



Neue EU-Verordnung über Geldmarktfonds: Wird sich das Wachstum fortsetzen?

29. September 2017

Autor

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

Editor

Jan Schildbach

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

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Original in englischer Sprache:
13. September 2017

* Die Autorin dankt Julia Breuing für ihre Unterstützung.

In den vergangenen drei Jahren erhöhte sich das verwaltete Vermögen europäischer Geldmarktfonds um eindrucksvolle EUR 260 Mrd. auf EUR 1,16 Bill. Geldmarktfonds haben hohe Zuflüsse verzeichnet, die insbesondere in Nicht-Euro-Vermögenswerte investiert wurden, welche von steigenden USD-Renditen profitierten. Die Aufwertung des Dollars hat außerdem dazu geführt, dass sich das Vermögen gemessen in Euro erhöht hat. Renditen auf Euro-Anlagen waren niedrig oder sogar negativ, lagen aber auf einem vergleichbaren Niveau wie alternative Geldmarktinvestitionen.

Die im Juni 2017 verabschiedete und 2018 in Kraft tretende neue EU-Verordnung will Geldmarktfonds besser gegen finanzielle Krisen sichern. Die Verordnung führt strengere Vorschriften für die Diversifizierung, Liquidität und Transparenz von Portfolios ein. Die externe Unterstützung durch Dritte ist ausdrücklich verboten. Neu eingeführte Kategorien von Geldmarktfonds dürften den aktuellen Präferenzen der Anleger bezüglich Bewertungsmethoden (variabler oder konstanter Nettoinventarwert) und Anlagezielen (öffentliche oder private Schuldtitel) gerecht werden, ohne fundamentale Veränderungen im Markt auszulösen.

Die Reform US-amerikanischer Geldmarktfonds im Oktober 2016 hingegen führte zu grundlegenden Anpassungen im Markt. Dabei wurde USD 1 Bill. von Prime zu Government Fonds verschoben. Grund für diese Entwicklung waren Anlegerpräferenzen: Die Investoren setzten mehrheitlich auf konstante Bewertung von Nettoinventarwerten und auf weniger strenge Vorschriften bezüglich Liquiditätsgebühren und Rückgabesperren.

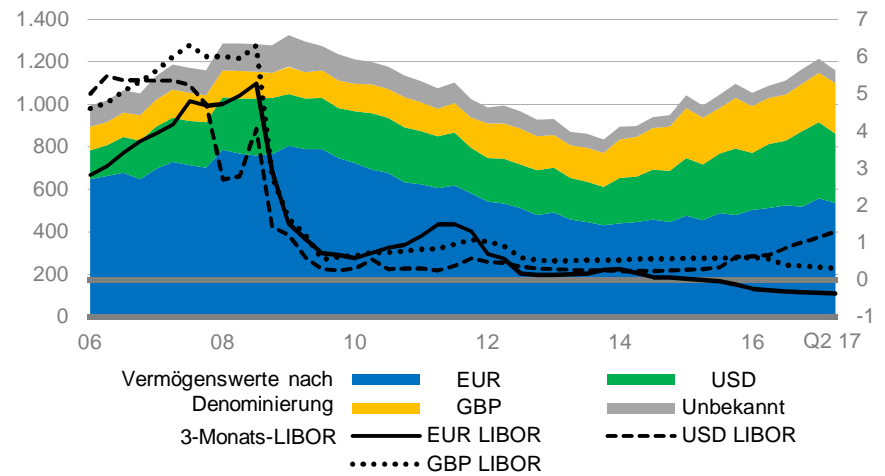
Ein „harter Brexit“ könnte mit der Repatriierung von Geldmarktfonds einhergehen, die in GBP denominated sind, die überwiegend den britischen Markt bedienen und ungefähr ein Vermögen von EUR 213 Mrd. verwalten. Darüber hinaus könnte eine eigene britische Geldmarktfondsregulierung ähnlich der alten EU-Vorschrift einen Regulierungswettbewerb um den Offshore-Markt für in USD denominated Fonds auslösen. Derzeit verwalten Geldmarktfonds im Euroraum EUR 326 Mrd. an Vermögenswerten, die in USD denominated sind. USD- und GBP-denominated Fonds sind überwiegend in Irland und Luxemburg aufgelegt.



