

I

(Entschlüsse, Empfehlungen und Stellungnahmen)

EMPFEHLUNGEN

EUROPÄISCHER AUSSCHUSS FÜR SYSTEMRISIKEN

EMPFEHLUNG DES EUROPÄISCHEN AUSSCHUSSES FÜR SYSTEMRISIKEN

vom 20. Dezember 2012

zu Geldmarktfonds

(ESRB/2012/1)

(2013/C 146/01)

DER VERWALTUNGSRAT DES EUROPÄISCHEN AUSSCHUSSES FÜR SYSTEMRISIKEN —

gestützt auf die Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken⁽¹⁾, insbesondere auf Artikel 3 Absatz 2 Buchstaben b, d und f und Artikel 16 bis 18,

gestützt auf den Beschluss ESRB/2011/1 des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 20. Januar 2011 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken⁽²⁾, insbesondere auf Artikel 15 Absatz 3 Buchstabe e und Artikel 18 bis 20,

in Erwägung nachstehender Gründe:

- (1) Auch wenn Geldmarktfonds (Money market funds, MMFs) der Wertpapieraufsicht unterliegen, bilden sie einen wesentlichen Bestandteil des Schattenbankensystems, insbesondere da sie Leistungen der Fristen- und Liquiditätstransformation erbringen, und können dadurch Systemrisiken darstellen.
- (2) Bei Anlegern können Geldmarktfonds, insbesondere Fonds mit konstanten Nettoinventarwerten, die bestrebt sind, einen konstanten Anteilswert zu halten, als sichere Alternative zu Bankeinlagen gelten. Geldmarktfonds haben jedoch keinen direkten Zugang zum öffentlichen Sicherheitsnetz, etwa zur Finanzierung durch die Zentralbank und Einlagensicherung. Es besteht daher die Gefahr der Verwechslung mit Bankeinlagen, die von einem solchen Sicherheitsnetz profitieren.
- (3) In der Regel erhalten Geldmarktfonds keine ausdrücklichen und festen Hilfen von ihren Sponsor-Gesellschaften, häufig Banken, auch wenn es mehrere Fälle gab, in

denen Sponsor-Gesellschaften nach ihrem Ermessen angeschlagene Geldmarktfonds im Nachhinein aktiv unterstützt haben.

- (4) Die Wirtschaftsforschung belegt, dass Geldmarktfonds aufgrund ihres Verhaltens und ihrer Eigenschaft anfällig für destabilisierende Anleger-Runs („investor runs“) sind, die schnell auf andere Fonds übergreifen können, was die Liquidität und Verfügbarkeit kurzfristiger Kredite beeinträchtigen kann, insbesondere für Banken. Das Risiko eines Anleger-Runs kann für Fonds mit konstanten Nettoinventarwerten höher sein, wenn erwartet wird, dass es zu einer Nichterfüllung der Anlegererwartungen einer Anteilsrückgabe zum Nennwert durch den Fonds kommt.
- (5) Obwohl Geldmarktfonds die Finanzkrise von 2007 bis 2008 nicht verursachten, zeigte ihre Performance während der Turbulenzen auf den Finanzmärkten ihr Potential, eine Krise auszuweiten oder sogar zu verstärken. Die Erfahrungen aus der Krise 2007 bis 2008 haben gezeigt, dass Geldmarktfonds für Anleger-Runs anfällig sein können und auf die Unterstützung von Sponsor-Gesellschaften angewiesen sein können, insbesondere um ihren konstanten Nettoinventarwert zu erhalten.
- (6) Die von Geldmarktfonds ausgehenden potenziellen Systemrisiken beziehen sich daher auf den First-Mover-Vorteil der Anleger, der hauptsächlich für Fonds mit konstanten Nettoinventarwerten relevant ist, den impliziten und diskretionären Charakter der Unterstützung von Sponsor-Gesellschaften und die starken Wechselwirkungen der Geldmarktfonds mit dem übrigen Finanzsystem, insbesondere Banken und Geldmärkte.
- (7) Nach einer Bewertung der Ursachen der jüngsten Finanzkrise wiesen mehrere nationale Regulierungsbehörden und internationale Organisationen auf das Erfordernis hin, Geldmarktfonds strukturell zu reformieren. Am

⁽¹⁾ ABL L 331 vom 15.12.2010, S. 1.

⁽²⁾ ABL C 58 vom 24.2.2011, S. 4.

27. Oktober 2011 veröffentlichte der Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board, FSB) eine Reihe erster Empfehlungen zur Stärkung der Beaufsichtigung und Regulierung des Schattenbankensystems. Insbesondere identifizierte der FSB als entscheidend zu behandelnde Themen eine verpflichtende Umstellung auf variable Nettoinventarwerte, Kapital- und Liquiditätsanforderungen für Fonds mit konstanten Nettoinventarwerten und weitere mögliche regulatorische Ansätze.
- (8) Nach einem Ersuchen des FSB veröffentlichte die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) am 9. Oktober 2012 Empfehlungen für Maßnahmen zur Verminderung der Anfälligkeit von Geldmarktfonds für Anleger-Runs. Ein wesentlicher Teil dieser IOSCO-Empfehlungen wurde zwar bereits auf Unions-Ebene umgesetzt, es gibt allerdings einige verbleibende Lücken.
- (9) Die US-Regulierungsbehörden haben den Regulierungsrahmen für Geldmarktfonds überarbeitet. Insbesondere hat die Securities and Exchange Commission (SEC) ihre *Rule 2a-7* überarbeitet. Außerdem stellte der Financial Stability Oversight Council am 13. November 2012 Empfehlungsvorschläge für eine Reform der Geldmarktfonds („Proposed Recommendations Regarding Money Market Mutual Fund Reform“) zur öffentlichen Konsultation.
- (10) Im Mai 2010 veröffentlichte der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden Leitlinien zur Vereinheitlichung der Definition des Begriffs „Geldmarktfonds“ in Europa und zur Festlegung neuer gemeinsamer Standards zur Behebung der während der Finanzkrise festgestellten Mängel. Insbesondere wurden in den Leitlinien strenge Vorgaben in Bezug auf die Qualität und Zinsbindungsdauer des Portfolios, Risikomanagement und Offenlegung festgelegt. Diese unverbindlichen Leitlinien gelten sowohl für OGAW-Geldmarktfonds als auch Nicht-OGAW-Geldmarktfonds und wurden von den Mitgliedstaaten auf nationaler Ebene umgesetzt.
- (11) Die Europäische Kommission hat angekündigt, neue unionsweite gesetzliche Maßnahmen für OGAW zu erarbeiten, insbesondere um den Bedarf an einer detaillierteren und stärker harmonisierten Regulierung von Geldmarktfonds zu erfassen ⁽¹⁾.
- (12) Gemäß der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 kann der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) Empfehlungen auch zu den einschlägigen Rechtsvorschriften der Union an die Kommission richten. Diese Empfehlungen dienen diesbezüglich als Richtschnur für die Europäische Kommission sowie für die ESMA in ihrer beratenden und regulierenden Rolle.
- (13) Anleger-Runs können zwar bei allen Arten von Fonds auftreten, die Laufzeit- oder Liquiditätsinkongruenzen aufweisen, jedoch weisen Fonds mit konstanten Nettoinventarwerten Merkmale auf, die es wahrscheinlicher machen, dass ein Anleger in Zeiten von Marktspannungen versuchen wird, sich einen „First-Mover-Vorteil“ zu sichern. Durch eine Umstellung auf Fonds mit variablen Nettoinventarwerten kann sich der Anreiz für einen Anteilinhaber, seine Anlagen abzuziehen, verringern, wenn ein Fonds einen moderaten Verlust erlitten hat und könnte die Preistransparenz weiter erhöhen. Sie kann auch zur Minderung des mit der Wechselwirkung von Geldmarktfonds mit den Sponsor-Gesellschaften verbundenen Systemrisikos beitragen und den Bedarf und die Bedeutung der Sponsor-Unterstützung verringern.
- (14) Eine grundsätzliche Bewertung des Vermögens der Geldmarktfonds zum beizulegenden Zeitwert und, nur unter bestimmten Umständen, die Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten, wird die Preistransparenz für Anleger verbessern, da dadurch Anleger die mit diesen Geldmarktfonds verbundenen Risiken besser verstehen können und ihr Unterschied gegenüber Bankeinlagen deutlicher gemacht wird.
- (15) Liquide Aktiva helfen Geldmarktfonds bei Zahlungen an Anteilinhaber bei Anteilrückgaben und unterstützen diese dabei, verlustreiche Notverkäufe von Vermögenswerten zu vermeiden und verringern zudem die Ansteckungsgefahr für andere Fonds, die vergleichbare Wertpapiere halten. Dementsprechend stellen ausdrückliche Mindestbeträge für täglich und wöchentlich liquide Aktiva sicher, dass Geldmarktfonds mögliche umfangreiche Anteilrückgaben bedienen und Phasen der Marktvolatilität standhalten können. Wirksame Instrumente, um Liquiditätsengpässen entgegenzuwirken, beispielsweise durch eine vorübergehende Aussetzung der Anteilrücknahmen, werden Geldmarktfonds unterstützen Stressphasen bewältigen zu können.
- (16) Mit einer zusätzlichen Offenlegung durch Geldmarktfonds von wichtigen Merkmalen wie der fehlenden Kapitalgarantie, Unterstützung durch Sponsor-Gesellschaften und Bewertungsmethoden wird sichergestellt, dass sich Anleger der bestehenden Risiken vollumfänglich bewusst sind.
- (17) Eine ausführlichere Berichterstattung durch Geldmarktfonds erlaubt es Aufsichtsbehörden, die Entwicklungen im Geldmarktfonds-Sektor besser zu verstehen und Risikoquellen zu identifizieren. Daher sollte die regelmäßige Berichterstattung durch Geldmarktfonds weiter verbessert werden, insbesondere in Bezug auf die Zusammensetzung ihrer Aktiva und Passiva, die Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten und Sponsor-Unterstützung. Relevante Informationen sollten von der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde mit anderen einschlägigen nationalen und europäischen Behörden ausgetauscht werden.
- (18) Gemäß Erwägungsgrund 29 der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 wurden die Anmerkungen der einschlägigen privatwirtschaftlichen Akteure bei der Ausarbeitung dieser Empfehlung berücksichtigt.
- (19) Die vorliegende Empfehlung beeinträchtigt das geldpolitische Mandat der Zentralbanken der Union nicht.

