen; deren Wertpapiere machen mehr als 60 % der gesamten von EU-Geldmarktfonds gehaltenen

[27] Verordnung (EG) Nr. 1126/2008, International Accounting Standard 7, Absatz 6: „Zahlungsmitteläquivalente sind kurzfristige hochliquide Finanzinvestitionen, die jederzeit in festgelegte Zahlungsmittelbeträge umgewandelt werden können und nur unwesentlichen Werteschwankungsrisiken unterliegen.“

Geldmarktinstrumente aus. Die Positionen gegenüber nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften halten sich in Grenzen (10 % der Geldmarktinstrumente) und werden hauptsächlich von VNAV-Geldmarktfonds gehalten.[28] Insgesamt halten die Geldmarktfonds in der EU zwischen 50 und 70 % der auf EUR lautenden Commercial Papers und marktfähigen Einlagenzertifikate der Finanzbranche (FSB, 2021).[29]

Abbildung 5: Von Geldmarktfonds gehaltene Geldmarktinstrumente stehen hauptsächlich für Positionen gegenüber der Finanzbranche (% der gehaltenen Geldmarktinstrumente)
Quelle: Datenbank zur Geldmarktfondsverordnung, Eikon, zuständige nationale Behörden, ESMA.

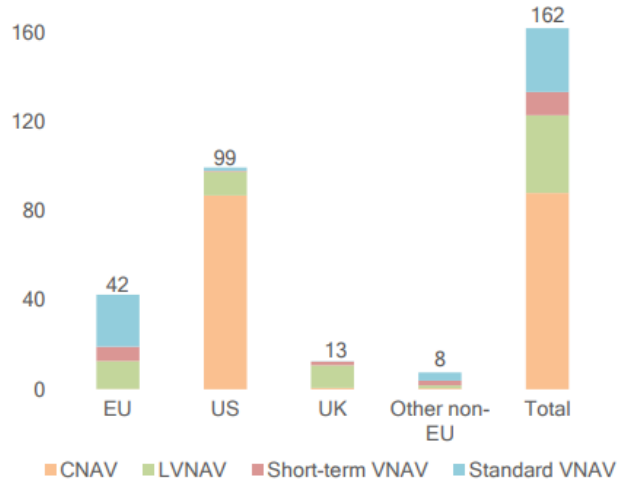


Wie aus Abbildung 6 hervorgeht, entfällt der Großteil der Positionen von EU-Geldmarktfonds in öffentlichen Schuldtiteln auf Nicht-EU-Staaten (74 % der Staatsanleihepositionen zum Jahresende 2021). Diese Positionen werden hauptsächlich von CNAV-Geldmarktfonds gehalten. Letztere haben ihre Bestände an staatlichen Schuldtiteln deutlich von 62 % ihres Gesamtvermögens im Juni 2021 auf 32 % im Juni 2022 reduziert. Gleichzeitig haben sie ihre Positionen am Markt für Pensionsgeschäfte erhöht, da sie Änderungen der Zinssätze erwarteten. Der Anteil der staatlichen Schuldtitel in den Portfolios der LVNAV-Geldmarktfonds hat sich im Laufe des Jahres 2020 deutlich erhöht, wurde aber im Laufe des Jahres 2021 und in der ersten Hälfte des Jahres 2022 wieder entsprechend der Zusammensetzung von vor der COVID-19-Pandemie angepasst. VNAV-Geldmarktfonds halten in der Regel einen geringeren Anteil an staatlichen Schuldtiteln, nämlich durchschnittlich 7 % ihrer Vermögenswerte.[30]

Abbildung 6: Positionen in staatlichen Schuldtiteln, Ende 2021, in Mrd. EUR

[28] ESMA, 8. Februar 2023, „EU MMF market 2023“.
[29] Einlagenzertifikate: „ein von einer Bank ausgestelltes Zertifikat über eine Einlage bei dieser Bank über einen bestimmten Zeitraum und zu einem bestimmten Zinssatz“ (IWF, 2003).
[30] Ebd.

Quelle: Datenbank zur Geldmarktfondsverordnung, zuständige nationale Behörden, ESMA.



2.3. Jüngste Marktentwicklungen und gewonnene Erkenntnisse

In den letzten Jahren waren mehrere Stressereignisse zu verzeichnen, durch die der Rahmen für Geldmarktfonds auf die Probe gestellt wurde. Im März 2020 führte die COVID-19-Pandemie sowohl in der Finanzbranche als auch im Nicht-Finanzsektor zu einem plötzlichen Anstieg der Nachfrage nach sicheren und liquiden Vermögenswerten. Auf einer Vielzahl unterschiedlicher Märkte kam es zu einer erheblichen Verschlechterung der Liquidität, woraufhin die Zentralbanken auf beispiellose Weise intervenierten. Die Werte der wichtigsten Börsenindizes fielen innerhalb einiger Wochen um über 30 %, und die Finanzmärkte erlebten in den ersten Monaten der Pandemie einen deutlichen Anstieg der Volatilität. Aufgrund der allgemeinen Unsicherheit investierten Anleger nur zögerlich in die Finanzmärkte, was zu enormen Bewertungsverlusten führte.

Auch Unternehmensanleihen und Geldmarktfonds gerieten erheblich unter Druck. Die Renditen von Unternehmensanleihen stiegen im Februar und März 2020 deutlich an. Geldmarktfonds mit Positionen gegenüber privaten Märkten, d. h. LVNAV-Geldmarktfonds und VNAV-Geldmarktfonds in der EU und Prime Money Market Funds (Prime MMF) in den Vereinigten Staaten[31], verzeichneten hohe Abflüsse. In der EU ansässige LVNAV-Geldmarktfonds verzeichneten im März 2020 Abflüsse in Höhe von 51,4 Mrd. EUR[32] und hatten Schwierigkeiten, ihre Commercial Papers und Einlagenzertifikate zu verkaufen, da Banken nicht bereit oder in der Lage waren, diese Papiere, einschließlich ihrer eigenen Papiere, zurückzukaufen.[33]

Besonders angespannt war die Marktlage bei auf USD lautenden LVNAV-Geldmarktfonds, wie aus Abbildung 7 und der einschlägigen Literatur hervorgeht.[34] Da sich deren wöchentlich

[31] Ein Prime MMF ist eine Art von Geldmarktfonds in den Vereinigten Staaten, der hauptsächlich in nichtstaatliche Wertpapiere investiert.

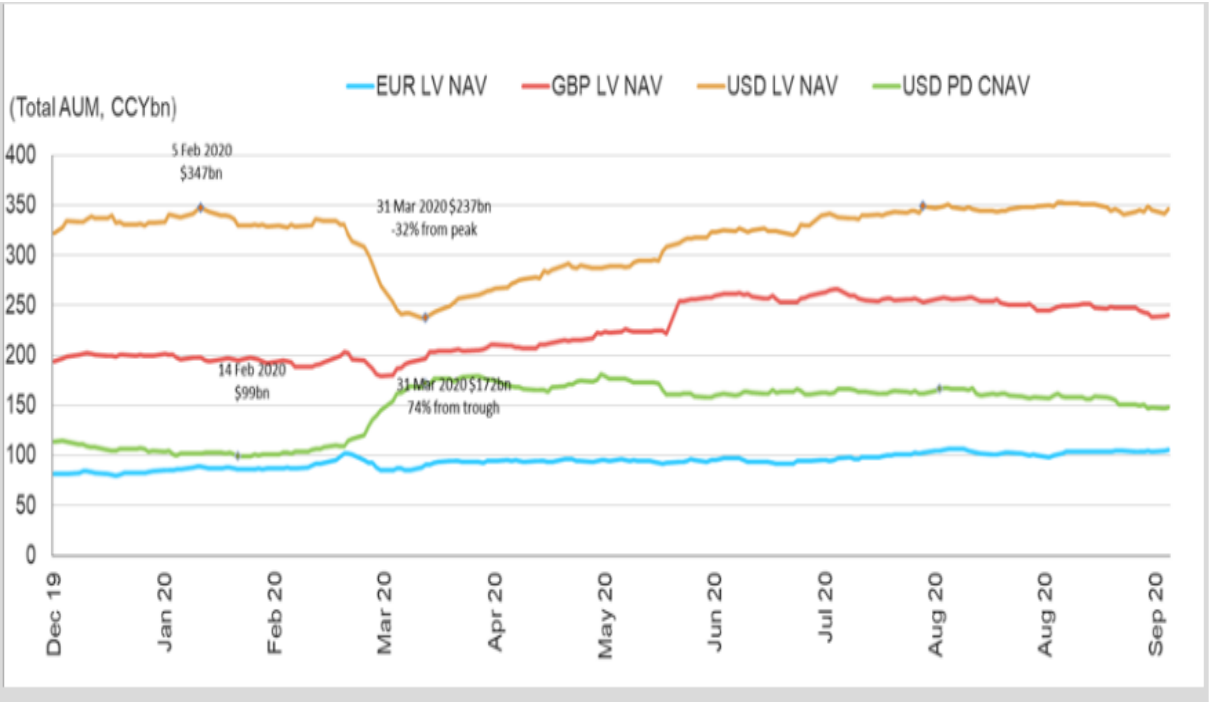
[32] ESMA, September 2021, „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities“, Nr. 2, 2021.