Neue EU-Verordnung über Geldmarktfonds

Euroraum-Geldmarktfonds attraktiv trotz niedriger Zinsen

Vermögen von Euroraum-Geldmarktfonds in EUR Mrd. (links); 3-Monats-LIBOR in % (rechts)



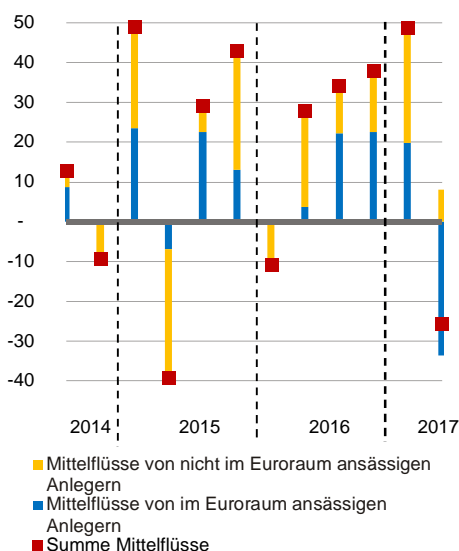
Anmerkung: Aufgrund statistischer Reklassifizierungen verringerte sich das verwaltete Vermögen zwischen Q2 2011 und Q1 2012 um EUR 194 Mrd. und stieg in Q1 2014 um EUR 69 Mrd.

Quellen: EZB, WEFA, Deutsche Bank Research

Die EU hat im Juni eine neue Verordnung zu Geldmarktfonds verabschiedet, die in den kommenden 18 Monaten eingeführt wird.¹ Die EU erkennt die Bedeutung von Geldmarktfonds für kurzfristige Finanzierungen an, will jedoch die Risiken für die Finanzstabilität senken, die durch Geldmarktfonds in Krisenzeiten entstehen können. Die Verordnung kommt zu einem Zeitpunkt, zu dem sich die Geldmarktfonds im Euroraum, die mehr oder weniger den gesamten Geldmarktfonds-Sektor in der EU darstellen, bereits längst von den Abflüssen nach der Finanzkrise erholt haben. In den letzten drei Jahren stieg das verwaltete Vermögen um EUR 260 Mrd. auf EUR 1.158 Mrd. zum Ende des zweiten Quartals 2017.

Nettozuflüsse in den letzten drei Jahren

EUR Mrd. pro Quartal, Q3 2014 - Q2 2017



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Europäische Geldmarktfonds trotz niedriger Zinsen gewachsen

Hinter dem Anstieg des verwalteten Vermögens in den letzten drei Jahren stehen insbesondere Nettozuflüsse von EUR 208 Mrd. Nicht im Euroraum ansässige Anleger kauften Geldmarktfondsanteile im Wert von EUR 105 Mrd. Es ist anzunehmen, dass diese Anleger größtenteils in USD- oder GBP-denominierte Fonds investiert haben. Angesichts steigender kurzfristiger USD-Zinsen und der entsprechenden positiven Renditen von in USD denominierten Fonds stellen Zuflüsse in diesem Segment keine Überraschung dar. Aber auch Anleger aus dem Euroraum investierten trotz niedriger und sogar negativer Euro-Geldmarktsätze EUR 94 Mrd. (netto) an neuen Mitteln.² Allerdings haben Anleger mit hohen Barbeständen, die kurzfristige Liquidität vorhalten müssen, nicht viele Alternativen. Unternehmen erhalten im Durchschnitt immer noch leicht positive Zinsen auf Bankeinlagen; aber einzelnen Investoren werden negative Einlagenzinsen berechnet. Außerdem sind hohe Sichteinlagen von Großkunden für die Banken aufgrund aufsichtsrechtlicher Vorschriften (NSFR³) nicht attraktiv. Nicht

¹ Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über Geldmarktfonds.

² Zuflüsse in Höhe von EUR 9 Mrd. können nicht geografisch zugeordnet werden.

³ Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (2014). Basel III: the net stable funding ratio. BIS, Oktober 2014. Die Net Stable Funding Ratio (NSFR) ist Teil der laufenden Reform der

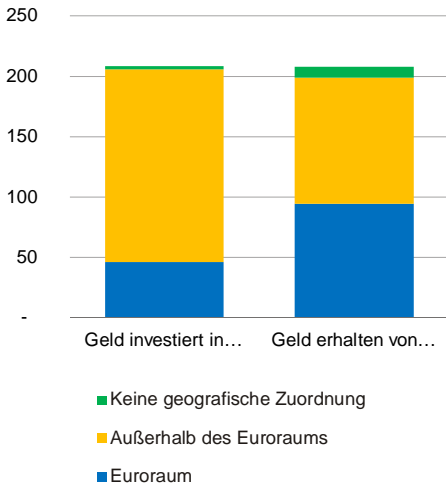


Neue EU-Verordnung über Geldmarktfonds

Mehr Geld aus dem Euroraum erhalten als im Euroraum investiert

3

Nettomittelflüsse der Euroraum-Geldmarktfonds, in EUR Mrd., kumuliert Q3 2014 - Q2 2017



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

zuletzt bieten Geldmarktfonds Anlegern weiterhin Liquidität und Risikominimierung durch Portfoliodiversifizierung.

Das Wachstum des verwalteten Vermögens ist allerdings nicht allein auf die Nettozuflüsse zurückzuführen. Mehr als die Hälfte des Vermögens der Euroraum-Geldmarktfonds ist in Instrumente investiert, die auf USD, GBP oder andere Währungen lauten. Das bedeutet, dass sich Wechselkursschwankungen auf das in Euro ausgewiesene Vermögen auswirken. Eine einfache Überschlagsrechnung ergibt, dass die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar in den letzten drei Jahren den Euro-Wert von USD-Vermögenswerten um etwa EUR 53 Mrd. erhöht hat. Gleichzeitig hat die gegenteilige Entwicklung gegenüber dem britischen Pfund die wechselkursbedingte Aufblähung des Gesamtvermögens auf EUR 30 Mrd. verringert. Da es keine statistischen Reklassifizierungen gab, dürfte der übrige Anstieg des verwalteten Vermögens auf einen höheren Marktwert von Vermögenswerten zurückzuführen sein.

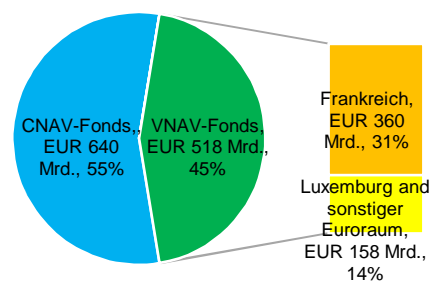
Auf der Anlageseite haben Euroraum-Geldmarktfonds den Großteil der Nettozuflüsse in Schuldtitel von Emittenten außerhalb des Euroraums (EUR 159 Mrd.) investiert, und nur EUR 46 Mrd. in Schuldtitel von im Eurogebiet ansässigen Emittenten. Da Anleger aus dem Euroraum EUR 94 Mrd. neu angelegt haben, haben die Fonds also etwa die Hälfte dieser Gelder an auswärtige Emittenten weitergeleitet. Diese Zahlen deuten außerdem darauf hin, dass in Euro denominated Geldmarktfonds in gewissem Umfang in höher verzinsliche USD- oder GBP-Vermögenswerte investiert haben, da der Sitz des Emittenten und die Währung der Schuldtitel in der Regel „übereinstimmen“. Da keine genauen Daten vorliegen, kann die Währung der angelegten Mittel jedoch nur grob geschätzt werden.

EU-Verordnung führt neue Kategorien von Geldmarktfonds ein

Geldmarktfonds im Euroraum: Geteilt in CNAV und VNAV

4

Verwaltetes Vermögen, Schätzung Stand Mitte 2017



Anmerkung: In Frankreich, Irland und Luxemburg aufgelegte Geldmarktfonds repräsentieren 98 % des Gesamtvermögens der Euroraum-Geldmarktfonds. CNAV-Fonds sind überwiegend in Irland und Luxemburg aufgelegt.

Quellen: EZB, IMMFA, Deutsche Bank Research

Mit der neuen EU-Verordnung soll die Liquidität von Geldmarktfonds gewährleistet werden, um Anleger zu schützen und zu verhindern, dass ein Fonds, der in Schwierigkeiten gerät, das gesamte Finanzsystem ansteckt. Geldmarktfonds sollen dank strengerer Vorschriften zur Portfoliodiversifizierung und erhöhter Liquiditätsanforderungen besser in der Lage sein, Rückgabeforderungen ihrer Anleger immer und vollständig entsprechen zu können. Die externe Unterstützung notleidender Geldmarktfonds durch Dritte (einschließlich sogenannter „Sponsoren“) wird ausdrücklich untersagt.

