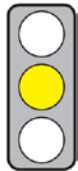


KERNPUNKTE

Ziel der Verordnung: Die Kommission will die Stabilität von Geldmarktfonds („MMF“) erhöhen.

Betroffene: Geldmarktfonds, Anleger, Unternehmen, Versicherungen, Banken und Aufsichtsbehörden.



Pro: Die Vorgaben zur Anlagepolitik, Fristigkeit und Liquidität stärken das Anlegervertrauen.

Contra: (1) Bargeld-Puffer für CNAV-MMF sind nicht geeignet, die richtige Balance zwischen Anlegervertrauen und Finanzmarktstabilität zu finden. Als Alternative verbleibt lediglich ein generelles Verbot von CNAV-MMF.

(2) Das Verbot für MMF, für sich ein externes Rating bei einer Ratingagentur in Auftrag zu geben, behindert eine effiziente Kapitalallokation.

INHALT

Titel

Vorschlag COM(2013) 615 vom 4. September 2013 für eine **Verordnung** des Europäischen Parlaments und des Rates über **Geldmarktfonds**

Kurzdarstellung

► Hintergrund

- Geldmarktfonds („Money Market Funds“, MMF) sind hochliquide Investmentfonds, die die Mittel ihrer Anleger in Finanzinstrumente mit kurzer Laufzeit investieren. In der EU werden sie vertrieben
 - als OGAW-Investmentfonds (Organismen für gemeinsame Anlagen, „OGAW“-Richtlinie 2009/65/EG, s. [cepAnalyse](#)) oder
 - als alternative Investmentfonds („AIF“-Richtlinie 2011/61/EU, s. [cepAnalyse](#)).
- Anleger sind vertraglich berechtigt, ihre Geldmarktfonds-Anteile jederzeit in Bargeld zurückzutauschen. Plötzliche fluchtartige Mittelabzüge („run“) können Geldmarktfonds zum vorzeitigen Verkauf von Vermögenswerten zwingen. Dadurch können Verluste entstehen. (S. 2)
- Geldmarktfonds halten in Europa ca. 38 % der kurzfristigen Schuldtitel des Bankensektors und ca. 22 % der kurzfristigen Schuldtitel von Staaten und Nicht-Banken-Unternehmen. Laut Kommission sind Geldmarktfonds daher systemrelevant. (S. 1)
- Die Kommission ordnet Geldmarktfonds dem Bereich der „Schattenbanken“ zu (S. 1f., s. [cepAnalyse](#))

► Geltungsbereich und Ziel

- Die Verordnung gilt für alle OGAW und AIF, die in Vermögenswerte mit bis zu zweijähriger Laufzeit investieren und dabei eine geldmarktsatzkonforme Rendite oder die Wertbeständigkeit der Anlage anstreben (Art. 1 Abs. 1 UAbs. 1). Fonds, die ein „geringfügiges“ Übertreffen des Geldmarktzins anstreben, sind „nicht automatisch“ von der Verordnung ausgenommen (Erwägungsgrund 15).
- Die Verordnung unterscheidet zwischen
 - „Standard-MMF“, die in Vermögenswerte mit einer Laufzeit von maximal zwei Jahren investieren und
 - „kurzfristigen MMF“, die in Vermögenswerte mit einer Laufzeit von maximal einem Jahr investieren. CNAV-Fonds („Constant Net Asset Value“) sind eine Sonderform der kurzfristigen MMF.
- Die Verordnung führt einheitliche EU-Regeln für Geldmarktfonds ein. Die Mitgliedstaaten dürfen keine zusätzlichen Vorgaben machen (Vollharmonisierung) (Art. 1 Abs. 2).

► Zulassung

- Alle OGAW und AIF, die unter die Verordnung fallen, brauchen eine Zulassung als MMF. Diese Zulassung gilt EU-weit (EU-Pass). (Art. 3 Abs. 1)
- Nur Fonds, die als „MMF“ zugelassen sind, dürfen sich als solche bezeichnen (Art. 5 Abs. 1 UAbs. 1).