[33] Commercial Papers und Einlagenzertifikate werden in der Regel bis zur Fälligkeit gehalten, und selbst wenn sie eine sehr kurze Laufzeit haben, ist ihr Sekundärmarkt nicht liquide, auch nicht in normalen Zeiten. Inzwischen entfällt ein erheblicher Teil der Nachfrage nach diesen Instrumenten auf Geldmarktfonds.

[34] Dieser Aspekt wird in verschiedenen Berichten erörtert, unter anderem in den „Policy proposals to enhance money market fund resilience“ des FSB vom Oktober 2021, der „Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds (MMFs)“ des ESRB vom Juli 2021 und

fällig werdende Vermögenswerte dem regulatorischen Mindestanteil von 30 % näherten, waren einige Anleger möglicherweise besorgt darüber, dass Fondsverwalter zunehmend von den verfügbaren Instrumenten des Liquiditätsmanagements (d. h. Rückgabegebühren oder -sperren) Gebrauch machen könnten. Besonders groß waren die Bedenken hinsichtlich der Verwendung von Liquiditätsmanagementinstrumenten auf dem US-amerikanischen Markt, was dadurch erklärt werden kann, dass Anleger in der EU Gebühren im Allgemeinen eher akzeptieren als Anleger in den Vereinigten Staaten, da sie mit Gebühren im Zusammenhang mit OGAW bereits vertraut sind. Wie aus Abbildung 7 hervorgeht, führte dies zu einem Ausstrahlungseffekt auf in der EU ansässige Geldmarktfonds, und zwar in Form einer Kombination aus Rückgaben bei auf USD lautenden LVNAV-Geldmarktfonds und Zeichnungen in auf USD lautenden CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel in ähnlicher Größenordnung, was Ausdruck eines möglichen Substitutionseffekts (oder einer „Flucht in die Qualität“) war.

Abbildung 7: Entwicklung von Vermögenswerten, die von verschiedenen Arten von Geldmarktfonds im Zeitraum um den März 2020 verwaltet wurden Quelle: European Fund and Asset Management Association: Daten von Fitch Ratings, iMoneyNet.



Die Daten[35] zeigen, dass Geldmarktfonds mit einem niedrigen Anteil an wöchentlich fällig werdenden Vermögenswerten höhere Abflüsse verzeichneten als Geldmarktfonds mit einem hohen Anteil an solchen Vermögenswerten. Diese Analyse kann als Beleg dafür gewertet werden, dass institutionelle Anleger Geldmarktfondsanteile zurückgaben, um Gebühren und Sperren zu vermeiden. Darüber hinaus geht aus Untersuchungen von Avalos und Xia (2021)[36], Darpeix (2021)[37] sowie Dunne und Giuliana (2021)[38] hervor, dass die

in dem im Macroprudential Bulletin im April 2021 erschienenen Artikel der EZB mit dem Titel „How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil“.

35 ESMA, 2021, „Report on Trends Risks and Vulnerabilities“, Nr. 1, 2021.

36 Avalos, F. und Xia, D. (2021), „Investor size, liquidity and prime money market fund stress“, BIS Quarterly Review Special Feature, S. 17-29.

Liquiditätsquoten im Falle von LVNAV-Geldmarktfonds maßgebliche Beweggründe für Rückgaben waren, nicht aber im Falle von VNAV-Geldmarktfonds, was auf mögliche unerwünschte Schwellenwerteffekte schließen lässt.[39] Angesichts des Ausmaßes der durch die Pandemie ausgelösten Krise und der damit verbundenen globalen Wirtschaftslage ergriffen die wichtigsten Zentralbanken eine Reihe von Maßnahmen zur Unterstützung der Kapitalmärkte. Diese Unterstützung erfolgte durch

- Direktkäufe von auf Landeswährung lautenden Einlagenzertifikaten und Commercial Papers (EZB[40], Bank of England[41], Federal Reserve System) auf dem Primär- oder Sekundärmarkt,
- Ausweitung der zugelassenen Sicherheiten auf unbesicherte Bankanleihen (EZB)
- und Kreditfazilitäten für Banken zum Kauf von Vermögenswerten von Geldmarktfonds (Federal Reserve System).[42]

Infolge der Intervention der Zentralbanken gingen die Rücknahmeforderungen zurück und verbesserte sich die Liquidität auf den zugrunde liegenden Geldmärkten. Wenngleich das Ziel dieser Interventionen in erster Linie darin bestand, das Vertrauen in die Tiefe und Liquidität der Märkte für kurzfristige Finanzierungen wiederherzustellen, kamen sie indirekt auch den Geldmarktfonds der EU zugute.

Die Marktturbulenzen vom März 2020 haben gezeigt, dass einige Finanzmarktsegmente nicht in der Lage waren, eine erhebliche und plötzliche Erhöhung des Verkaufsdrucks aufzufangen. Dies lag vielleicht auch daran, dass das von den Händlern gebotene Maß an Liquidität geringer und weniger dazu geeignet war, auf plötzliche Nachfragesteigerungen zu reagieren, als vor der Finanzkrise im Jahr 2008. Dennoch musste kein EU-Geldmarktfonds im März 2020 Rücknahmegebühren oder Rückgabesperren einführen oder Rücknahmen aussetzen. Darüber hinaus überschritt kein LVNAV-Geldmarktfonds die in der Geldmarktfondsverordnung festgelegten Schwellen für die Umwandlung in einen VNAV-Geldmarktfonds (die Abweichung des Markt-NAV vom konstanten NAV lag bei einigen auf USD lautenden LVNAV-Geldmarktfonds nahe an dem Korridor von 20 Basispunkten). Diese Ergebnisse sind jedoch mit Vorsicht und im Kontext der von den Zentralbanken ergriffenen Maßnahmen zur Stützung der Märkte zu betrachten.

---

37 Darpeix, P.-E. und Mosson, N. (2021), „Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020“, AMF.

38 Dunne, P. und Raffaele, G. (2021), „Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?“, ESRB Working Paper Nr. 127.

39 ESMA, 14. Februar 2022, „ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation“.

40 Im März 2020 kündigte die EZB weitere Unterstützung für die Geldmärkte des Euro-Währungsgebiets an, und zwar sollte das bestehende Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors um auf EUR lautende Wertpapiere von Nichtfinanzunternehmen mit einer Restlaufzeit von nur 28 Tagen (statt wie zuvor mindestens sechs Monaten) erweitert werden. Das Programm der EZB zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors kam somit nur indirekt den auf Landeswährung lautenden Geldmarktfonds zugute, indem es dazu beitrug, das Vertrauen in die zugrunde liegenden Märkte für auf EUR lautende Wertpapiere wiederherzustellen.

41 Paolo Cavallino und Fiorella De Fiore, 5. Juni 2020, „Central banks' response to COVID-19 in advanced economies“, BIS Bulletin Nr. 21.