⁽¹⁾ Konsultation zu Produktvorschriften, Liquiditätsmanagement, Verwahrstellen, Geldmarktfonds und zu langfristigen Anlagen, 26. Juli 2012.

(20) Empfehlungen des ESRB werden veröffentlicht, nachdem der Rat der Europäischen Union über die vom Verwaltungsrat geplante Veröffentlichung in Kenntnis gesetzt wurde und Gelegenheit zur Stellungnahme erhalten hat —

HAT FOLGENDE EMPFEHLUNG ERLASSEN:

ABSCHNITT 1

EMPFEHLUNGEN

Empfehlung A — Verpflichtende Umstellung auf einen variablen Nettoinventarwert

Der Kommission wird empfohlen, sicherzustellen, dass die einschlägige Gesetzgebung der Union:

1. Geldmarktfonds verpflichtet, einen schwankenden Nettoinventarwert aufzuweisen;
2. Geldmarktfonds verpflichtet, ihr Vermögen grundsätzlich zum beizulegenden Zeitwert zu bewerten, und eine Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten auf bestimmte, vorab definierte Umstände beschränkt.

Empfehlung B — Liquiditätsanforderungen

Der Kommission wird empfohlen, sicherzustellen, dass die einschlägige Gesetzgebung der Union:

1. die bestehenden Liquiditätsanforderungen für Geldmarktfonds um konkrete Mindestbeträge für täglich und wöchentlich liquide Aktiva, die Geldmarktfonds vorhalten müssen, erweitert;
2. die Verantwortlichkeit der Fondsverwalter für die Überwachung des Liquiditätsrisikos stärkt;
3. sicherstellt, dass die nationalen Aufsichtsbehörden und die Fondsverwalter über wirksame Instrumente wie z. B. vorläufige Aussetzung der Anteilsrückgabe verfügen, um Liquiditätsengpässen in Stressphasen entgegenzuwirken, die sich aus fondsspezifischen und marktweiten Entwicklungen ergeben.

Empfehlung C — Offenlegung

Der Kommission wird empfohlen, sicherzustellen, dass die einschlägige Gesetzgebung der Union:

1. die Geldmarktfonds zu konkreten Angaben — auch in ihren Marketingmaterialien — verpflichtet, durch die Anleger auf eine fehlende Kapitalgarantie und die Möglichkeit eines Kapitalverlusts hingewiesen werden;
2. die Geldmarktfonds verpflichtet, in ihrer veröffentlichten Angabe nur auf eine potenzielle Sponsor-Unterstützung, die Möglichkeit einer Unterstützung oder eines Schutzes hinzuweisen, wenn der Sponsor eine feste Zusage hinsichtlich der Unterstützung oder des Schutzes gemacht hat; in diesem Fall ist dies in den Büchern des Sponsors und in seinen aufsichtsrechtlichen Anforderungen zu berücksichtigen;

3. die Geldmarktfonds verpflichtet, ihre Bewertungsmethoden insbesondere im Hinblick auf die Anwendung der Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten offenzulegen und Anlegern angemessene Informationen zu den anwendbaren Rücknahmeverfahren in Stressphasen zur Verfügung zu stellen.

Empfehlung D — Berichterstattung und Informationsaustausch

1. Der Kommission wird empfohlen, sicherzustellen, dass die einschlägige Gesetzgebung der Union:
 - a) den Geldmarktfonds oder seinen Verwalter und den Sponsor verpflichtet, alle Fälle von Sponsor-Unterstützung, die Auswirkungen auf den Preis des Geldmarktfonds haben können, der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde unter Beifügung einer vollständigen Beschreibung der Art und Höhe einer solchen Unterstützung zu melden;
 - b) die regelmäßige Berichterstattung der Geldmarktfonds verbessert;
 - c) sicherstellt, dass die zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden im Bedarfsfall die in Buchstabe a und b angelegenen Informationen mit anderen nationalen Aufsichtsbehörden in demselben Mitgliedstaat oder anderen Mitgliedstaaten, den europäischen Aufsichtsbehörden, den Mitgliedern des Europäischen Systems der Zentralbanken und dem ESRB austauschen;
2. Der Kommission wird empfohlen, die Entwicklung einer harmonisierten Berichterstattung und einer harmonisierten Datensammlung gemäß Ziffer 1 Buchstabe b sowie die Organisation des Informationsaustauschs gemäß Ziffer 1 Buchstabe c zu fördern.

ABSCHNITT 2

UMSETZUNG

1. Auslegung

1. Im Sinne dieser Empfehlung gelten die folgenden Begriffsbestimmungen:
 - a) „Kreditinstitut“: Kreditinstitut im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 der Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute⁽¹⁾;
 - b) „nationale Aufsichtsbehörde“: eine zuständige Behörde oder Aufsichtsbehörde im Sinne von Artikel 1 Absatz 3 Buchstabe f der Verordnung (EU) Nr. 1092/2010;
 - c) „Geldmarktfonds“: regulierte und beaufsichtigte in der Union ansässige Organismen für gemeinsame Anlagen, deren vorrangiges Ziel die Erhaltung des Kapitals des Fonds ist, während Renditen entsprechend den Geldmarktzinssätzen erzielt werden, indem in Geldmarktinstrumente oder Einlagen bei Kreditinstituten investiert wird;

⁽¹⁾ ABl. L 177 vom 30.6.2006, S. 1.