Gemäß bestehenden und nach wie vor gültigen ESMA-Leitlinien⁴ wird zwischen Standard-Geldmarktfonds und kurzfristigen Geldmarktfonds unterschieden. Die Portfolioanforderungen (z.B. maximale Laufzeit von Vermögenswerten) für kurzfristige Fonds sind strenger als für Standard-Fonds.

Aus Marktsicht ist jedoch die Unterscheidung zwischen variablem und konstantem Nettoinventarwert wichtiger. Geldmarktfonds mit variablem (schwankendem) Anteilswert berechnen den Nettoinventarwert des gesamten Fonds anhand der Marktbewertung (mark-to-market) oder eines modellorientierten Bewertungsansatzes (mark-to-model). Der Anteilswert wird dann ermittelt, indem der Nettoinventarwert durch die Anzahl der ausstehenden Fondsanteile dividiert wird. Fonds mit variablem Nettoinventarwert (VNAV, Variable Net Asset Value) können als Standard- oder kurzfristige Geldmarktfonds strukturiert werden. Beide VNAV-Typen sind auch gemäß der neuen Verordnung zulässig.

Kapitalanforderungen, für die im November 2016 ein EU-Gesetzgebungsverfahren eingeleitet wurde.

⁴ ESMA-Stellungnahme 2014/1103. Review of the CESR guidelines on a Common Definition of European Money Market Funds, 22. August 2014.



Neue EU-Verordnung über Geldmarktfonds

Fonds mit konstantem Nettoinventarwert (CNAV, Constant Net Asset Value) können einen stabilen Anteilswert (in der Regel EUR/USD/GBP 1) ausweisen, da ihr Portfolio zu fortgeführten Anschaffungskosten bewertet wird. Diese Methode darf nur für kurzfristige Geldmarktfonds angewandt werden. Aufsichtsbehörden stehen insbesondere CNAV-Fonds kritisch gegenüber, da Anleger bei diesen Fonds mit einem stets stabilen Preis je Anteil rechnen. Plötzliche Abwertungen können deshalb leicht einen Investorenrun auslösen. Daher werden CNAV-Geldmarktfonds, wie es sie heute gibt, zukünftig nicht länger erlaubt sein. Das betrifft ungefähr 55% aller Vermögenswerte von Geldmarktfonds im Euro-Raum. Da jedoch viele Anleger aus operationellen, steuerlichen und bilanztechnischen Gründen CNAV-Fonds bevorzugen, führt die EU-Verordnung zwei neue, sehr ähnliche Ersatzprodukte ein: „Geldmarktfonds mit Nettoinventarwert mit niedriger Volatilität“ und „CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel“.

Geldmarktfonds mit Nettoinventarwert mit niedriger Volatilität (LVNAV-Fonds, Low Volatility Net Asset Value) dürfen die Methode der fortgeführten Anschaffungskosten – die Grundlage für einen stabilen Anteilspreis – für Vermögenswerte mit einer Restlaufzeit von bis zu 75 Tagen verwenden.⁵ Der konstante Preis eines Vermögenswerts darf außerdem nicht mehr als zehn Basispunkte von der Marktbewertung dieses Vermögenswerts abweichen.

Eine andere Option sind CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel. Diese Geldmarktfonds unterliegen Portfolioeinschränkungen: Mindestens 99,5% ihrer Vermögenswerte müssen öffentliche Schuldtitel, durch Staatsanleihen besicherte umgekehrte Pensionsgeschäfte (Reverse Repos) oder Barmittel sein. Dafür dürfen sie weiter die Methode der fortgeführten Anschaffungskosten und stabile Anteilspreise verwenden.

Sowohl für LVNAV-Fonds als auch für CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel kommen verpflichtende Liquiditätsgebühren bei Anteilsrückgabe oder die Aussetzung der Rückgabe zur Anwendung, wenn der Anteil der wöchentlich fälligen Vermögenswerte im Portfolio unter 10% fällt. Wenn die Rückgabe innerhalb eines Zeitraums von 90 Tagen insgesamt für mehr als 15 Tage ausgesetzt wird, wird ein LVNAV-Fonds oder ein CNAV-Fonds für öffentliche Schuldtitel in einen VNAV-Fonds umgewandelt. VNAV-Fonds unterliegen „nur“ OGAW-Vorschriften, sodass Maßnahmen wie Liquiditätsgebühren oder Rückgabesperrern im Ermessen der Fondsmanagementgesellschaft liegen.