42 Auf USD lautende LVNAV-Geldmarktfonds in der EU kamen jedoch nicht für die Fazilitäten der EZB und die Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF) des Federal Reserve System infrage, und sie hatten zunächst Abflüsse zu verzeichnen, erholten sich aber nach den Ankündigungen der Zentralbanken rasch wieder.

Seit Februar 2022 sind die Auswirkungen des Einmarschs Russlands in der Ukraine und der damit verbundenen geopolitischen Spannungen auf den Finanzmärkten zu spüren, insbesondere bei den Rohstoffpreisen und den damit verbundenen Derivatprodukten. Da jedoch die Geldmarktfonds der EU in hochliquide Vermögenswerte mit kurzen Laufzeiten und minimalen Kreditrisiken investieren, kam es nicht zu erheblichen Verlusten oder Abflüssen. Die Geldmarktfonds haben sich auf die Situation eingestellt, indem sie ihre Beteiligungen neu ausgerichtet haben, und zwar auf Instrumente mit noch kürzeren Laufzeiten und somit einer geringeren Anfälligkeit gegenüber Zinsrisiken[43], und indem sie ihre Liquidität erhöht haben. Es gibt einige Anzeichen für indirekte Auswirkungen, nämlich durch Anleger, die andere Vermögenswerte verkaufen oder mit Nachschussforderungen konfrontiert sind und EU-Geldmarktfonds nutzen, um Liquidität zu halten oder Zugang zu Liquidität zu bekommen. Zuflüsse und Abflüsse schienen sich jedoch größtenteils die Waage zu halten, und kein EU-Geldmarktfonds musste in dieser Situation Rücknahmegebühren einführen oder Rücknahmen aussetzen.

Im September 2022 wirkte sich die angespannte Marktlage im Vereinigten Königreich auch auf diejenigen EU-Geldmarktfonds aus, die in erheblichem Umfang in britischen Vermögenswerten engagiert waren und/oder britische Anleger hatten (insbesondere irische Geldmarktfonds, bei denen rund 60 % der Anleger aus dem Vereinigten Königreich stammen). Nach den vorliegenden Erkenntnissen gab es indirekte Folgen für auf GBP lautende Geldmarktfonds, die vor allem damit zusammenhingen, dass Anleger nach gestiegenen Einschussforderungen und Zwangsverkäufen schnell Zugang zu Liquidität benötigten; dies war insbesondere bei Fonds mit verbindlichkeitsorientierter Anlagestrategie zu beobachten.[44] Bei einigen auf GBP lautenden Geldmarktfonds kam es kurz nach der Ankündigung des britischen „Mini-Haushalts“ am 23. September 2022 vermehrt zu Abflüssen (bei fünf Fonds waren kumulative Abflüsse von mehr als 10 % zu beobachten).[45]

Nach dem Eingreifen der Bank of England zur Stützung des Gilt-Marktes kehrte sich die Situation jedoch schnell um. Im Oktober 2022 verzeichneten auf GBP lautende EU-Geldmarktfonds Zuflüsse von fast 30 %. Darüber hinaus ergriffen die auf GBP lautenden EU-Geldmarktfonds in der letzten Septemberwoche 2022 Maßnahmen zur Stärkung ihrer Widerstandsfähigkeit, indem sie den Anteil an liquiden Vermögenswerten in ihren Portfolios erhöhten, woraufhin sowohl die tägliche als auch die wöchentliche Liquidität deutlich zunahm.[46]

Wenngleich ein LVNAV-Geldmarktfonds die festgelegte Obergrenze für die Abweichung des NAV beinahe überschritten hat, so scheint sich die Branche insgesamt gut gehalten zu haben und ihrer Rolle als kurzfristiger Liquiditätsspeicher gerecht geworden zu sein. Die Episode von verbindlichkeitsorientierten Anlagen verdeutlicht, wie wichtig Geldmarktfonds für institutionelle Anleger als Instrument für das Liquiditätsmanagement sind. Sie zeigt auch, wie

[43] Bei Vermögenswerten mit einer kürzeren Laufzeit fällt die Preisänderung nach einem Zinsschock geringer aus. Im Durchschnitt haben die Geldmarktfonds ihre gewichtete durchschnittliche Zinsbindungsdauer erheblich verkürzt, und zwar von zuvor fast 50 Tagen zum Ende des Jahres 2020 und im Jahr 2021 auf ein Zehn-Jahres-Tief von 19 Tagen.

[44] Diese Strategien werden insbesondere von Pensionsfonds mit Leistungszusage angewandt, die Fremdfinanzierungen nutzen, um in einem Niedrigzinsumfeld ihre Vermögenswerte und Verbindlichkeiten aufeinander abstimmen zu können.

[45] ESMA, Februar 2023, „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities“, Nr. 1, 2023.

[46] ESMA, Februar 2023, „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities“, Nr. 1, 2023.

wichtig es ist, die Widerstandsfähigkeit der Geldmarktfondsbranche gegenüber verschiedenen Arten von wirtschaftlichen Schocks zu erhalten.

Im März 2023 wurden nach den Turbulenzen im Bankensektor keine nennenswerten Auswirkungen auf EU-Geldmarktfonds beobachtet. In den Vereinigten Staaten veranlasste der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank einige Einleger dazu, die Sicherheit von Bankeinlagen, insbesondere solcher, die über der für die Einlagensicherung geltenden Schwelle liegen, infrage zu stellen. Dies führte zu einer Neuorientierung hin zu US-amerikanischen Geldmarktfonds, die höhere Renditen und mehr Flexibilität boten. Darüber hinaus sorgten die Turbulenzen im Bankensektor in den letzten Wochen des Monats März 2023 für verstärkte Zuflüsse in die Overnight-Reverse-Repo-Fazilität (ON-RRP-Fazilität) des Federal Reserve System. Nach der Übernahme der Credit Suisse durch die UBS verzeichneten EU-Geldmarktfonds ebenfalls beträchtliche Zuflüsse, unter anderem Zuflüsse in Höhe von 17,7 Mrd. EUR in auf EUR lautende Geldmarktfonds im März 2023, was als Zeichen dafür gewertet werden könnte, dass die Marktteilnehmer die Geldmarktfondsbranche der EU als widerstandsfähig erachten.

3. ANGEMESSENHEIT DER GELDMARKTFONDSVERORDNUNG UNTER AUFSICHTLICHEN UND WIRTSCHAFTLICHEN GESICHTSPUNKTEN

Im folgenden Abschnitt wird gemäß den Anforderungen von Artikel 46 Absatz 2 die Angemessenheit der Geldmarktfondsverordnung unter aufsichtlichen und wirtschaftlichen Gesichtspunkten überprüft.

Geldmarktfonds sind eine besondere Kategorie von Investmentfonds, die zum einen eng mit Unternehmen der Realwirtschaft und der Bankenbranche und zum anderen mit wesentlichen Teilen der Finanzmärkte verflochten sind. Aus wirtschaftlicher Sicht erfüllen sie zwei wichtige Funktionen, einerseits als Instrument des Liquiditäts- und Barmittelmanagements und andererseits als kurzfristiges Finanzierungsinstrument für Finanz- und Nichtfinanzunternehmen. Sie sind nicht homogen, und ihre Struktur und Risikomerkmale sind je nach Rechtsordnung unterschiedlich.[47]

3.1. Geldmarktfonds und von den EU-Mitgliedstaaten emittierte oder garantierte Schuldtitel

Nach Artikel 46 Absatz 2 Buchstaben b und c der Geldmarktfondsverordnung muss die Kommission die Bedeutung von Geldmarktfonds beim Kauf von Schuldtiteln, die von den Mitgliedstaaten emittiert oder garantiert werden, bewerten und dabei die Merkmale solcher Schuldtitel und deren Bedeutung bei der Finanzierung der Mitgliedstaaten berücksichtigen.