- d) „Fonds mit variablen Nettoinventarwerten“: ein Geldmarktfonds, der nicht bestrebt ist, einen konstanten Anteilswert zu halten und dessen Nettoinventarwert dementsprechend schwankt. Seine Vermögenswerte werden grundsätzlich zum beizulegenden Zeitwert bewertet;
 - e) „Fonds mit konstanten Nettoinventarwerten“: ein Geldmarktfonds, der bestrebt ist, einen konstanten Anteilswert zu halten. Seine Vermögenswerte werden grundsätzlich zu fortgeführten Anschaffungskosten bewertet;
 - f) „Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten“: ein Bilanzierungsansatz unter Berücksichtigung der Anschaffungskosten des Wertpapiers und Wertberichtigung für Amortisation von Agien oder Disagien bis zur Fälligkeit.
2. Der Anhang ist Bestandteil der vorliegenden Empfehlung. Soweit der Hauptteil und der Anhang nicht übereinstimmen, hat der Haupttext Vorrang.

2. Umsetzungskriterien

1. Für die Umsetzung der vorliegenden Empfehlung gelten die folgenden Kriterien:
 - a) Diese Empfehlung bezieht sich alle definierten Geldmarktfonds;
 - b) Aufsichtsarbitrage sollte vermieden werden;
 - c) Dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz wird bei der Umsetzung unter Berücksichtigung von Zweck und Inhalt jeder Empfehlung angemessen Rechnung getragen;
 - d) Besondere Kriterien für die Umsetzung der vorliegenden Empfehlung sind im Anhang aufgeführt.
2. Die Kommission wird ersucht, dem ESRB und dem Rat die Maßnahmen mitzuteilen, die sie zur Umsetzung der vorliegenden Empfehlung ergriffen hat, oder ihr Nichthandeln in angemessener Weise zu rechtfertigen. Der Bericht sollte zumindest Folgendes enthalten:
 - a) Informationen über Inhalt und Zeitrahmen der ergriffenen Maßnahmen, einschließlich aller gegenüber den europäischen Aufsichtsbehörden ergriffenen Maßnahmen;
 - b) Beurteilung der Funktionsweise der ergriffenen Maßnahmen im Hinblick auf die Ziele der vorliegenden Empfehlung;
 - c) ausführliche Rechtfertigung eines etwaigen Nichthandelns oder Abweichens von der vorliegenden Empfehlung, einschließlich etwaiger zeitlicher Verzögerungen.

3. Zeitrahmen für die Nachverfolgung

1. Die Kommission wird ersucht, den ESRB und den Rat über die Maßnahmen, die infolge dieser Empfehlungen ergriffen worden sind, in Kenntnis zu setzen, und gegebenenfalls ein Nichthandeln gemäß den nachstehend angegebenen Fristen angemessen zu rechtfertigen.
 - a) Die Kommission wird ersucht, dem ESRB bis zum 30. Juni 2013 einen Zwischenbericht mit einer ersten Bewertung der Umsetzung der vorliegenden Empfehlungen zu übermitteln;
 - b) Die Kommission wird ersucht, dem ESRB und dem Rat bis zum 30. Juni 2014 einen Abschlussbericht über die Umsetzung der vorliegenden Empfehlungen zu übermitteln.
2. Der Verwaltungsrat kann die Frist nach Absatz 1 verlängern, sollten Gesetzesinitiativen zur Einhaltung einer oder mehrerer Empfehlungen notwendig sein.

4. Überwachung und Beurteilung

1. Das Sekretariat des ESRB
 - a) unterstützt die Kommission, unter anderem durch Bereitstellung maßgeblicher Vorlagen und gegebenenfalls detaillierter Angaben zu den Modalitäten und dem Zeitrahmen der Nachverfolgung;
 - b) überprüft die Nachverfolgung durch die Kommission, einschließlich durch Unterstützung der Kommission auf deren Verlangen, und erstattet dem Verwaltungsrat über den Lenkungsausschuss Bericht über die Nachverfolgung.
2. Der Verwaltungsrat beurteilt die von der Kommission gemeldeten Maßnahmen und Rechtfertigungen und entscheidet gegebenenfalls, ob die vorliegende Empfehlung nicht eingehalten wurde und die Adressatin ihr Nichthandeln nicht angemessen gerechtfertigt hat.

Geschehen zu Frankfurt am Main am 20. Dezember 2012.

Der Vorsitzende des ESRB
Mario DRAGHI

ANHANG ZUR EMPFEHLUNG DES ESRB ZU GELDMARKTFONDS

INHALT

	Seite
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	6
ZUSAMMENFASSUNG	7
EINLEITUNG	8
I. JÜNGSTE REGULATORISCHE INITIATIVEN	8
I.1 Internationale Initiativen	8
I.2 Initiativen auf europäischer Ebene	9
II. MMFS UND FINANZSTABILITÄT	10
II.1 First-Mover-Vorteil	10
II.2 Sponsor-Unterstützung	11
II.3 Aktuelles wirtschaftliches Umfeld	12
III. STRUKTUR DER EUROPÄISCHEN MMF-BRANCHE	12
III.1 Umfang der Ad-hoc-Erhebung des ESRB	12
III.2 Überblick über die Aktiva von MMFs	14
III.3 Überblick über die Anleger von MMFs	19
III.4 Branchenkonzentration	21
III.5 Paritätsabweichungen von CNAV-Fonds	22
IV. EMPFEHLUNGEN DES ESRB	23
IV.1 Gegenstand der Empfehlungen	23
IV.2 Empfehlung A — Verpflichtende Umstellung auf einen variablen Nettoinventarwert	23
IV.2.1 Wirtschaftliche Begründung	23
IV.2.2 Bewertung	26
IV.3 Empfehlung B — Liquiditätsanforderungen	30
IV.3.1 Wirtschaftliche Begründung	30
IV.3.2 Bewertung	33
IV.4 Empfehlung C — Offenlegung	34
IV.4.1 Wirtschaftliche Begründung	34
IV.4.2 Bewertung	34
IV.5 Empfehlung D — Berichterstattung und Informationsaustausch	35
IV.5.1 Wirtschaftliche Begründung	35
IV.5.2 Bewertung	35
IV.6 Nachverfolgung	36
IV.6.1 Zeitrahmen	36
IV.6.2 Konformitätskriterien	36
IV.6.3 Kommunikation der Nachverfolgung	37
QUELLEN	39