⁵ Die maximale Restlaufzeit eines einzelnen Instruments beträgt 397 Tage; ist die Restlaufzeit länger als 75 Tage, muss das Instrument jedoch zum Marktpreis bewertet werden.



Neue EU-Verordnung über Geldmarktfonds

Geldmarktfonds-Kategorien gemäß der neuen EU-Verordnung

5

	Standard-VNAV-Fonds	Kurzfristige VNAV-Fonds	Fonds mit Nettoinventarwert mit niedriger Volatilität (LVNAV)	CNAV-Fonds für öffentliche Schuldtitel
Bewertungsmethode	Marktwert	Marktwert	Fortgeführte Anschaffungskosten für Vermögenswerte mit einer Restlaufzeit von maximal 75 Tagen	Fortgeführte Anschaffungskosten
Zulässige Vermögenswerte	Geldmarkt-instrumente	Geldmarkt-instrumente	Geldmarkt-instrumente	Öffentliche Schuldtitel, umgekehrte Pensions-geschäfte, Barmittel
Verpflichtende Liquiditätsgebühren/ Rückgabesperren	Nein	Nein	Ja	Ja
Maximale Restlaufzeit eines Geldmarkt-instruments bis zur Tilgung	2 Jahre	397 Tage	397 Tage (Bewertung zum Marktwert bei mehr als 75 Tagen)	397 Tage
Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (weighted average maturity, WAM)* des Portfolios	6 Monate	60 Tage	60 Tage	60 Tage
Gewichtete durchschnittliche Laufzeit (weighted average life, WAL)* des Portfolios	12 Monate	120 Tage	120 Tage	120 Tage
Minimum täglich fälliger Vermögenswerte	7,5%	7,5%	10%	10%
Minimum wöchentlich fälliger Vermögenswerte	15%	15%	30%	30%

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

Quellen: Verordnung (EU) 2017/1131, Deutsche Bank Research



Auswirkungen der EU-Verordnung

Die neue EU-Verordnung zwingt Anleger und Fondsmanager, ihre Anlagestrategien zu überprüfen, und wird sicherlich zu Anpassungen im Markt führen. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass die behutsame Reform den Markt für Geldmarktfonds in der EU umwälzt oder signifikante Abflüsse aus dem Sektor auslöst. Auf der einen Seite bringt die neue Verordnung für Anleger in VNAV-Geldmarktfonds (EUR 518 Mrd., 45% Marktanteil) keine wesentlichen Veränderungen mit sich. Allerdings müssen Standard-VNAV-Fonds (ungefähr EUR 341 Mrd., 30%⁶) eventuell die Laufzeit ihrer Portfolios verkürzen, um die Mindestwerte für tägliche und wöchentliche Liquidität zu erfüllen.

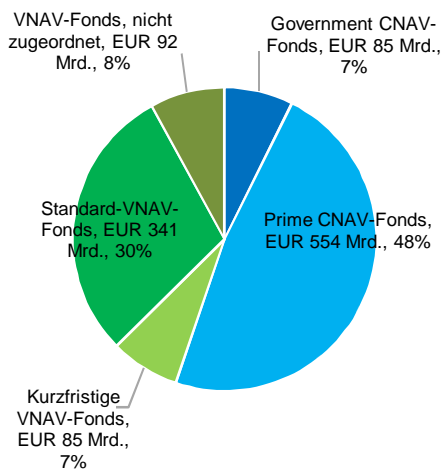
Auf der anderen Seite wird es CNAV-Geldmarktfonds, wie wir sie heute kennen, künftig nicht mehr geben. Das bedeutet, dass Vermögenswerte in Höhe von etwa EUR 640 Mrd. umgeschichtet werden müssen. Mit CNAV-Fonds für öffentliche Schuldtitel und LVNAV-Fonds werden Anlegern jedoch relativ ähnliche Ersatzprodukte angeboten. Die neu eingeführten CNAV-Geldmarktfonds für öffentliche Schuldtitel sind künftig die naheliegende Alternative für Anleger, die heute auf CNAV-Fonds mit Schwerpunkt auf Staatsanleihen setzen. Allerdings sind zurzeit nur 7% (EUR 85 Mrd.) des Vermögens der Euroraum-Geldmarktfonds in solche Fonds investiert.