► Vorschriften für die Anlagepolitik von MMF

Zulässige Anlagen

- Alle MMF dürfen ihre Mittel nur investieren in:
 - Geldmarktinstrumente, also kurzfristige Forderungen die auf dem Geldmarkt gehandelt werden, die (Art. 8 Abs. 1 lit. a i.V.m. Art. 9 Abs. 1 lit. b und c und Art. 16)
 - eine Höchst- oder Restlaufzeit von maximal 397 Tagen haben und
 - von Emittenten stammen, die nach dem internen Ratingsystem der MMF das höchste oder zweithöchste Rating bekommen,
 - Sichteinlagen oder jederzeit kündbare Einlagen bei Kreditinstituten (Art. 8 Abs. 1 lit. b i.V.m. Art. 11),
 - Finanzderivate (Art. 8 Abs. 1 lit. c i.V.m. Art. 12),

- umgekehrte Pensionsgeschäfte – bei denen ein MMF Geld gegen Sicherheiten ausleiht und der Tauschpartner sich dazu verpflichtet, die Sicherheiten zu einem festgelegten Preis zurückzukaufen – solange sie keine Verbriefungen als Sicherheiten annehmen (Art. 8 Abs. 1 lit. d i.V.m. Art. 13), und
- Verbriefungen von Unternehmensschuldverschreibungen mit hoher Kreditqualität und Liquidität (Art. 9 Abs. 1 lit. d i.V.m. Art. 10 Abs. 1).
- Standard-MMF dürfen zudem in Geldmarktinstrumente mit einer maximalen Restlaufzeit von 2 Jahren investieren, sofern die Rendite des Geldmarktinstruments alle 397 Tage oder häufiger angepasst wird (Art. 9 Abs. 2).

Vorschriften zur Diversifizierung der Anlagen

- Alle MMF dürfen maximal 10 % ihrer Mittel in Verbriefungen investieren (Art. 14 Abs. 2).
- Sie dürfen ihr Vermögen in einzelnen Anlagekategorien nur bis zu festen prozentualen Höchstgrenzen investieren (Art. 14 Abs. 1 bis 5 und Art. 22 Abs. 2 und 3).
- Für die einzelnen Anlagekategorien gelten folgende Prozentsätze (Art. 14 Abs. 1-5 und Art. 22 Abs. 2,3):

Zulässige Positionen bei derselben Gegenpartei:	Kurzfristige MMF	Standard- MMF
• Geldmarktinstrumente	5 %	10 %
• Einlagen	5 %	
• Finanzderivate	5 %	
Zulässige Summe von Geldmarktinstrumenten, Einlagen und Finanzderivaten bei derselben Gegenpartei	10 %	15 %
Zulässige Position bei derselben Gegenpartei im Zuge eines umgekehrten Pensionsgeschäfts	20%	

- Die nationale Aufsichtsbehörde kann es MMF erlauben, das gesamte Vermögen in Geldmarktinstrumente zu investieren, die von Staaten oder EU-Organen emittiert oder garantiert werden (Art. 14 Abs. 6).

Vorschriften zur Fristigkeit und Liquidität der Anlagen

- MMF müssen ihre Mittel so anlegen, dass sie die Rückgabewünsche von Anlegern jederzeit erfüllen können. Um diese zu gewährleisten, führt die Verordnung Höchstgrenzen für die Fristigkeit und Mindestvorschriften für die Liquidität der Anlagen ein (Art. 21 und Art. 22).
- Die Verordnung sieht folgende Grenzen vor (Art. 21 und Art. 22):

	Kurzfristige MMF	Standard-MMF
Gewichtete durchschnittliche Zinsbindungsdauer der Vermögenswerte	maximal 60 Tage	maximal 6 Monate
Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der Vermögenswerte	maximal 120 Tage	maximal 12 Monate
Anteil der täglich fälligen Vermögenswerte	mindestens 10 %	
Anteil der wöchentlich fälligen Vermögenswerte	mindestens 20 %	

► Bewertungsvorschriften für die Anlagen

- MMF müssen ihre Vermögenswerte mindestens einmal täglich und – soweit möglich – zu Marktpreisen bewerten. Ist letzteres nicht möglich, müssen sie eigene Bewertungsmodelle anwenden. (Art. 26 Abs. 4)
- MMF müssen den Nettoinventarwert pro Anteil – also den Kurs, zu dem Anteile ausgegeben oder zurückgenommen werden – mindestens einmal täglich berechnen (Art. 27 Abs. 3 und Art. 28 Abs. 1).