Aufgrund der vergleichsweise geringen Liquidität und langen Laufzeiten von Schuldtiteln, die von den EU-Mitgliedstaaten emittiert oder garantiert werden, investieren EU-Geldmarktfonds nicht in nennenswertem Umfang in derartige Wertpapiere. Stattdessen entfällt der Großteil der Positionen von EU-Geldmarktfonds in staatlichen Schuldtiteln von Nicht-EU-Staaten (119 Mrd. EUR zum Ende des Jahres 2021, 74 % der gesamten Positionen gegenüber Staaten). Insbesondere US-Staatsschuldtitel machen fast den gesamten Bestand an öffentlichen Schuldtiteln von CNAV-Geldmarktfonds aus (88 Mrd. EUR zum Ende des Jahres 2021). Was LVNAV-Geldmarktfonds betrifft, so entfielen Ende 2021 36 % ihrer

[47] FSB, 11. Oktober 2021, „Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience“.

Positionen in staatlichen Schuldtiteln auf EU-Titel, während britische und US-amerikanische Titel rund 60 % ausmachten. Im Gegensatz zu anderen Arten von Geldmarktfonds umfassen die Bestände an staatlichen Schuldtiteln von VNAV-Geldmarktfonds mehrheitlich EU-Instrumente; diese machten Ende 2021 mehr als 75 % der Positionen dieser Fonds in staatlichen Schuldtiteln aus.[48] Dennoch ist der Anteil der staatlichen Schuldtitel bei VNAV-Geldmarktfonds (mit nur ca. 7 % der Vermögenswerte) im Vergleich zu anderen Arten von Geldmarktfonds in der Regel geringer.

Gemäß der Geldmarktfondsverordnung können staatliche Schuldtitel mit einer längeren Restlaufzeit[49] weiterhin mit bis zu 17,5 Prozentpunkten zu den für LVNAV-Geldmarktfonds oder CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel erforderlichen 30 % an wöchentlich fälligen Vermögenswerten gezählt werden. Die Teilnehmer an der Konsultation weisen darauf hin, dass die Obergrenze von 17,5 % nicht mit den Modalitäten vereinbar sei, nach denen staatliche Schuldtitel in anderen Rechtsrahmen behandelt würden (Abschnitt 3.2). Nach der Geldmarktfondsverordnung dürfen Geldmarktfonds jedoch bis zu 100 % ihrer Vermögenswerte in staatliche Schuldtitel investieren, und die Beschränkungen beziehen sich ausschließlich auf die Liquiditätspuffer von LVNAV-Geldmarktfonds und CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel, da diese Vermögenswerte im Vergleich zu wöchentlich fälligen Vermögenswerten eine längere Laufzeit und größere Volatilität aufweisen. Die Konsultationsteilnehmer weisen ferner darauf hin, dass viele Anleger auf CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel zurückgriffen, weil sie nicht bereit oder in der Lage seien, in Kreditportfolios zu investieren. Grund hierfür seien in der Regel die besonderen Anforderungen in Bezug auf Sicherheiten und Kapital sowie die speziellen regulatorischen Anforderungen, beispielsweise die Anforderung, dass Barmittelpositionen nur mit staatlichen Schuldtiteln besichert werden dürfen, oder regulatorische Anforderungen etwa im Zusammenhang mit hochwertigen liquiden Vermögenswerten. Andere Anleger geben zu bedenken, dass Anlagen in CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel zwar zu Diversifizierungszwecken getätigt würden, die Größe dieser Märkte aber nicht ausreiche, um den Erfordernissen einiger Anleger in Bezug auf das Barmittelmanagement gerecht zu werden.

3.2. Einheitliche Definitionen der hohen und äußerst hohen Liquidität und Kreditqualität übertragbarer Aktiva

Nach Artikel 46 Absatz 2 Buchstabe d der Geldmarktfondsverordnung ist die Kommission verpflichtet, dem Bericht gemäß Artikel 509 Absatz 3 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 Rechnung zu tragen.

In Artikel 509 Absatz 3 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 wurde die EBA damit beauftragt, der Kommission Bericht über geeignete einheitliche Definitionen der hohen und äußerst hohen Liquidität und Kreditqualität übertragbarer Aktiva zu erstatten. Banken investieren in diese Vermögenswerte, um die aufsichtsrechtlichen Liquiditätsanforderungen gemäß den vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht festgelegten Vorschriften zu erfüllen.

[48] ESMA, 8. Februar 2023, „EU MMF market 2023“.

[49] Solange sie hochliquide sind und innerhalb eines Arbeitstags zurückgegeben und abgewickelt werden können, können derartige Vermögenswerte zu den wöchentlich fälligen Vermögenswerten mit einer Restlaufzeit von bis zu 190 Tagen gezählt werden.

Die EBA veröffentlichte diesen Bericht am 20. Dezember 2013[50] und empfahl, die darin enthaltenen empirischen Schlussfolgerungen durch ein qualitatives/fachliches Urteil zu ergänzen, das sich ebenfalls auf aufsichtliche Empfehlungen stützt. Auf der Grundlage einer empirischen Analyse eines breiten Spektrums von in der EU gehandelten finanziellen Vermögenswerten nahm die EBA eine Unterscheidung zwischen Vermögenswerten mit hoher Liquidität und Qualität und Vermögenswerten mit äußerst hoher Liquidität und Qualität vor. Im Einklang mit internationalen Standards empfahl die EBA, alle von Staaten und Zentralbanken des Europäischen Wirtschaftsraums in der jeweiligen Landeswährung emittierten oder garantierten Anleihen sowie die von supranationalen Institutionen emittierten oder garantierten Anleihen als übertragbare Aktiva mit äußerst hoher Liquidität und Kreditqualität zu betrachten.

Das Liquiditätsrisikomanagement für Vermögensverwalter umfasst eine Reihe von Schutzmechanismen: gestaffelte Laufzeiten insbesondere für weniger liquide Vermögenswerte, tägliche und wöchentliche Liquiditätsbänder in Abhängigkeit der Laufzeit der im Portfolio enthaltenen Vermögenswerte, Vorschriften bezüglich der Kreditqualität der Vermögenswerte, Kenntnis der Geldmarktfonds-Anlegerbasis und Vorschriften hinsichtlich des Verhaltens und der Liquidität der Vermögenswerte und deren Korrelation. Seit 2017 wird der Stärkung des Liquiditätsrisikomanagements erhöhte Aufmerksamkeit gewidmet, u. a. durch Arbeiten in Bezug auf Stresstests für Geldmarktfonds, Transparenz und Aufsicht, die Definition von liquiden Vermögenswerten und die Zulässigkeit von Vermögenswerten im Hinblick auf Liquiditätsanforderungen.

Nach den EU-Vorschriften für die Vermögensverwaltung kann die Liquidität eines Vermögenswerts nicht automatisch vorausgesetzt werden, sondern muss ein geeigneter Liquiditätstest durchgeführt werden. Zu diesem Zweck müssen Vermögensverwalter ein angemessenes Risikomanagementverfahren einrichten, das systematisch überprüft und an ihre Anlagestrategien sowie die Art der Anleger angepasst wird („Know-Your-Customer"-Grundsatz). Die Liquidität und die Kreditqualität werden von Fall zu Fall auf der Ebene der Finanzinstrumente und des Gesamtportfolios gemessen.

Während also einige Vermögenswerte nach dem EU-Bankenrahmen als Aktiva mit hoher oder äußerst hoher Liquidität gelten können, ist dies bei Geldmarktfonds nicht automatisch der Fall, und es ist eine Einzelfallanalyse erforderlich, um die Liquidität und Kreditqualität der Vermögenswerte eines Fonds zu bestimmen.

3.3. Auswirkungen der Geldmarktfondsverordnung auf die Märkte für kurzfristige Finanzierungen

Nach Artikel 46 Absatz 2 Buchstabe e der Geldmarktfondsverordnung muss die Kommission die Auswirkungen der Verordnung auf die Märkte für kurzfristige Finanzierungen berücksichtigen.