Knapp die Hälfte des Vermögens der Euroraum-Geldmarktfonds entfällt auf Prime CNAV-Fonds (d.h. mit Schwerpunkt auf Anleihen aus dem privaten Sektor). Anleger in diesem Segment scheinen auf den ersten Blick mit stärkeren Veränderungen der Regulierung konfrontiert zu sein, da die aktuelle Struktur nicht mehr möglich sein wird. Weil sich die Anforderungen an die durchschnittliche Liquidität eines Portfolios (WAL, WAM) aber nicht ändern, werden keine größeren Anpassungen erforderlich sein, um einen bestehenden Prime CNAV-Fonds in einen LVNAV-Fonds umzuwandeln. Es müssen lediglich Instrumente mit einer Restlaufzeit zwischen 75 und 397 Tagen gegen Instrumente mit einer Restlaufzeit von maximal 75 Tagen getauscht werden. Solche Umschichtungen von Vermögenswerten dürften jedoch nur in begrenztem Umfang stattfinden, da CNAV-Fonds derzeit ihre Portfolios mit WAL- (WAM-) Werten managen, die deutlich unterhalb der zulässigen 120 (60) Tage liegen. Welcher Effekt sich daraus für die Renditen ergibt, hängt von der Zinsstrukturkurve ab. Insgesamt stellen LVNAV-Fonds vermutlich eine praktikable Alternative für alle Anleger dar, die Steuer- und Bilanzierungsregeln unterliegen, welche konstante Anteilspreise begünstigen.

Geldmarktfonds im Euroraum:
Detaillierte Marktsegmentierung

6

Schätzung Stand Mitte 2017



Quellen: Association Française de la Gestion financière, Commission de Surveillance du Secteur Financier, EZB, IMMFA, Deutsche Bank Research

Marktreaktion auf die Reform von US-Geldmarktfonds

In den USA sind die neuen Vorschriften der Securities and Exchange Commission (SEC) für Geldmarktfonds bereits am 14. Oktober 2016 in Kraft getreten. Die US-amerikanische Geldmarktfondsbranche, in der es bislang ausschließlich konstante Nettoinventarwerte (CNAV) gab, musste schwankende Anteilspreise (VNAV) für Prime und Municipal Money Market Funds (MMFs) einführen, die institutionellen Anlegern angeboten werden.⁷ Darüber hinaus müssen alle Prime und Municipal MMFs über ein System von Liquiditätsgebühren und Rückgabesperrungen verfügen, welche der Verwaltungsrat des Fonds bei finanziellen Engpässen im besten Interesse des Fonds und seiner Anleger in Kraft setzen kann,

⁶ Schätzung auf Grundlage von Zahlen der EZB, der Association Française de la Gestion financière (AFG) und der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

⁷ Municipal MMFs investieren in Schuldverschreibungen der US-Bundesstaaten und -Kommunen und sind steuerbefreit. Für einen Überblick über Geldmarktfonds und das Reformprojekt in den USA vgl. Mai, Heike (2015). Geldmarktfonds – Wie sie funktionieren und wer sie nutzt, Deutsche Bank Research, Mai 2015.

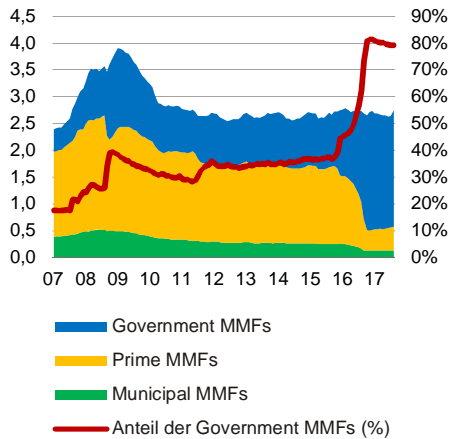


Neue EU-Verordnung über Geldmarktfonds

US-Reform 2016: große Verschiebung von Prime MMFs zu Government MMFs

7

Verwaltetes Vermögen in USD Bill. (links),
Anteil an gesamter Branche in % (rechts)



Quellen: ICI, Deutsche Bank Research

aber nicht muss. Government MMFs sind von diesen neuen Anforderungen ausgenommen.