► Besondere Vorschriften für kurzfristige MMF mit konstantem Nettoinventarwert („CNAV“)

- „CNAV-MMF“ (Constant Net Asset Value) sind kurzfristige MMF, die einen konstanten Anteilswert ausweisen. Anleger können ihre Anteile jederzeit (mindestens) zum ursprünglichen Anteilswert umtauschen. (Art. 29 Abs. 1)
- CNAV-MMF müssen ausdrücklich als solche zugelassen werden (Art. 29 Abs. 1).
- CNAV-MMF müssen jederzeit einen Barmittel-Puffer in Höhe von mindestens 3 % der Vermögenswerte auf einem getrennten Rücklagenkonto vorhalten. (Art. 29 Abs. 2 lit. a i.V.m. Art. 30 Abs. 1 und Abs. 4)
- Wenn der Barmittel-Puffer unter 3 % sinkt, muss der CNAV-MMF diesen entweder selbst wieder auffüllen oder externe Unterstützung erhalten, etwa durch die Sponsor-Bank (Art. 33 Abs. 1 i.V.m. Art. 35 Abs. 3). Als Sponsor-Bank gilt die Bank, die den Geldmarktfonds auflegt.
- Liegt der Barmittel-Puffer einen Monat lang unter 2,9 %, muss der CNAV-MMF seine Vermögenswerte zu Marktpreisen bewerten und letzteres den Anlegern auch mitteilen (Art. 33 Abs. 2).
- CNAV-MMF müssen den Puffer innerhalb von drei Jahren ab Inkrafttreten der Verordnung vollständig aufbauen. Es gelten Übergangsregelungen. (Art. 43 Abs. 3)

► Transparenz

- MMF müssen ihre Anleger und potenzielle Anleger darauf hinweisen (Art. 37),
 - ob sie kurzfristige MMF mit konstantem („CNAV“) oder variablem Anteilswert oder Standard-MMF sind,
 - das eventuelle Kapitalverlustrisiko vom Anleger getragen werden,
 - welche Bewertungsverfahren sie zur Berechnung des Nettoinventarwerts anwenden (Art. 37 Abs. 4).
- MMF ist es verboten, bei einer Ratingagentur ein Rating des Geldmarktfonds in Auftrag zu geben oder zu finanzieren (Art. 23).

Wesentliche Änderungen zum Status quo

- ▶ Bisher unterliegen Geldmarktfonds nur den EU-Vorschriften für OGAW (Richtlinie 2009/65/EG, s. [cepAnalyse](#)) oder für AIF (Richtlinie 2011/61/EU, s. [cepAnalyse](#)). Zukünftig gilt auch die Verordnung.
- ▶ Bisher entscheiden die Mitgliedstaaten, ob sie die unverbindlichen Leitlinien der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) [[Ref. CESR/10-049](#)] auf Geldmarktfonds anwenden. Zukünftig unterliegen alle Geldmarktfonds der Verordnung, die den Vorschriften der Leitlinien weitgehend entspricht.

Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Laut Kommission erfordern die grenzübergreifende Verknüpfung von Geldmarktfonds und deren systemische Auswirkungen auf die Finanzstabilität ein koordiniertes Handeln der EU.

Politischer Kontext

Als Reaktion auf die Liquiditätsprobleme der Geldmarktfonds in der Finanzkrise hat der Ausschuss der Europäischen Wertpapier-Regulierungsbehörden CESR (Committee of European Securities Regulators, Vorgänger der ESMA) 2010 Leitlinien für Geldmarktfonds veröffentlicht. 2012 empfahl die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) Maßnahmen, um die Anfälligkeit von Geldmarktfonds für Anleger-Runs zu verringern. Nahezu zeitgleich veröffentlichte der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) Empfehlungen zur Regulierung von Geldmarktfonds [[ESRB/2012/1](#)]. Ebenfalls 2012 forderte das Europäische Parlament die Kommission in einer Entschließung auf, gesetzliche Vorschriften für Geldmarktfonds vorzulegen.