Geldmarktfonds sind Teil eines umfangreicheren Ökosystems für kurzfristige Finanzierungen. Im Zuge der Turbulenzen im März 2020 sind bestimmte strukturelle Schwachstellen, Datenlücken und Unsicherheiten bezüglich des Regelungsumfelds auf den europäischen Märkten für kurzfristige Finanzierungen zutage getreten. Diese liegen zwar nicht im

[50] Workstream 5 (WS 5), Report on the LCR pursuant to Art 481 (1) CRR (europa.eu).

Geltungsbereich der Geldmarktfondsverordnung, sind aber für das reibungslose Funktionieren von Geldmarktfonds in der EU weiterhin wichtig.

Der Markt für kurzfristige Finanzierungen ist ein außerbörslicher Markt, auf dem Händler eine Vermittlerrolle übernehmen. Es gibt Anhaltspunkte dafür, dass dieser Markt für kurzfristige Finanzierungen fragmentiert und undurchsichtig ist.[51] Die einschlägigen Informationen sind auf mehrere Handelsplätze verteilt, von denen keiner in der Lage ist, ein umfassendes Bild des Marktes zu vermitteln, unter anderem da die Berichterstattung unvollständig, der Handlungsspielraum unklar und die Terminologie nicht einheitlich ist.

Die Studie zeigt auch, dass die Aktivitäten auf dem Sekundärmarkt (Gebote, Angebote, Preise, Volumina usw.) nahezu vollständig undurchsichtig sind. Dies erschwert die Preisfindung, führt zu Ineffizienzen auf diesen Märkten und macht es für Geldmarktfonds schwierig, Risiken in Stresssituationen angemessen zu überwachen. Zudem wird eine exakte Beurteilung der strukturellen Marktliquidität durch die Regulierungsbehörden verhindert. Mehr Transparenz könnte dazu beitragen, die Märkte für kurzfristige Finanzierungen dynamischer und widerstandsfähiger zu machen und damit auch das mit Geldmarktfonds verbundene Risiko in schweren Stresssituationen zu verringern.

Die meisten Konsultationsteilnehmer, einschließlich der befragten Akteure der Finanzbranche und der Aufsichtsbehörden, wiesen auf die Notwendigkeit hin, die Transparenz zu erhöhen und die Preisfindung auf den Märkten für kurzfristige Wertpapiere zu erleichtern, indem umfangreichere Angaben zur Art der gehandelten Wertpapiere und zu den ausstehenden Beträgen verlangt werden.

Außerdem besteht angesichts der geringeren Liquidität und der Undurchsichtigkeit dieses Marktes die Gefahr, dass sich eine angespannte Marktlage im Zuge einer sogenannten Ansteckungsdynamik auf andere Geldmarktfonds überträgt. Um Rücknahmeforderungen erfüllen zu können, müssen Geldmarktfonds in ausreichend liquide Vermögenswerte investieren. Zu diesen liquiden Instrumenten zählen umgekehrte Pensionsgeschäfte (häufig Übernachtgeschäfte), Schatzwechsel und Bankeinlagen. Andere Instrumente (wie Einlagenzertifikate und Commercial Papers) können nicht immer schnell veräußert werden (da sie in der Regel bis zur Fälligkeit gehalten werden und die Sekundärmärkte nicht tief genug sind, wodurch sich die Auswirkungen auf den Preis im Falle eines Verkaufs verstärken), haben aber eine sehr kurze Laufzeit. Käme es zu einer Anlegerflucht, würden Geldmarktfonds zunächst die Erlöse aus fällig werdenden Vermögenswerten verwenden oder ihre umgekehrten Pensionsgeschäfte einstellen, um Rücknahmeforderungen zu erfüllen. Würde diese Flucht anhalten, würden Geldmarktfonds ihre liquiden Vermögenswerte veräußern, ohne weitere Investitionen in kurzfristige Instrumente zu tätigen, was zu einem plötzlichen Versiegen der Finanzierungsquellen für Unternehmen führen würde.

Im Grunde ließe sich diese Ansteckungsdynamik vermeiden, wenn Geldmarktfonds ihre Barmittel in Instrumente investieren könnten, bei denen ein rascher Abzug keine Ansteckungseffekte auf die Märkte hätte. Ein Instrument, das diese Anforderung erfüllt, wäre eine Einlage bei der Zentralbank selbst. Ein konkretes Beispiel hierfür findet sich in den Vereinigten Staaten, wo Geldmarktfonds ihre überschüssigen Barmittel in der Overnight-

[51] Darpeix, P., März 2022, „The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know“, Autorité des marchés financiers, Risk and Trend Mappings.

Reverse-Repo-Fazilität (ON-RRP-Fazilität) des Federal Reserve System parken können. Diese Fazilität verhindert nicht nur eine Ansteckungsdynamik bei Liquiditätsengpässen, sondern verschafft der US-amerikanischen Geldmarktfondsbranche zudem einen Vorteil gegenüber den Geldmarktfonds in der EU, und zwar in Form von Flexibilität bei der Steuerung von Liquiditätszuflüssen.[52] Dies wurde bei der durch den Zusammenbruch der Silicon Valley Bank ausgelösten Bankenkrise deutlich, die einen Anstieg der Zuflüsse in US-Geldmarktfonds zur Folge hatte, was in den letzten Wochen des Monats März 2023 zu einer verstärkten Nutzung der Fazilität des Federal Reserve System führte. Zum März 2023 hielten Geldmarktfonds und andere zulässige Marktteilnehmer mehr als 2,3 Billionen USD in dieser Fazilität.[53]

3.4. Entwicklungen bei der Regulierung auf internationaler Ebene

Nach Artikel 46 Absatz 2 Buchstabe f der Geldmarktfondsverordnung muss die Kommission den Entwicklungen bei der Regulierung auf internationaler Ebene Rechnung tragen.

Die Ereignisse im Zusammenhang mit der Pandemie waren wichtige Impulsgeber für eine weitere Stärkung des Regulierungsrahmens für Geldmarktfonds. In der Folge legten die ESMA, der ESRB und der FSB mehrere Vorschläge vor, um den Regulierungsrahmen für Geldmarktfonds zu reformieren, systemische Risiken zu begrenzen und sicherzustellen, dass die Geldmarktfondsbranche einer möglichen angespannten Liquiditäts- oder Marktlage in Zukunft standhalten kann. Die von den verschiedenen Behörden und Institutionen vorgeschlagenen politischen Optionen lassen sich wie folgt einteilen: 1) Verringerung des Risikos einer Anlegerflucht (insbesondere durch Abschaffung der einlagenähnlichen Merkmale bestimmter Geldmarktfonds), 2) Stärkung der Liquidität und Verlustabsorptionsfähigkeit von Geldmarktfonds und 3) Maßnahmen zur Vorbereitung auf künftige Krisen. Diese Vorschläge sind in Tabelle 2 aufgeführt und werden im Folgenden näher erläutert.

Tabelle 2 - Wichtigste Politikvorschläge

Politische Ziele	Politikvorschläge	1) ESMA	2) ESRB	3) FSB
Verringerung des Risikos einer Anlegerflucht	Abschaffung der Möglichkeit der Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten für LVNAV-Geldmarktfonds	Ja	Ja	Ja
	Entkopplung der Aktivierung von Liquiditätsmanagementinstrumenten von regulatorischen Schwellenwerten für LVNAV- und CNAV-Geldmarktfonds	Ja	Ja	Ja
	Auferlegung der Kosten für Rücknahmen auf die zurückgebenden Anleger		Ja	Ja
Stärkung der Liquidität und Verlustabsorptionsfähigkeit von Geldmarktfonds	Vorschriften zum Einsatz von Liquiditätsmanagementinstrumenten	Ja	Ja	Ja
	Änderungen der täglichen und wöchentlichen Liquiditätsquote	Ja	Ja	
	Einführung einer verpflichtenden Mindestquote von Investitionen in	Freiwillige Beteiligung	Ja	

[52] Die Entscheidung über die Einführung einer solchen Liquiditätsfazilität für Geldmarktfonds liegt jedoch außerhalb der Zuständigkeit der Europäischen Kommission und fällt in den Aufgabenbereich der EZB.