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

- ABS:** Asset-Backed Securities
- AIF:** Alternativer Investmentfonds
- AIFM:** Alternative Investment Fund Manager (Verwalter alternativer Investmentfonds)
- AuM:** Assets under Management (verwaltetes Vermögen)
- Bps:** Basis points (Basispunkte)
- CESR:** Committee of European Securities Regulators (Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden)
- CNAV:** Constant Net Asset Value (konstanter Nettoinventarwert)
- EAB:** Europäische Aufsichtsbehörde
- ER:** Euroraum
- ESMA:** European Securities and Markets Authority (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
- ESRB:** European Systemic Risk Board (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken)
- ESZB:** Europäisches System der Zentralbanken
- EU:** Europäische Union
- EUR:** Euro
- EZB:** Europäische Zentralbank
- FSB:** Financial Stability Board (Finanzstabilitätsrat)
- FSOC:** Financial Stability Oversight Council
- GBP:** Pfund Sterling
- HH:** Private Haushalte
- ICI:** Investment Company Institute
- IMMFA:** Institutional Money Market Funds Association
- IOSCO:** International Organization of Securities Commissions (Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden)
- MFI:** Monetäres Finanzinstitut
- Mio:** Million
- MMF:** Money Market Fund (Geldmarktfonds)
- Mrd:** Milliarde
- NAV:** Net Asset Value (Nettoinventarwert)
- NFK:** Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaft
- OGA:** Organismus für gemeinsame Anlagen
- OGAW:** Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
- SEC:** Securities and Exchange Commission
- SFI:** Sonstiges Finanzinstitut
- ST-MMF:** Short-Term Money Market Fund (Geldmarktfonds mit kurzer Laufzeitstruktur)
- USD:** US-Dollar
- ÜW:** Übrige Welt
- VGPK:** Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen
- VNAV:** Variable Net Asset Value (variabler Nettoinventarwert)
- WAL:** Weighted Average Life (gewichtete durchschnittliche Zinsbindungsdauer)
- WAM:** Weighted Average Maturity (gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit)

ZUSAMMENFASSUNG

Dieser Anhang enthält Hintergrundmaterial zu den Empfehlungen des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (European Systemic Risk Board — ESRB), mit denen die Umsetzung der Reformen des Finanzstabilitätsrats (Financial Stability Board — FSB) zur Regulierung des Schattenbankwesens in Bezug auf Geldmarktfonds (Money Market Funds — MMFs) unterstützt und bewertet werden soll. MMFs sind ein wesentlicher Bestandteil des Schattenbankensektors. Ähnlich wie Banken erbringen sie Leistungen der Fristen- und Liquiditätstransformation und können von Anlegern als sichere Alternative zu Bankeinlagen angesehen werden (insbesondere im Fall von CNAV-Fonds, die bestrebt sind, einen konstanten Anteilswert zu halten). MMFs unterliegen zwar der Wertpapieraufsicht, jedoch nicht den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen für Banken und können in einigen Fällen besonders anfällig für einen massiven Abzug von Anlagen (Anleger-Runs) mit destabilisierender Wirkung sein. Von MMFs können daher erhebliche Systemrisiken ausgehen. Ein weiteres mit MMFs verbundenes Risiko ist die implizite und diskretionäre Gewährung von Finanzhilfen durch Dritte (Sponsor-Unterstützung), wobei die Wahrscheinlichkeit einer solchen Unterstützung bei CNAV-Fonds höher sein kann.

Es wurden bereits verschiedene internationale und europäische regulatorische Initiativen (wie die IOSCO-Empfehlungen vom Oktober 2012 und die CESR/ESMA-Leitlinien vom Mai 2010) ergriffen, um den mit MMFs verbundenen Risiken Rechnung zu tragen. Außerdem wird der FSB voraussichtlich im September 2013 seine endgültigen Empfehlungen zu allen Teilbereichen des Schattenbankwesens veröffentlichen. In den USA könnte sich der Regulierungsrahmen für MMFs weiterentwickeln, nachdem die vom Financial Stability Oversight Council (FSOC) vorgeschlagenen Empfehlungen im November 2012 zur öffentlichen Konsultation gestellt worden sind. In Europa wird die Europäische Kommission ihre Gesetzesvorlage zur Reformierung des Rechtsrahmens für OGAW und MMFs voraussichtlich im ersten Quartal 2013 veröffentlichen. Es wird erwartet, dass die Empfehlungen des ESRB und der zugehörige Anhang in die Arbeit der Kommission in diesem wichtigen Bereich einfließen werden.

Merkmale der europäischen MMF-Branche

Um die möglichen Auswirkungen der Empfehlungen des ESRB abschätzen zu können, wurde ein detailliertes Profil der europäischen MMF-Branche erstellt, das unter anderem auf einer Ad-hoc-Datenerhebung beruht. Das Fondsvolumen der europäischen MMFs beträgt etwa 1 Billion EUR, davon entfallen 95 % auf drei Länder (Frankreich, Irland und Luxemburg). Anleger französischer MMFs stammen überwiegend aus dem Inland, während die Anleger irischer und luxemburgischer Fonds größtenteils im Ausland ansässig sind. Die meisten europäischen MMFs sind nach dem Regulierungsrahmen für OGAW zugelassen. Die fünf größten Gruppen, die MMFs in Europa verwalten, haben einen Anteil von 40 % an der gesamten Branche; vier davon sind mit Banken verbunden.

MMFs spielen eine wichtige Rolle in den Geldmärkten und halten Schätzungen zufolge ungefähr 25 % aller im Euroraum begebenen kurzfristigen Schuldtitel. Rund 75 % ihres Volumens ist in MFIs investiert, bei denen es sich im Fall Irlands hauptsächlich um nicht in der EU ansässige Institute handelt. Irische und luxemburgische Fonds halten einen Großteil ihres Vermögens in ausländischen Währungen, hauptsächlich in USD und GBP.

Im Gesamtbild betrachtet bedienen europäische MMFs vor allem institutionelle Anleger, auch wenn sie in einigen einzelnen Ländern normalerweise ein Privatkundenprodukt sind. MFIs sind selbst bedeutende MMF-Anleger mit einem Anteil von über 30 % an der gesamten Anlegerbasis und bevorzugen CNAV-Fonds. Es besteht eine bedeutende Anlegerbasis außerhalb der EU für europäische MMFs, insbesondere irische CNAV-Fonds. Die Wechselwirkungen der MMFs mit dem übrigen Finanzsystem werden durch die Beziehung zu ihren Sponsoren, häufig Banken, weiter verstärkt.

Knapp über 40 % des verwalteten Vermögens der Branche werden von CNAV-Fonds investiert. Zwei Drittel der europäischen CNAV-Fonds sind in Irland und ein Drittel in Luxemburg ansässig. In der Regel sind solche Fonds erheblich größer als VNAV-Fonds und haben ein konservativeres Risikoprofil, kürzere Laufzeiten, eine höhere Liquidität und eine größere Anlegerbasis außerhalb der EU. In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass in den CESR/ESMA-Leitlinien von 2010 Standards für zulässige Anlagen von MMFs sowie die Qualität und Laufzeit dieser Anlagen festgelegt wurden. Nach den Ergebnissen der Datenerhebung des ESRB traten bei etwa 27 % der erfassten CNAV-Fonds im Fünfjahreszeitraum Juni 2007 bis Juni 2012 Abweichungen von mehr als 10 Basispunkten zwischen ihrem Nennwert und dem Marktwert ihres Vermögens auf. In keinem der Fälle meldeten die betroffenen Fonds Anhaltspunkte für eine Sponsor-Unterstützung.

Empfehlungen des ESRB

Die Empfehlungen des ESRB decken sich weitgehend mit den IOSCO-Empfehlungen vom Oktober 2012. Bei der Bekämpfung von Systemrisiken lautet das zentrale Ziel der Arbeit der IOSCO, die Anfälligkeit von MMFs für Anleger-Runs zu verringern. Unter anderem ausgehend von den Ergebnissen einer eigenen Datenerhebung werden die Empfehlungen des ESRB durch eine quantitative und qualitative Analyse ergänzt, um herauszufinden, ob eine Änderung der Geschäftsmodelle nach den Reformen zu einer massiven Schrumpfung von MMFs führen würde, insbesondere in einer Zeit, in der diese Branche bereits durch das Niedrigzinsumfeld belastet wird. Die Empfehlungen decken die folgenden vier spezifischen Bereiche ab.