Stand der Gesetzgebung

04.09.2013 Annahme durch Kommission

Offen Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

Politische Einflussmöglichkeiten

Generaldirektionen:	GD Binnenmarkt
Federführender Ausschuss des EP:	Wirtschaft und Währung, Berichterstatterin: Neena Gill (S&D, UK)
Federführendes Bundesministerium:	Bundesministerium der Finanzen.
Federführender Ausschuss des BT:	Finanzen
Entscheidungsmodus im Rat:	Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch Mehrheit der Mitgliedstaaten und mit 260 von 352 Stimmen; Deutschland: 29 Stimmen)

Formalien

Kompetenznorm:	Art. 114 AEUV (Binnenmarkt)
Art der Gesetzgebungszuständigkeit:	Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)
Verfahrensart:	Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

BEWERTUNG

Ökonomische Folgenabschätzung

Geldmarktfonds („Money Market Funds“, MMF) erfüllen wichtige volkswirtschaftliche Funktionen. Erstens vermitteln sie zwischen der Nachfrage und dem Angebot von kurzfristigem Geld. Zweitens ermöglichen sie Unternehmen und Privatpersonen eine – im Vergleich zur herkömmlichen Bankeinlage – größere Risikostreuung von kurzfristigen Anlagen. Drittens sind MMF wichtige Finanzierer: Sie investieren das Geld ihrer Anleger in kurzfristige Schuldtitel von Unternehmen und Mitgliedstaaten. Vor allem für Banken sind sie eine wichtige Finanzierungsquelle.

Die vorgeschlagenen Vorgaben zur Anlagepolitik von MMF sind vor diesem Hintergrund sachgerecht. Die Obergrenze von 10% für Verbriefungen sowie die verpflichtende Diversifizierung der Anlagen – nach Emittenten bei Geldmarktinstrumenten, Einlagen und Finanzderivaten – **stärken das Vertrauen der Anleger in MMF und reduzieren die Folgen eines Ausfalls von Gegenparteien des MMF. Die Vorgaben zur Fristigkeit und Liquidität tragen dazu bei, dass das Geld der Anleger auch kurzfristig verfügbar ist.**

Diese Vorgaben können aber nicht verhindern, dass insbesondere von CNAV-MMF eine erhebliche Gefahr für die Finanzmarktstabilität ausgehen kann. Grund dafür ist das Versprechen der CNAV an die Anleger, Anteile jederzeit zum versprochenen Rückgabewert zurückzunehmen. Zweifel an der Einhaltung dieses Versprechens aufgrund einer angespannten Marktlage daran, ob der CNAV-MMF dieses Versprechen einhalten kann, haben diese den Anreiz, ihre Anteile möglichst schneller als andere Anleger umzutauschen („first mover advantage“).

Ein solch plötzlicher und sich selbst verstärkender Mittelabzug („run“) zwingt CNAV-MMF dazu, ihre Anlagen schnellstmöglich zu Geld zu machen. Dadurch drohen zwei sich gegenseitig verstärkende Effekte: Erstens kann der damit verbundene Abzug von CNAV-Einlagen bei Banken bei diesen Liquiditätsengpässe verursachen, die zu einem weiteren Abzug auch von herkömmlichen Bankeinlagen durch andere Kunden führt. Für die Banken kann dies existenzgefährdend sein. Zweitens müssen bei einem Anleger-Run CNAV-MMF auch ihre Geldmarktinstrumente schnell und in großem Umfang verkaufen. Dadurch fallen die Preise dieser Instrumente, was

wiederum die Anleger anderer CNAV-MMF zum Umtausch ihrer Anteile bewegen und einen weiteren Anleger-Run verursachen kann. Darüber hinaus können solche Runs die Sponsor-Bank gefährden, wenn diese sich aus Reputationsgründen gezwungen sieht, Verluste des Geldmarktfonds auszugleichen.

Das Problem des „first mover advantage“ ist unlösbar mit dem Geschäftsmodell der CNAV-MMF verbunden, da jeder Anleger, der seine Mittel im Fonds behält, davon ausgehen muss, dass der Fonds bei angespannter Marktlage die Rücknahme von Anteilen zum ursprünglichen (höheren) Wert auf Kosten der verbleibenden Anteile finanzieren muss. Ein Barmittel-Puffer für CNAV-MMF kann diesen Anreiz zwar schwächen, verursacht aber unlösbare Probleme. Einerseits muss der Puffer groß genug sein, damit ein Großteil der Anleger auch bei angespannter Marktlage auf den Abzug von Geldern verzichtet. Andererseits gefährdet ein dauerhaft großer Puffer wegen damit verbundener Kosten das Geschäftsmodell der CNAV und ist nur mit Unterstützung der Sponsor-Bank realisierbar. Das aber geht mit Gefahren für deren Stabilität einher oder beeinträchtigt die Glaubwürdigkeit des Puffers. Notwendig wäre daher – anders als von der Kommission vorgeschlagen – ein variabler Puffer, der die aktuelle Anspannung am Markt widerspiegelt. Ein solcher Puffer ist aber in hohem Maße prozyklisch.