[53] Reverse Repo Operations - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK (newyorkfed.org)

	öffentliche Schuldtitel			
	Erleichterung der Nutzbarkeit der Liquiditätsbestände in Stresssituationen	Ja	Ja	
	Einführung einer „Minimum Balance at Risk“			Ja
	Kapitalpuffer			Ja
Sonstige Maßnahmen	Verbesserung des Rahmens für Stresstests	Ja	Ja	
	Externe Unterstützung (Aufnahme einer ESMA-Erklärung in das Gesetz)	Ja		
	Vorschriften für die Offenlegung der Ratings von Geldmarktfonds	Ja		
	Erweiterte Berichtsanforderungen	Ja	Ja	

- ESMA opinion to reform MMF Regulation, 14. Februar 2022.
- Empfehlung des ESRB zur Reform der Geldmarktfonds, 25. Januar 2022
- Empfehlungen des FSB an die G20 zu Reformen von Geldmarktfonds, 11. Oktober 2021 (Policy proposals to enhance money market fund resilience).
- Entwürfe der Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde (Securities and Exchange Commission, SEC) der USA für Änderungen der Vorschriften über Geldmarktfonds, 15. Dezember 2021 (MMF Reforms), zur öffentlichen Konsultation vorgelegt.
- Gemeinsames Diskussionspapier der Finanzaufsichtsbehörde des Vereinigten Königreichs (Financial Conduct Authority, FCA) und der Bank of England zu Geldmarktfonds (Resilience of Money Market Funds), Mai 2022, zur Konsultation bis zum 23. Juli 2022 vorgelegt.

(*) Vorschlag zur Einführung eines verpflichtenden Mindestbestands an hochliquiden Vermögenswerten, einschließlich öffentlicher Schuldtitel, und eines Höchstbestands an Vermögenswerten mit geringerer Liquidität bei angespannter Marktlage (z. B. 40 % Einlagenzertifikate und Commercial Paper des privaten Sektors).
(**) Die Bank of England und die Financial Conduct Authority ziehen in Erwägung, eine Konsultation über die Abschaffung des stabilen NAV bei LVNAV-Geldmarktfonds durchzuführen. Für LVNAV-Geldmarktfonds würden somit ähnliche Regeln gelten wie für kurzfristige VNAV-Geldmarktfonds. Zudem erwägen sie, die Größe des Marktes für CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel zu begrenzen.

3.4.1. Verringerung des Risikos einer Anlegerflucht

Internationale Organisationen und Aufsichtsorgane wie der ESRB und die ESMA haben empfohlen, dem Beispiel der Vereinigten Staaten zu folgen und LVNAV-Geldmarktfonds in Fonds mit variablem NAV umzuwandeln.[54] Das Ziel einer solchen Änderung bestünde darin, das Risiko einer durch Schwellwerteffekte verursachten Anlegerflucht zu verringern, indem die Möglichkeiten für Anleger eingeschränkt würden, Anteile aus Geldmarktfonds zu konstanten Preisen zurückzugeben, die in Zeiten angespannter Marktlage nicht zwangsläufig die aktuellen Marktbewertungen der zugrunde liegenden Vermögenswerte widerspiegeln. Vor diesem Hintergrund wird vorgeschlagen, die Anwendung der Methode der Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten und die damit verbundene Rundung auf die zweite Dezimalstelle zu untersagen, die es LVNAV-Geldmarktfonds ermöglicht, einen stabilen Rücknahmekurs zu bieten.

Diese politische Option würde jedoch eine radikale Umstellung für den Geldmarktfondsmarkt in der EU und insbesondere das Verschwinden des Marktes für LVNAV-Geldmarktfonds bedeuten. Durch die Umstellung von einem stabilen auf einen variablen NAV würden die

[54] Die US-Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde SEC ist diesen Schritt bereits im Jahr 2016 gegangen. Durch die von der SEC angestoßene Reform mussten alle institutionellen Prime Money Market Funds (d. h. nichtstaatliche Geldmarktfonds, die von institutionellen Anlegern genutzt werden) in Fonds mit einem variablen NAV umgewandelt werden. Die Reform hatte zur Folge, dass das in diese US-Geldmarktfonds investierte Vermögen in den Jahren vor der Umsetzung dieser Reformen erheblich schrumpfte, was den staatlichen Geldmarktfonds der Vereinigten Staaten (die einen stabilen NAV aufweisen) zugutekam.

einlagenähnlichen Merkmale dieser Produkte wegfallen, die nach Angaben von Anlegern einer der Hauptgründe für die Nutzung dieser Geldmarktfonds sind. Die Mehrheit der Teilnehmer an der Konsultation äußerte sich eher kritisch zur Abschaffung von LVNAV-Geldmarktfonds. Die meisten Befragten sahen hierbei die Gefahr, dass einige Anleger dem Geldmarktfondsmarkt den Rücken kehren könnten. Die begrenzte Verfügbarkeit wirtschaftlich tragfähiger Alternativen und Ersatzprodukte für LVNAV-Geldmarktfonds könnte dazu führen, dass sich die Anleger weniger regulierten Produkten zuwenden.

Alternativ könnten Anleger, die derzeit in LVNAV-Geldmarktfonds investieren, in CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel (aktuell 11 % des Marktes), in Geldmarktfonds mit variablem NAV (insbesondere kurzfristige VNAV-Geldmarktfonds) oder direkt auf dem Markt für kurzfristige Finanzierungen investieren. Die Antworten auf die Konsultation der Interessenträger lassen jedoch darauf schließen, dass das Segment der CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel zu klein ist, um den Erfordernissen der Anleger in Bezug auf das Barmittelmanagement gerecht zu werden, und dass es nicht deren Liquiditätsanforderungen entspricht. Darüber hinaus weisen die Befragten darauf hin, dass die Abschaffung von LVNAV-Geldmarktfonds zu einem verstärkten Wettbewerb um staatliche Vermögenswerte führen würde, die von Banken als hochwertige liquide Vermögenswerte und von vielen anderen Anlegern für Zwecke des Liquiditätsmanagements genutzt werden.

Einige Befragte sind der Ansicht, dass kurzfristige VNAV-Geldmarktfonds eine Alternative darstellen könnten, verweisen aber auf Unsicherheiten bezüglich der Bilanzierung dieser Produkte als „Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente“ in verschiedenen Rechtsordnungen. Darüber hinaus hätten derartige Änderungen auch steuerliche Auswirkungen. Die meisten Konsultationsteilnehmer geben an, dass sie Bankeinlagen als alternative Instrumente nutzen würden, falls LVNAV-Geldmarktfonds nicht mehr zur Verfügung stünden, wenngleich Bankeinlagen mit einem Anstieg des Gegenparteiausfallrisikos und im Vergleich zu den diversifizierten Portfolios von Geldmarktfonds mit einer deutlich geringeren Risikodiversifizierung verbunden wären.

Insgesamt schätzten die Konsultationsteilnehmer die Vorteile und insbesondere die Einfachheit der Nutzung von LVNAV-Geldmarktfonds für die Anleger, die darauf zurückzuführen ist, dass der Anteilspreis innerhalb des Korridors von 20 Basispunkten gerundet werden kann. Für den Fall, dass LVNAV-Geldmarktfonds nicht mehr zur Verfügung stünden, befürchteten die Befragten, dass es an alternativen Anlage- und Risikodiversifizierungsmöglichkeiten mangeln könnte. Auch die Widerstandsfähigkeit der LVNAV-Geldmarktfonds während der Turbulenzen im März 2020 sollte berücksichtigt werden, da kein LVNAV-Geldmarktfonds in diesem Zeitraum Liquiditätsmanagementinstrumente aktiviert hat oder in einen VNAV-Geldmarktfonds umgewandelt wurde.

3.4.2. Stärkung der Liquidität und Verlustabsorptionsfähigkeit von Geldmarktfonds

Aufsichts- und Kontrollorgane haben eine Reihe von politischen Optionen vorgeschlagen, die darauf abzielen, die Fähigkeit von Geldmarktfonds, hohe Rücknahmeforderungen zu bewältigen, das öffentliche Interesse zu schützen und die Finanzstabilität zu wahren, weiter zu stärken.