Verpflichtende Umstellung auf VNAV: MMFs sollten verpflichtet sein, einen schwankenden Nettoinventarwert aufzuweisen. Dadurch werden ihre Kapitalanlagemerkmale verstärkt und ihre einlagenähnlichen Merkmale verringert. Mit dieser Verpflichtung haben Anleger einen geringeren Anreiz, ihr Kapital abzuziehen, die Preistransparenz wird erhöht und die Wechselwirkungen im Finanzsystem werden verringert. Ferner wird empfohlen, das Vermögen von MMFs grundsätzlich zum beizulegenden Zeitwert zu bewerten und eine Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten nur unter bestimmten vorab festgelegten Bedingungen zuzulassen.

Liquiditätsanforderungen: Die bestehenden Liquiditätsanforderungen sollten um konkrete Mindestquoten für liquide Anlagen mit täglicher und wöchentlicher Fälligkeit erweitert werden, die MMFs vorhalten müssen. Die Verantwortlichkeit der Fondsverwalter für die Überwachung des Liquiditätsrisikos sollte verstärkt werden. Außerdem sollten wirksame Instrumente, beispielsweise durch eine vorübergehende Aussetzung der Anteilsrücknahmen, vorhanden sein, um Liquiditätsengpässen in Stressphasen, die sich durch fondsspezifische und marktweite Entwicklungen ergeben können, entgegenzuwirken.

Offenlegung: In den Marketingmaterialien von MMFs sollten Anleger auf eine fehlende Kapitalgarantie und die Möglichkeit eines Kapitalverlusts hingewiesen werden. Eine veröffentlichte Angabe, die den Eindruck einer Sponsor-Unterstützung oder die Möglichkeit einer solchen Unterstützung erweckt, sollte untersagt werden, es sei denn, die Unterstützung geht mit einer festen Verpflichtung aufseiten des Sponsors einher, wobei diese Verpflichtung in den Büchern des Sponsors und in den aufsichtsrechtlichen Anforderungen zu berücksichtigen ist. Schließlich sollten die Marketingmaterialien eine Beschreibung der Bewertungsmethoden enthalten, insbesondere im Hinblick auf die Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten und die Möglichkeit der Aussetzung der Zeichnung und Rückgabe von Anteilen, auch in Stressphasen.

Berichterstattung und Informationsaustausch: Alle Fälle von Sponsor-Unterstützung sollten den zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden gemeldet werden, die diese Informationen wiederum an andere zuständige Behörden auf nationaler und europäischer Ebene weitergeben sollten. Die regelmäßige Berichterstattung der MMFs sollte weiter verbessert und harmonisiert werden. Sofern relevant, sollten die zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden Informationen mit den anderen zuständigen Behörden (im Inland, Ausland und europaweit) austauschen.

EINLEITUNG

Ziel der Empfehlungen des ESRB und der Begleitanalyse ist es, die potenziellen Auswirkungen der IOSCO-Empfehlungen zu Geldmarktfonds vom Oktober 2012 auf die MMF-Branche in der EU unter dem Gesichtspunkt der Finanzstabilität zu bewerten. Als Hilfestellung und Empfehlung für die politischen Entscheidungsträger in der EU konzentriert sich dieser Anhang auf die Umsetzungspunkte, die für die Finanzstabilität besonders relevant sind.

Die quantitativen und qualitativen Analysen in diesem Anhang greifen auf verschiedene Informationsquellen zurück, darunter akademische Forschung, frühere Arbeiten des ESRB zu MMFs, statistische Daten der EZB und eine eigene Ad-hoc-Datenerhebung des ESRB, um detailliertere Angaben zu erfassen, die über die Informationen in öffentlich verfügbaren Quellen hinausgehen. Außerdem hat der ESRB ein Gespräch am runden Tisch mit Marktteilnehmern durchgeführt, bei dem die Ansichten der Branche eingeholt wurden.

Abschnitt I des Anhangs gibt einen Überblick über die jüngsten internationalen und europäischen regulatorischen Initiativen für MMFs, um die Empfehlungen des ESRB in einen breiteren Kontext einzuordnen. **Abschnitt II** enthält eine kurze Zusammenfassung der von MMFs ausgehenden Systemrisiken, denen mit den Empfehlungen entgegengewirkt werden soll. Zur analytischen Untermauerung der Empfehlungen befasst sich **Abschnitt III** mit der Marktstruktur der MMF-Branche in Europa. Den Schwerpunkt bilden dabei jene Elemente des Marktes, die für Systemrisiken besonders relevant sind. In **Abschnitt IV** werden die konkreten Empfehlungen des ESRB einzeln erörtert — jeweils mit einer wirtschaftlichen Begründung, einer Bewertung und den Konformitätskriterien.

I. JÜNGSTE REGULATORISCHE INITIATIVEN

I.1 Internationale Initiativen

Nach einer Bewertung der Ursachen der jüngsten Finanzkrise wiesen mehrere nationale Regulierungsbehörden und internationale Organisationen darauf hin, dass MMFs strukturell reformiert werden müssen. Im Rahmen des G-20-Gipfels, der im November 2010 in Seoul stattfand, ersuchten die Staats- und Regierungschefs den **Finanzstabilitätsrat**, Empfehlungen zur Stärkung der Beaufsichtigung und Regulierung des Schattenbankensystems zu erarbeiten. Am 27. Oktober 2011 veröffentlichte der FSB eine Reihe erster Empfehlungen, die beim G-20-Gipfel in Cannes gebilligt wurden. Der FSB empfahl insbesondere, den Regulierungsrahmen für MMFs zu verbessern. Er identifizierte MMFs mit konstantem Nettoinventarwert (CNAV), die bestrebt sind, einen unveränderten Anteilswert zu halten, als eine wesentliche Quelle potenzieller Risiken, die durch eine freiwillige/verpflichtende Umstellung auf variable Nettoinventarwerte (VNAV), strengere Kapital- und Liquiditätsanforderungen für CNAV-MMFs und/oder andere mögliche Ansätze gemindert werden können. Ferner beauftragte der FSB die International Organization of Securities Commissions (IOSCO), mögliche regulatorische Reformen zu untersuchen, die die Anfälligkeit von MMFs für Anleger-Runs und andere Systemrisiken verbessern würden, und Politikempfehlungen zu erarbeiten.

Diesem Auftrag entsprechend veröffentlichte die **IOSCO** am 9. Oktober 2012 Empfehlungen für die Reformierung von MMFs. Anknüpfend an diese Empfehlungen erklärte die IOSCO in einer Pressemitteilung, dass die Veröffentlichung der IOSCO-Empfehlungen von den Kommissaren der Securities and Exchange Commission (SEC) mehrheitlich nicht befürwortet worden sei, es jedoch keine anderen Einwände gegeben habe und der Board der IOSCO den Bericht mit den Empfehlungen verabschiedet habe.

Am 18. November 2012 veröffentlichte der FSB mehrere Konsultationsdokumente, darunter einen integrierten Überblick über die Empfehlungen zum Schattenbankwesen. In diesem Bericht begrüßte der FSB die IOSCO-Empfehlungen als wirksamen Rahmen für eine umfassende Stärkung der Widerstandsfähigkeit von MMFs gegenüber Risiken. Außerdem billigte der FSB die Empfehlung, dass CNAV-MMFs auf MMFs mit schwankendem (oder variablem) Nettoinventarwert (VNAV-MMFs) umgestellt werden sollten, sofern dies praktikabel ist. Der FSB merkte ferner an, dass die Sicherheitsmaßnahmen, die zur Verbesserung der Widerstandsfähigkeit von CNAV-MMFs gegenüber Runs eingeführt werden müssen, wenn eine solche Umstellung nicht praktikabel ist, von ihrer Funktion her den Kapital-, Liquiditäts- und sonstigen aufsichtsrechtlichen Anforderungen gleichwertig sein sollten, die Banken als Schutz gegen Runs auf ihre Einlagen auferlegt werden.