Auch wenn sich das Volumen des von US-amerikanischen Geldmarktfonds verwalteten Vermögens in Höhe von USD 2,7 Bill. nicht wesentlich verändert hat, haben tief greifende Veränderungen im Markt stattgefunden. Mehr als USD 1 Bill. wurden im Jahr 2016 von Prime und Municipal MMFs zu Government MMFs verschoben, besonders zu Agency MMFs, einem Teilsegment von Government MMFs mit höherem Risiko und höheren Renditen.⁸

Der Grund für die Verlagerung zu Government MMFs könnte einfach darin liegen, dass Anleger den vertrauten Status Quo einem neuen System vorziehen – schließlich waren Government MMFs im Zuge der Reform den wenigsten Änderungen unterworfen. Das ist jedoch etwas überraschend, bedenkt man, dass die US-Behörden und Fondsmanager rechtliche und operationelle Maßnahmen ergriffen hatten, um den Umgang mit VNAV-Geldmarktfonds für die Anleger so einfach zu gestalten wie mit CNAV-Geldmarktfonds. Auf der Aufsichtsseite stellte die SEC 2014 klar, dass Anteile an VNAV-Fonds wie Barmittel gemäß US GAAP behandelt werden würden. Der US Internal Revenue Service (IRS) veröffentlichte im Juli 2016 Regeln, die VNAV-Fonds in steuerlicher Hinsicht und in Fragen des Berichtswesens mit CNAV-Fonds gleichstellen. Unter technischen Gesichtspunkten hat die Branche die Infrastruktur für VNAV-Fonds verbessert und auf das operative Servicelevel angehoben, das Kunden von CNAV-Fonds bereits gewohnt sind – z.B. Abwicklung von Transaktionen am gleichen Tag und mehrere Abwicklungszyklen pro Tag.

Rechtliche und operationelle Unsicherheiten bezüglich VNAV-Fonds – die oben genannte IRS-Regel wurde erst drei Monate vor Inkrafttreten des neuen MMF-Rahmenwerks veröffentlicht – mögen jedoch dazu beigetragen haben, Entscheidungen der Anleger zugunsten von VNAV-Fonds zu verzögern. Interne Prozesse wie Treasury-Management-Systeme und Anlagestrategien müssen angepasst werden, um VNAV-Fonds managen zu können. Angesichts rechtlicher Klarheit könnten Anleger zukünftig wieder auf Prime MMFs setzen – nicht zuletzt, weil diese höhere Renditen bieten. Im Jahr 2017 (bis August) konnten Prime MMFs tatsächlich wieder Boden gutmachen (USD 65 Mrd.), während das von Government MMFs verwaltete Vermögen um USD 57 Mrd. zurückging.

Ein zweiter, eher struktureller und damit dauerhafter Faktor für die Verschiebung zu Government-Geldmarktfonds ist vermutlich der Ausschluss von Liquiditätsgebühren und Rückgabesperrern. Die Verwaltungsräte von Prime und Municipal MMFs können jetzt Liquiditätsgebühren erheben oder Rückgabesperrern verhängen. Vor diesem Hintergrund wird in solche Fonds investiertes Geld nicht mehr als völlig liquide wahrgenommen. Der Verwaltungsrat eines Geldmarktfonds konnte auch schon vor der Reform Auszahlungen aussetzen – allerdings musste der Fonds daraufhin abgewickelt werden, sodass eine hohe Hürde bestand. Mit Blick auf die neue Regelung muss sich erst noch zeigen, ob und in welchem Umfang Verwaltungsräte in kritischen Situationen diesen Ermessensspielraum nutzen und wie sich die Marktpraxis entwickeln wird.

In Europa dürfte die Einführung von verpflichtenden Maßnahmen zur Sicherung der Liquidität geringere Auswirkungen haben als in den USA, da Anleger bereits heute dem „Risiko“ ähnlicher – allerdings freiwilliger – Maßnahmen gemäß den bestehenden OGAW-Regelungen ausgesetzt sind. Um von den am wenigsten restriktiven europäischen Vorschriften bezüglich Liquiditätsgebühren und Sperrern zu profitieren, müssten Anleger außerdem auf VNAV-Fonds umsteigen – ein Schritt, der wiederum operationelle Anpassungen erfordern würde. Und was die

⁸ Vgl. z.B. Cipriani, Marco, Gabriele La Spada und Philip Mulder (2017). Investors' Appetite for Money-Like Assets: The Money Market Fund Industry after the 2014 Regulatory Reform, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Nr. 816, Juni 2017.