Obwohl gemäß der Geldmarktfondsverordnung kein automatischer Zusammenhang zwischen dem Einsatz von Instrumenten des Liquiditätsmanagements und dem Liquiditätsniveau

besteht, kann ein Verstoß gegen das Erfordernis, einen Mindestanteil von 30 % an wöchentlich fälligen Vermögenswerten zu halten, potenziell zur Einführung von Rückgabegebühren oder -sperren führen. Dies hat Fondsverwalter im März 2020 offenbar davon abgehalten, ihre Bestände an wöchentlich fälligen Vermögenswerten zur Finanzierung der gestiegenen Rücknahmeforderungen zu verwenden, da sie befürchteten, dass ein Verstoß gegen das Erfordernis eines Mindestanteils an wöchentlich fälligen Vermögenswerten zu weiteren Rücknahmeforderungen führen würde, da die Anleger mit dem Einsatz von Liquiditätsmanagementinstrumenten rechnen könnten. Würde der mögliche Einsatz von Liquiditätsmanagementinstrumenten vollständig von Verstößen gegen das Erfordernis von Mindestliquiditätsbeständen entkoppelt, wären Fondsverwalter somit womöglich besser in der Lage, bei angespannter Marktlage gestiegene Rücknahmeforderungen zu finanzieren. Dieser Vorschlag findet bislang den größten Anklang bei den Interessenträgern.

Der Vorschlag, die bestehenden Obergrenzen für zulässige öffentliche Schuldtitel im Rahmen von Liquiditätsbändern zu lockern, erhält große Unterstützung vonseiten der EZB, die Anlagen in diese Vermögenswerte verbindlich vorschreiben möchte. In Bezug auf den verbindlichen Charakter und die Höhe der Anlagen in derartige Vermögenswerte gehen die Meinungen der Interessenträger auseinander. Dies hängt mit den unterschiedlichen Auswirkungen solcher Anlagen auf die Rentabilität von Geldmarktfonds und die Verfügbarkeit von zulässigen öffentlichen Schuldtiteln zusammen. Die Interessenvertreter äußern ferner Bedenken hinsichtlich einer Verlagerung des Liquiditätsrisikos auf den Markt für staatliche Schuldtitel. Obwohl öffentliche Schuldtitel ein wichtiges Instrument für das Liquiditätsmanagement von Geldmarktfonds sein können, hat die jüngste Krise im Vereinigten Königreich gezeigt, dass sie nicht immun gegen Preisschwankungen sind. Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass eine Anhebung der bestehenden Obergrenzen für zulässige öffentliche Schuldtitel dazu führen würde, dass sich die Anlagen von Geldmarktfonds zu sehr auf diese Wertpapiere konzentrieren, wobei jedoch die Diversifizierung von Anlagen in verschiedene Anlageklassen ein wichtiger Schutzmechanismus ist.

Generell sind die Vorschläge zur Erhöhung der Mindestbestände an liquiden Vermögenswerten, wenngleich nicht inhaltlich umstritten, schwierig umzusetzen und womöglich mit unbeabsichtigten Folgen verbunden. Denn obwohl die Vorschriften über die Liquiditätsdeckungsquote eine Definition von hochwertigen liquiden Vermögenswerten umfassen, erweist sich die Definition von liquiden Vermögenswerten im Sektor der Vermögensverwaltung als schwierig (so können beispielsweise auch Staatsanleihen unter einer angespannten Marktlage leiden). Darüber hinaus steuern die Verwalter von Geldmarktfonds die Liquidität anhand eines ganzheitlichen Ansatzes, der gestaffelte Laufzeiten sowie den Einsatz umgekehrter Pensionsgeschäfte umfasst und bei dem die Merkmale der Anlegerbasis (einschließlich der Anlegerkonzentration) berücksichtigt werden. Darüber hinaus wären Vermögensverwalter im Falle der Einführung zusätzlicher starrer Schwellen weniger flexibel bei der Umsetzung ihrer Strategien für das Liquiditätsrisikomanagement, einschließlich Stresstests, was unbeabsichtigte Folgen haben könnte.

Je nach Bedeutung und Funktion der jeweiligen Geldmarktfonds sind die Interessenträger geteilter Meinung über die tatsächlichen Auswirkungen der Empfehlungen des FSB und des ESRB, den Fondsverwaltern die Möglichkeit zu geben, die Kosten für Rücknahmen (durch die Einführung verschiedener Arten von preisbasierten Liquiditätsmanagementinstrumenten, auch bekannt als Swing Pricing) auf die Anleger abzuwälzen, wie dies von der SEC bereits umgesetzt wurde. Entsprechend den Empfehlungen des FSB und des ESRB zielt der

Vorschlag zur Überarbeitung der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds und der OGAW-Richtlinie darauf ab, die Palette der Liquiditätsmanagementinstrumente für Fonds in der EU zu erweitern und die Art und Weise ihres Einsatzes zu harmonisieren. EU-Geldmarktfonds würde die Überarbeitung dieser beiden Richtlinien insofern zugutekommen, als Vermögensverwalter die Möglichkeit hätten, aus einer speziellen Liste die am besten geeigneten Instrumente für das Liquiditätsmanagement auszuwählen.

Der FSB hat Vorschläge zur Erhöhung der Verlustabsorptionsfähigkeit von Geldmarktfonds unterbreitet, unter anderem durch die Einführung einer Beschränkung der Anteile, die sofort zurückgegeben werden können (sogenannte „Minimum Balance at Risk“), sowie einer Verpflichtung für Geldmarktfonds zum Halten von Kapitalpuffern, z. B. außerhalb des Geldmarktfonds auf einem von den Fondsverwaltern finanzierten Treuhandkonto. Durch derartige Lösungen würden die Vorteile für die zuerst handelnden Anleger („First Mover Advantage“) verringert, da das Risiko von Verlusten für die verbleibenden Anleger gemindert würde. Allerdings sind solche Lösungen entweder nicht erprobt und erfordern erhebliche Anpassungen im Betriebsablauf (bei Einführung einer „Minimum Balance at Risk“), oder aber sie würden die Tätigkeiten von Geldmarktfonds verteuern und damit wohl zur Schließung einiger Fonds (bei Einführung von Kapitalpuffern) und zu geringeren Renditen für die Anleger führen.

3.4.3. Sonstige Maßnahmen

Die ESMA und der FSB haben zudem eine Reihe weiterer Maßnahmen vorgeschlagen, die zwar nicht direkt mit den Tätigkeiten von Geldmarktfonds zusammenhängen, aber dennoch eingehender bewertet werden sollten. Diese Maßnahmen beziehen sich hauptsächlich auf die Berichterstattung und die Durchführung Stresstests. Auch andere Vorschläge von Interessenträgern, etwa die Stärkung der Aufsicht, könnten eingehender geprüft werden.

3.5. Durchführbarkeit der Einführung einer Mindestquote von 80 % öffentlicher EU-Schuldtitel

Nach Artikel 46 Absatz 2 der Geldmarktfondsverordnung muss die Kommission prüfen, ob eine Quote von 80 % öffentlicher EU-Schuldtitel eingeführt werden kann.

In diesem Bericht wird die Verfügbarkeit kurzfristiger öffentlicher EU-Schuldinstrumente berücksichtigt und bewertet, ob LVNAV-Geldmarktfonds möglicherweise eine angemessene Alternative zu CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel sind, die auf auf andere Währungen lautende Instrumente ausgerichtet sind.

In Erwägungsgrund 56 der Geldmarktfondsverordnung heißt es, eine solche Quote könne aus „aufsichtsrechtlicher Sicht … gerechtfertigt“ sein, „da die Emission von kurzfristigen öffentlichen EU-Schuldinstrumenten dem Unionsrecht unterliegt“. Es gibt jedoch zwei wesentliche Schwierigkeiten, aufgrund derer die Einführung einer solchen Quote in der Praxis nicht durchführbar ist.