Der FSB kündigte an, dass er seine endgültigen Empfehlungen zum Schattenbankwesen, einschließlich ausführlicher Empfehlungen zu jedem der fünf Teilbereiche (von denen MMFs einer sind) bis September 2013 fertigstellen wird. Auch wenn der Teilbereich MMFs inzwischen weitgehend abgeschlossen ist, können einige andere, insbesondere die Teilbereiche, die sich mit den Wechselwirkungen zwischen Banken und Schattenbanken sowie Wertpapierleih- und Repo-Geschäften befassen, auch Auswirkungen auf die MMF-Reformen haben.

In den **Vereinigten Staaten** wurden 2010 bestimmte MMF-Reformen verabschiedet. Zum damaligen Zeitpunkt wies die SEC darauf hin, dass diese Reformen ein erster Schritt seien. Im Oktober 2010 veröffentlichte die US-amerikanische President's Working Group on Financial Markets einen Bericht, in dem eine Reihe zusätzlicher möglicher Maßnahmen vorgestellt wurde, da die Reformen von 2010 allein voraussichtlich keinen Run verhindern könnten. Die SEC befasste sich daher mit der Entwicklung weiterer Strukturreformen. Am 22. August 2012 gab die SEC-Vorsitzende Mary Schapiro jedoch bekannt, dass die Mehrheit der SEC-Kommissare die Vorschläge der SEC-Mitarbeiter zur Reformierung der Struktur der MMF-Branche nicht unterstützen würde.

Infolgedessen wurde der Financial Stability Oversight Council (FSOC) am 27. September 2012 von US-Finanzminister Timothy Geithner ersucht, ohne Unterstützung der SEC tätig zu werden. Am 13. November 2012 stellte der FSOC seine Empfehlungsvorschläge für eine MMF-Reform zur öffentlichen Konsultation. In diesen Empfehlungen werden drei Alternativen dargelegt, die sich nicht zwangsläufig gegenseitig ausschließen: i) schwankender NAV, ii) stabiler NAV mit NAV-Puffer und „Minimum Balance at Risk“ sowie iii) stabiler NAV mit NAV-Puffer und anderen Maßnahmen. Der Ausgang der öffentlichen Konsultation steht zum Datum dieses Anhangs noch nicht fest. Ebenso unklar ist, ob die SEC nach den Empfehlungen des FSOC handeln wird, insbesondere in Anbetracht der bereits erwähnten Schwierigkeiten bei ihren ersten Vorstößen.

1.2 Initiativen auf europäischer Ebene

Im Mai 2010 veröffentlichte der **Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden** (Committee of European Securities Regulators — CESR, das Vorgängergremium der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority — ESMA)), Leitlinien, um die Definition des Begriffs „MMF“ in Europa zu vereinheitlichen und neue gemeinsame Standards zur Behebung der während der Finanzkrise festgestellten Mängel festzulegen. In den Leitlinien wurde eine Klassifizierung mit zwei Arten von MMFs eingeführt: „Geldmarktfonds mit kurzer Laufzeitstruktur“ (Short-Term Money Market Funds — ST-MMFs) und „Geldmarktfonds“. Außerdem wurden darin strenge Vorgaben in Bezug auf die Qualität und Laufzeit des Portfolios, Risikomanagement und Offenlegung festgelegt. Die CESR/ESMA-Leitlinien traten im Juli 2011 in Kraft, mit einem sechsmonatigen Übergangszeitraum für bestehende Fonds, und gelten sowohl für OGAW-Fonds als auch Nicht-OGAW-Fonds.

Die Leitlinien greifen bereits die meisten IOSCO-Empfehlungen auf. Beispielsweise sehen die Leitlinien — wie von der IOSCO (Empfehlungen 1 bis 3) empfohlen — eine ausdrückliche Definition des Begriffs „MMF“, strenge Regeln bezüglich der Art von Instrumenten, in die MMFs investieren dürfen (einschließlich des Verbots einer Anlage in Eigenkapitaliteln), Höchstgrenzen für die Restlaufzeit der Instrumente sowie Höchstgrenzen für die gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (Weighted Average Maturity — WAM) und die gewichtete durchschnittliche Zinsbindungsdauer (Weighted Average Life — WAL) des Portfolios vor. In dem Zeitraum nach Inkrafttreten der Leitlinien, d. h. in den letzten Monaten des Jahres 2011, wurde eine beträchtliche Anzahl an Fonds, die ursprünglich als MMFs vermarktet worden waren, umbenannt und in andere Fondskategorien umgegliedert.

In Bezug auf die IOSCO-Empfehlungen zum Liquiditätsmanagement (Empfehlungen 6 bis 8) gibt es bereits einen starken europäischen Rechtsrahmen. Gemäß der Richtlinie 2010/43/EU hinsichtlich Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds müssen bereits in regelmäßigen Abständen Liquiditätsstresstests durchgeführt werden.

Abschließend sei darauf hingewiesen, dass Fragen der Risikostreuung, Risikobegrenzung und Zulässigkeit von Vermögenswerten im OGAW-Rahmen bereits erfasst sind.

Die CESR/ESMA-Leitlinien greifen jedoch weder alle IOSCO-Empfehlungen noch alle Probleme auf, die die IOSCO als inhärente Merkmale von MMFs identifiziert hat. Insbesondere sind ST-MMFs mit CNAV nach wie vor zulässig. Außerdem dürfen MMFs Instrumente mit einer Restlaufzeit von höchstens 397 Tagen zu fortgeführten Anschaffungskosten bewerten, wodurch ebenfalls Risiken entstehen können und die Preistransparenz verringert werden kann. Darüber hinaus stehen den Regulierungsbehörden, da die Sponsor-Unterstützung derzeit nicht geregelt ist und keiner Meldepflicht unterliegt, keine diesbezüglichen Informationen zur Verfügung.

Ergänzend zum europäischen Regulierungsrahmen hat **die Fondsbranche** einen Katalog bewährter Verfahren entwickelt, die sich im Code of Practice der Institutional Money Market Funds Association (IMMFA) widerspiegeln. Gemäß diesem Kodex haben CNAV-MMFs die Differenz zwischen ihren veröffentlichten Preisen und den Marktbewertungen (dem sogenannten Schattenpreis) mindestens wöchentlich zu überwachen. Es sollten Eskalationsverfahren, hauptsächlich über das interne Meldewesen, für Abweichungen von mehr als 10 Basispunkten, mehr als 20 Basispunkten und mehr als 30 Basispunkten vorhanden sein. Falls der Marktwert um 50 Basispunkte geringer als der Nennwert ist, wird davon ausgegangen, dass der Fonds eine „dauerhafte Wertminderung“ aufweist. In solchen Fällen ist der IMMFA ein „Breaking the Buck“ zu melden.

Schließlich prüft die **Kommission** die Notwendigkeit weiterer Reformen zur Regulierung von MMFs. In ihrem Grünbuch zum Schattenbankwesen (2012) betont die Kommission die Rolle von MMFs im Schattenbankensystem. Ferner veröffentlichte die Kommission ein Konsultationspapier zum künftigen Rahmen für Investmentfonds (2012). Ein Abschnitt des Dokuments befasst sich mit der Frage CNAV-/VNAV-MMFs, ihrer Bewertung, der Rolle von MMFs in Bezug auf Systemrisiken und das Vertrauen auf Ratings. Ein Legislativvorschlag der Kommission zu MMFs wird voraussichtlich im ersten Quartal 2013 veröffentlicht. Im Oktober 2012 hat das **Europäische Parlament** im Ausschuss für Wirtschaft und Währung einen Antrag zum Schattenbankwesen angenommen, der die IOSCO-Empfehlungen unterstützt und eine auf bestimmte Geschäfte beschränkte Banklizenz für CNAV-Fonds fordert.