Neue EU-Verordnung über Geldmarktfonds

Vorliebe für konstante Nettoinventarwerte angeht, muss dafür keine Umschichtung zu öffentlichen Schuldtiteln wie in den USA stattfinden: Schließlich bieten LVNAV-Fonds dem aktuell in Prime-CNAV-Geldmarktfonds investierten Vermögen eine neue „Heimat“.

Nächste spannende Frage: der Brexit

Die EU-Verordnung wird die Rahmenbedingungen für Geldmarktfonds in Europa verändern, aber wohl keine grundlegende Neugestaltung des Markts zur Folge haben. Der Brexit hingegen könnte einschneidende Veränderungen bringen. Wie die künftigen Beziehungen zwischen der EU und Großbritannien aussehen werden, ist zu diesem Zeitpunkt natürlich noch völlig offen. Die EU-Verordnung über Geldmarktfonds betrifft alle Geldmarktfonds, „die in der Union aufgelegt, verwaltet oder vertrieben werden“. Im Falle eines „harten Brexit“ könnte es durchaus passieren, dass die Geldmarktfonds, die eigentlich britisch sind, aber zurzeit fast ausschließlich in Irland aufgelegt sind, „repatriert“ werden. „Eigentlich britisch“ sind solche Geldmarktfonds, die von Vermögensverwaltern in Großbritannien verwaltet werden oder deren Anleger hauptsächlich in Großbritannien ansässig sind. Derzeit halten britische Investoren 45% der CNAV-Fondsanteile⁹, 90% der in GBP denominierten Vermögenswerte werden von Geldmarktfonds verwaltet, die in Irland aufgelegt sind. Bei einem Exodus solcher „britischer“ Fonds könnte das von Geldmarktfonds in der EU verwaltete Vermögen um mehr als EUR 200 Mrd. sinken.

Der Markt für in USD denominierte europäische Geldmarktfonds, der sich zurzeit auf über EUR 300 Mrd. beläuft, könnte sich ebenfalls deutlich verändern. Diese Fonds sind derzeit größtenteils in Irland aufgelegt (EUR 192 Mrd., 59% der von Euroraum-Geldmarktfonds verwalteten USD-Vermögenswerte) oder in Luxemburg (über EUR 110 Mrd., 35%) und überwiegend als CNAV-Fonds strukturiert. Es ist nicht ausgeschlossen, dass Großbritannien nach dem Austritt aus der EU eine eigene Regulierung für Geldmarktfonds ähnlich der alten EU-Vorschrift einführt. Das könnte einen Regulierungswettbewerb um den Offshore-Markt für in USD denominierte Geldmarktfonds auslösen.

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

⁹ IMMFA, verwaltetes Vermögen zum Jahresende 2016, abgerufen im August 2017, <https://www.immfa.org/market-statistics/immfa-aum.html>



EU-Monitor

- „ Neue EU-Verordnung über Geldmarktfonds:
Wird sich das Wachstum fortsetzen? 29. September 2017
- „ Groß oder klein? Wie man die
Größe einer Bank misst 14. Juni 2017
- „ Bargeld, Freiheit und Verbrechen:
Bargeld in der digitalen Welt 12. Januar 2017
- „ Start-ups und ihre Finanzierung in Europa –
Besserung dank Kapitalmarktunion
(nur in Englisch verfügbar) 29. September 2016
- „ Wer zahlt die Rechnung? Europas neues
Bail-in-Regime und die Auswirkungen
auf die Bankenrefinanzierung 3. Juni 2016
- „ Investitionen und Wachstum stärken:
Die Rolle der Förderbanken in Europa 9. Mai 2016
- „ Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel,
aber kaum schnelle Erfolge 8. Februar 2016
- „ Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren
und wer sie nutzt 18. Mai 2015
- „ Europas Populisten im Profil:
Strukturen, Stärken, Potenziale 7. April 2015

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

Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

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

© Copyright 2017. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

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

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