Die erste Schwierigkeit ist die Diskrepanz zwischen den derzeit in der EU verfügbaren CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel (die zumeist auf USD oder GBP lauten, wobei es nur einen relativ kleinen auf EUR lautenden CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche

Schuldtitel gibt[55]) und der Denominierung der öffentlichen Schuldtitel in der EU. Daten von Darpeix[56] zufolge lautet die überwiegende Mehrheit (etwa 90 %) der von EU-Ländern (unabhängig davon, ob sie dem Euro-Währungsgebiet angehören oder nicht) begebenen kurzfristigen Schuldverschreibungen auf EUR, und nur etwa 5 % lauten auf USD. Die Diskrepanz zwischen der Denominierung der Fonds selbst und den verfügbaren öffentlichen Schuldinstrumenten bedeutet, dass CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel in der EU vorwiegend in Instrumente investieren, die in den Vereinigten Staaten oder im Vereinigten Königreich emittiert wurden.[57]

Die Ergebnisse der öffentlichen Konsultation deuten darauf hin, dass Anleger von auf USD und GBP lautenden CNAV-Geldmarktfonds auch bei Einführung einer Quote von öffentlichen EU-Schuldtiteln wohl nicht verstärkt in auf EUR lautende Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel investieren würden, und zwar aus zwei wesentlichen Gründen.

- Erstens, weil Kunden Aspekte im Zusammenhang mit staatlichen Ausfallrisiken und Währungsrisiken in der Regel gemeinsam betrachten. So wollen Kunden, die in auf USD lautende Geldmarktfonds investieren, eher Positionen in US-Schuldtiteln und USD statt in EU-Schuldtitel und EUR. Dieser Aspekt hängt auch eng mit der wirtschaftlichen Funktion von Geldmarktfonds als Liquiditätsspeicher in einer bestimmten Währung zusammen.
- Und zweitens, weil es Risiken gibt, die mit der geringen Diversifizierung und der relativ geringen Liquidität von auf EUR lautenden kurzfristigen öffentlichen Schuldtiteln zusammenhängen. Aus den Rückmeldungen der Interessenträger geht hervor, dass Geldmarktfonds vorzugsweise in Vermögenswerte mit einer Laufzeit von weniger als drei Monaten investieren, was auf dem derzeitigen Markt für auf EUR lautende öffentliche Schuldtitel nur schwer zu erreichen ist.

Die zweite Schwierigkeit besteht darin, dass eine solche Quote negative Auswirkungen auf die Finanzstabilität haben könnte. Banken benötigen Positionen in staatlichen Schuldtiteln, um die Liquiditätsanforderungen nach Basel II zu erfüllen. Die Einführung einer Mindestquote von 80 % öffentlicher EU-Schuldtitel würde dazu führen, dass Geldmarktfonds auf die gleichen Instrumente wie Banken abzielen würden. Folglich würde eine Vielzahl von Anlegern in dieselbe Anlageklasse investieren; somit würde das Risiko einer Ansteckung und von finanzieller Instabilität in Krisensituationen erhöht, da es gemeinsame zugrunde liegende Risikopositionen gäbe, wodurch mögliche Rückkopplungseffekte zwischen finanziellen Risiken und staatlichen Ausfallrisiken verstärkt würden.

In Anbetracht der vorstehenden Analyse bleibt es fraglich, ob es sinnvoll wäre, für EU-Geldmarktfonds eine Mindestquote von 80 % öffentlicher EU-Schuldtitel einzuführen. Doch auch ohne die Einführung einer Quote könnten nach dem jüngsten Anstieg der Zinsen im Euro-Währungsgebiet mehr auf EUR ausgerichtete CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel auf den Markt kommen, was dazu beitragen könnte, dass mehr auf EUR lautende kurzfristige Staatsschuldtitel bei EU-CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel platziert werden.

---

[55] Auf der Grundlage von Daten der ESMA, 8. Februar 2023, EU MMF market 2023.

[56] Darpeix, P., März 2022, „The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know“, Autorité des marchés financiers, Risk and Trend Mappings.

[57] Geldmarktfonds sehen aus verschiedenen Gründen in der Regel davon ab, Währungen zu mischen. Sie könnten dies zwar bis zu einem gewissen Grad tun, indem sie das Währungsrisiko durch Devisenderivate absichern, in größerem Umfang wäre dies jedoch zu kostspielig.

4. SCHLUSSFOLGERUNGEN

Mit diesem Bericht kommt die Kommission ihrem gesetzlichen Auftrag gemäß Artikel 46 Absätze 1 und 2 der Geldmarktfondsverordnung nach, dem Europäischen Parlament und dem Rat einen Bericht vorzulegen, in dem sie die Angemessenheit der Geldmarktfondsverordnung unter aufsichtlichen und wirtschaftlichen Gesichtspunkten überprüft.

Der Bericht zeigt, 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. Kein in der EU ansässiger Geldmarktfonds musste während dieser Stressereignisse Rücknahmegebühren oder Rückgabesperren einführen oder Rücknahmen aussetzen. Ebenso hielten diejenigen Geldmarktfonds in der EU, die vornehmlich in auf GBP lautende Vermögenswerte investieren, dem Rückgabedruck stand, der im Zusammenhang mit den Spannungen am Gilt-Markt im September 2022 entstanden war.

Diese Erfahrungen lassen darauf schließen, dass die in der Geldmarktfondsverordnung vorgesehenen Schutzmechanismen bestimmungsgemäß funktionieren. Dies gilt auch für die Schutzmechanismen, die es Geldmarktfonds mit stabilem NAV (CNAV- und LVNAV-Geldmarktfonds) ermöglichen sollen, unter bestimmten Bedingungen weiterhin die Methode der Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten anzuwenden, ohne systemische Risiken zu schaffen und den Anlegern zu schaden.

Durch die Einführung eines speziellen Regelwerks hat die Geldmarktfondsverordnung den Regulierungsrahmen für Geldmarktfonds in der EU, für die zuvor andere Vorschriften gegolten hatten, erheblich gestärkt. Nach fünf Jahren der Anwendung der Geldmarktfondsverordnung werden in diesem Bericht jedoch auch Mängel aufgezeigt, die einer eingehenderen Bewertung unterzogen werden sollten. Vor allem die Ergebnisse der Konsultation der Interessenträger und die jüngsten Marktentwicklungen zeigen, dass die Widerstandsfähigkeit von EU-Geldmarktfonds weiter erhöht werden könnte, insbesondere durch eine Entkopplung der potenziellen Aktivierung von Liquiditätsmanagementinstrumenten von regulatorischen Liquiditätsschwellen. Darüber hinaus werden in diesem Bericht strukturelle Probleme aufgezeigt, die nicht unmittelbar mit Geldmarktfonds zusammenhängen und somit auch außerhalb des Geltungsbereichs der Geldmarktfondsverordnung liegen, unter anderem Probleme, die mit den zugrunde liegenden Märkten für kurzfristige Finanzierungen verbunden sind. Diese strukturellen Probleme sollten einer weiteren Prüfung unterzogen werden und sind derzeit auch Gegenstand einer eingehenderen Analyse auf der Ebene des FSB.

Schließlich werden die Geldmarktfonds in der EU auch von der derzeit laufenden Überarbeitung der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds und der OGAW-Richtlinie[58] profitieren, durch die neue harmonisierte Vorschriften eingeführt werden sollen, um die Verfügbarkeit von Liquiditätsmanagementinstrumenten für offene Fonds zu erhöhen. Dieser neue Rahmen für Liquiditätsmanagementinstrumente wird die

[58] In der EU tätige Geldmarktfonds müssen entweder gemäß der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds oder gemäß der OGAW-Richtlinie gegründet werden und die Bestimmungen einer dieser beiden Richtlinien erfüllen. Der Vorschlag der Kommission kann unter folgendem Link eingesehen werden: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finanzdienstleistungen-Uberprufung-der-EU-Vorschriften-fur-Verwalter-alternativer-Investmentfonds_de.

Widerstandsfähigkeit des Liquiditätsmanagements von EU-Geldmarktfonds in Stresssituationen weiter stärken.