Wie nachfolgend dargelegt wird, hat die MMF-Branche in Europa einen erheblichen internationalen Bezug. Deshalb besteht eine Herausforderung bei den verschiedenen laufenden internationalen und europäischen Initiativen darin, das potenzielle Risiko zu steuern, das aufgrund von Abweichungen in den regulatorischen Initiativen zur Bekämpfung der von MMFs ausgehenden Systemrisiken entstehen kann.

II. MMFs UND FINANZSTABILITÄT

MMFs bilden einen wesentlichen Bestandteil des Schattenbankensystems (FSB, 2011). Sie sind Anlageprodukte, die der Wertpapieraufsicht unterliegen, sind aber insofern mit Banken vergleichbar, als sie Leistungen der Fristen- und Liquiditäts-transformation erbringen und bei Anlegern, insbesondere im Fall von CNAV-Fonds, als sichere Alternative zu Bankanlagen gelten. MMFs können jedoch weniger liquide Aktiva halten, die erst viel später, nachdem die Anleger ihre Anteile zurückgegeben haben, fällig werden, und zudem mit Anlagerisiken behaftet sein können. Im Gegensatz zu Banken haben MMFs keinen Zugang zum öffentlichen Sicherheitsnetz; in der Regel erhalten sie keine ausdrücklichen Hilfen von ihren Sponsor-Gesellschaften, auch wenn es mehrere Fälle gab, in denen Sponsoren angeschlagene Fonds im Nachhinein aktiv unterstützt haben.

Wie zahlreiche wirtschaftswissenschaftliche Arbeiten — insbesondere für den US-amerikanischen Markt — belegen, sind MMFs aufgrund ihres Verhaltens und Charakters anfällig für destabilisierende Runs, die schnell auf andere Fonds übergreifen können. Dies kann die Liquidität und Verfügbarkeit kurzfristiger Kredite beeinträchtigen, nicht zuletzt für Banken, für die MMFs eine wichtige Refinanzierungsquelle darstellen.⁽¹⁾ Das Risiko von Anleger-Runs ist hauptsächlich auf den First-Mover-Vorteil und die Unsicherheit über eine stillschweigende und diskretionäre Sponsor-Unterstützung zurückzuführen.

II.1 First-Mover-Vorteil

Der First-Mover-Vorteil — der Vorteil, „den ersten Zug zu machen“ — trifft zwar auf alle Investmentfonds zu, ist nach Ansicht vieler jedoch hauptsächlich für **CNAV-MMFs** relevant, da ihre Anteile sofort zu einem gerundeten konstanten Anteilswert (z. B. 1 EUR oder 1 USD) zurückgegeben werden können.⁽²⁾ Daher besteht ein Risiko, dass der Anteilswert in Stressphasen oder bei Bedenken hinsichtlich der Qualität der Basiswerte eventuell nicht den „wahren Wert“ des zugrunde liegenden Fondsportfolios widerspiegelt. Ein Merkmal dieses Vorteils besteht darin, dass frühe Rücknahmeanträge zum

⁽¹⁾ Siehe auch FSOC (2012), S. 17–28; dort findet sich eine Analyse der Systemrisiken und ein Überblick über weitere wissenschaftliche Forschungsarbeiten, z. B. Baba et al. (2009); Duygan-Bump et al. (erscheint in Kürze); Gordon und Gandia (2012); Gorton und Metrick (2010), S. 261–297; Kacperczyk und Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe et al. (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

⁽²⁾ Siehe Occasional Paper des ESRB (2012); FSB (2011); FSOC (2012); IOSCO (2012); Baba et al. (2009); Gorton und Metrick (2010); McCabe (2010).

Nennwert ausgezahlt werden, selbst wenn der tatsächliche Wert der Vermögenswerte möglicherweise geringer ist. Dies bedeutet, dass die Verluste auf die verbleibenden Anteilhaber abgewälzt werden, da Anleger, die ihre Anteile später zurückgeben, überproportional von den Verlusten betroffen sind. Dieser First-Mover-Vorteil kann zu destabilisierenden Runs beitragen. Unsicherheit über die Qualität der Vermögenswerte im Portfolio kann Anreize für einen Run schaffen, selbst wenn der Marktwert tatsächlich nicht vom Nennwert abweicht. Das Risiko von Anleger-Runs kommt vor allem bei institutionellen Anlegern zum Tragen, da diese sehr risikoscheu sind und meist schneller und stärker als Privatkunden reagieren. Allgemeiner ausgedrückt, kann das CNAV-Merkmal das Instabilitätsrisiko erhöhen, indem es bei einigen Anlegern die Erwartung einer Anteilsrückgabe zum Nennwert weckt, die auf dem Glauben beruht, Anteile an MMFs seien risikolose Zahlungsmitteläquivalente. Dementsprechend kann es das Risiko eines Runs erhöhen, wenn der Fonds diese Erwartungen nicht erfüllt und der Anteilswert unter pari fällt („Breaking the Buck“).

Obgleich der First-Mover-Vorteil vor allem CNAV-Fonds betrifft, zeigen Erfahrungen aus der Finanzkrise, dass Anleger in **VNAV-MMFs** ebenfalls einen Anreiz haben können, ihre Anteile abzustoßen.⁽¹⁾ Da MMFs nicht über eine tägliche Liquidität von 100 % verfügen, gibt es tatsächlich Fälle, in denen die Rücknahmeanträge von Anlegern nicht erfüllt werden können. Anleger können daher trotzdem einen Anreiz haben, ihre Anteile schnell zurückzugeben (wie bei allen Investmentfonds), weil der Fonds bei späteren Rücknahmeanträgen gezwungen sein kann, weniger liquide Vermögenswerte zu veräußern, und möglicherweise Verluste erleidet. Der Anreiz für einen Abzug der Anlagen kann durch Bewertungsunsicherheiten verstärkt werden, die auch bei VNAV-Fonds bestehen können.

II.2 Sponsor-Unterstützung

Mehrere Studien belegen, dass MMFs in der Vergangenheit immer wieder Finanzhilfen durch Dritte erhalten haben.⁽²⁾ Für den Zeitraum 1980–2009 identifizierte Moody's über 200 CNAV-MMFs in den USA und Europa, denen eine Sponsor-Unterstützung gewährt wurde. Die Unterstützung erreichte ihren Höhepunkt im Zeitraum 2007 bis 2009, als über 60 Fonds (36 US-amerikanische und 26 europäische Fonds) hauptsächlich aufgrund von Bonitätsverschlechterungen/Zahlungsunfähigkeit und Liquiditätsproblemen auf Hilfe angewiesen waren. Moody's zufolge fielen bei mindestens 20 Gesellschaften, die Prime-Fonds in den USA und Europa verwalten, Ausgaben in Höhe von rund 12 Milliarden USD an, um den Wert ihrer CNAV-Fonds zu halten. Mindestens zwei Fondsgesellschaften verließen sich zur Erfüllung der Rücknahmeanträge auf die Bilanz ihrer Muttergesellschaften und den Zugang zum Diskontfenster der Federal Reserve, während zwei Gesellschaften die MMF-Aktiva in ihren Bilanzen konsolidierten (siehe auch Occasional Paper des ESRB, 2012).