Bargeld-Puffer für CNAV-MMF sind damit nicht geeignet, die richtige Balance zwischen Anlegervertrauen und Finanzmarktstabilität zu finden.

Keine Lösung für angespannte Marktlagen sind auch die derzeit diskutierten Alternativen zum Puffer: **Pflichtumwandlung von schwächelnden CNAV-MMF in MMF mit variablem Rücknahmewert und liquiditätssteuernde Maßnahmen** – etwa Abschlüsse auf den Rücknahmewert. Sie nehmen Anlegern von CNAV-Fonds den „first mover advantage“ nicht, **weil die Anleger deren Einsatz antizipieren werden.** Der „run“ wird damit nicht vermieden, sondern sogar zu einem früheren Zeitpunkt eintreten.

Als Alternative zum Puffer verbleibt somit lediglich ein generelles Verbot von CNAV-MMF und die Zwangsumwandlung bestehender CNAV-MMF in kurzfristige MMF-Fonds mit variablem Rücknahmewert.

Das Verbot für MMF, für sich ein externes Rating bei einer Ratingagentur in Auftrag zu geben, behindert eine effiziente Kapitalallokation und verzerrt den Wettbewerb. Ratingagenturen können Risiken besser bewerten als die meisten Anleger. Zudem können viele Unternehmen mit hohen Barbeständen aus Gründen des internen Risikomanagements nicht in MMF ohne Rating investieren. Sie könnten in der Folge zu einer konventionellen Bankeinlage gedrängt werden. Die Konzentration liquider Mittel von Unternehmen bei den Hausbanken kann wiederum die „too big to fail“-Problematik von Großbanken verstärken.

Juristische Bewertung

Kompetenz

Die Verordnung wird zu Recht auf die Binnenmarktcompetenz (Art. 114 AEUV) gestützt, da divergierende nationale Vorschriften die grenzüberschreitende Anlage in MMF behindern können.

Subsidiarität

Unproblematisch.

Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten

Unproblematisch.

Sonstige Vereinbarkeit mit EU-Recht

Die Pflicht für CNAV-Fonds, einen Puffer von 3% einzurichten, stellt eine Einschränkung der unternehmerischen Freiheit (Art. 16 EU-Grundrechtecharta) dar. Zwar kann ein Puffer an sich den „first mover advantage“ für die Anleger schwächen. Ein Puffer in Höhe von 3% ist dazu jedoch nur geeignet, wenn diese Höhe zur Schwächung des „first mover advantage“ ausreicht, und nur erforderlich, wenn eine geringere Höhe dazu nicht in der Lage wäre. Eine Feststellung, dass beides für einen Puffer von 3% nicht gelte, ist objektiv nicht möglich. Der Gesetzgeber hat daher ein entsprechendes Ermessen, so dass die vorgesehene Regelung keine Grundrechtsverletzung darstellt. Dies ändert freilich nichts an den ökonomischen Bedenken zur Wirksamkeit des starren Puffers.

Auswirkungen auf das deutsche Recht

Das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) muss trotz der unmittelbaren Geltung der Verordnung angepasst werden. Insbesondere werden in Zukunft CNAV-Fonds grundsätzlich genehmigungsfähig sein.

Zusammenfassung der Bewertung

Die Vorgaben zur Anlagepolitik von MMF stärken das Vertrauen der Anleger in MMF und reduzieren die Folgen eines Ausfalls von Gegenparteien des MMF zu reduzieren. Die Vorgaben zur Fristigkeit und Liquidität tragen dazu bei, dass das Geld der Anleger auch kurzfristig verfügbar ist. Bargeld-Puffer für CNAV-MMF sind nicht geeignet, die richtige Balance zwischen Anlegervertrauen und Finanzmarktstabilität zu finden. Keine Lösung für angespannte Marktlagen sind auch die Pflichtumwandlung von schwächelnden CNAV-MMF in MMF mit variablem Rücknahmewert und liquiditätssteuernde Maßnahmen, weil die Anleger deren Einsatz antizipieren werden. Als Alternative zum Puffer verbleibt somit lediglich ein generelles Verbot von CNAV-MMF. Das Verbot für MMF, für sich ein externes Rating bei einer Ratingagentur in Auftrag zu geben, behindert eine effiziente Kapitalallokation.