Die Zahlungsunfähigkeit des Reserve Primary Fund in den USA verdeutlicht den fundamentalen Fehler, sich auf eine stillschweigende und diskretionäre Sponsor-Unterstützung zu verlassen. Es kam zu einem „Breaking the Buck“, d. h. der Fonds konnte nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers (1,2 % seines NAV waren in Lehman Brothers investiert) seinen Nettoinventarwert von 1 USD nicht mehr halten. Dieser Verlust löste sofort eine Kapitalflucht aus dem Fonds aus, die wiederum innerhalb weniger Tage zu einem allgemeinen sehr massiven Abzug von Anlagen aus US-MMFs führte. Der Sponsor des Reserve Primary Fund hat den Fonds letztlich nicht unterstützt, was möglicherweise Anlass zu einer grundsätzlichen Unsicherheit über die Sponsor-Unterstützung gegeben und den Run auf die MMF-Branche beschleunigt hat. Insgesamt führten die Ereignisse zu Verwerfungen am Markt für Commercial Paper, der die US-amerikanischen Behörden zum Eingreifen zwang, unter anderem durch die Einrichtung von zwei Liquiditätslinien und die Erhöhung der Deckungssumme für die Einlagensicherung.

Dies scheint die Bedeutung der Sponsor-Unterstützung im Zeitverlauf zu belegen, macht aber auch einen potenziellen Mangel deutlich. Die Unsicherheit über die Verfügbarkeit solcher Hilfen während der jüngsten Krise kann daher zu den Runs beigetragen haben. Wie McCabe (2011) sowie Gordon und Gandia (2012) zeigen, ist die Kapazität des Sponsors ein wichtiger Faktor für das Anlegerverhalten. Gordon und Gandia (2012) weisen nach, dass CNAV-Fonds, die von potenziell schwachen Gesellschaften verwaltet oder unterstützt werden, erheblich höhere Mittelabflüsse verzeichneten und einem höheren Risiko eines Anleger-Runs ausgesetzt waren. Außerdem berücksichtigen Analysten und Ratingagenturen häufig

⁽¹⁾ Siehe Scott (2012), der Zahlen des ICI zitiert, wonach französische VNAV-Fonds im Dreimonatszeitraum von Juli 2007 bis September 2007 etwa 40 % ihres Vermögens verloren haben. Diese Fonds waren jedoch keine MMFs nach französischem Recht, sondern wurden als „erweiterte MMFs“ vermarktet.

⁽²⁾ Siehe Brady (2012) und Moody's (2010). Im Consultation Report der IOSCO (April 2012) werden auch die Ergebnisse der SEC zu Sponsor-Unterstützung aufgeführt: Nach Schätzungen von SEC-Mitarbeitern erhielten im Zeitraum von August 2007 bis zum 31. Dezember 2008 knapp 20 % aller MMFs Finanzhilfen von ihren Portfoliomanagern oder verbundenen Unternehmen.

die Bilanz und Finanzkraft der Institute, die MMFs anbieten. Der implizite Charakter der Sponsor-Unterstützung und ihre Abhängigkeit von der Kapazität des Sponsors können daher Unsicherheit unter den Marktteilnehmern verursachen, was dazu führen kann, dass MMFs anfälliger für Runs sind. Grundsätzlich kann ein System, das von impliziten und diskretionären Garantien Dritter abhängig ist, als instabil angesehen werden, da der Garantiegeber die Kosten der impliziten Vereinbarung nicht internalisiert (McCabe, 2011).

II.3 Aktuelles wirtschaftliches Umfeld

Das derzeitige Niedrigzinsumfeld wirft die Frage auf, ob MMFs ihren CNAV halten können. Nach der Zinssenkung der EZB im Juli 2012 verzeichneten die kurzfristigen Schuldinstrumente, in die europäische MMF überwiegend investieren, einen drastischen Rückgang der Renditen, sogar bis in den negativen Bereich. Da die CNAV-Struktur keine Verluste auffangen kann, waren die Verwalter von CNAV-Fonds gezwungen, die Zeichnung von Fondsanteilen auszusetzen, während einige Fonds entschieden, den NAV — zumindest indirekt — auf einen variablen Wert umzustellen. In einigen Fällen wird nicht der Anteilspreis, sondern die Anzahl der von Anlegern gehaltenen Anteile reduziert, sodass die Anleger tatsächlich Verluste erleiden. Ein Beispiel ist die Bank JPMorgan Chase, die den Anlegern von zwei großen europäischen MMFs (des Euro Liquid Fund mit einem verwalteten Vermögen (Assets under Management, AuM) von 4 Milliarden EUR und des Government Liquidity Fund mit 13 Milliarden EUR) im Oktober 2012 diese Art des Umgangs mit Verlusten mitteilte. Für diese Fonds wurde eine neue „flexible“ Anteilsklasse aufgelegt, in der der Anteilswert der Anlegerbestände zwar stabil auf 1 EUR gehalten wird, vom Gesamtdotop jedoch Anteile zur Deckung der Betriebskosten und negativer Renditen abgezogen werden.

III. STRUKTUR DER EUROPÄISCHEN MMF-BRANCHE

Um die Auswirkungen von MMFs auf die Finanzstabilität (die im vorherigen Abschnitt auf einer eher konzeptionellen Ebene erörtert wurden) und die mögliche Auswirkung der in Abschnitt IV dargestellten Empfehlungen des ESRB bewerten zu können, folgt in diesem Abschnitt ein detailliertes Profil der europäischen MMF-Branche auf Basis einer quantitativen Analyse.

Wie aus EZB-Statistiken hervorgeht, betrug das AuM europäischer MMFs im Juni 2012 ungefähr 1 Billion EUR. Dieser Wert liegt unter dem Höchststand von 1,4 Billionen EUR im Jahr 2008 und annähernd auf dem Niveau von 2011. Die Anzahl der Fonds ist ebenfalls von über 1 300 im Jahr 2011 auf 1 171 Fonds im Juni 2012 gesunken. Der jüngste Rückgang ist teilweise auf eine Konsolidierung des Sektors nach der in Abschnitt I.2 genannten Umsetzung der CESR/ESMA-Leitlinien zurückzuführen.

Rund 95 % der europäischen MMF-Branche konzentriert sich auf drei Länder: (Frankreich (39 % Marktanteil gemessen am AuM), Luxemburg (31 %) und Irland (25 %)). Bezogen auf die gesamte Investmentfondsbranche im Euroraum entfielen im Juni 2012 etwa 15 % des gesamten AuM auf MMFs. Der höchste Anteil mit rund 38 % wird in Frankreich verzeichnet. In Irland macht das Vermögen von MMFs etwa 32 % und in Luxemburg ungefähr 11 % des gesamten Investmentfondsmarkts aus. Das AuM von MMFs innerhalb der EU hat jedoch nur einen Anteil von 2,5 % am Gesamtvermögen des MFI-Sektors (ohne Zentralbanken) im Euroraum.

III.1 Umfang der Ad-hoc-Erhebung des ESRB

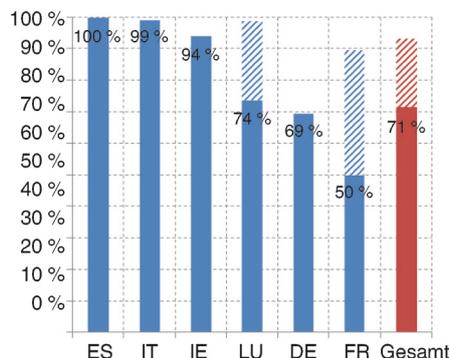
Um differenziertere Informationen als die in den EZB-Statistiken verfügbaren Angaben zu erhalten, führte der ESRB eine Ad-hoc-Erhebung zu MMFs durch, bei der auch Daten einzelner Fonds verwendet wurden. Die Daten wurden nach bestem Bemühen von sechs Ländern (Frankreich, Deutschland, Irland, Italien, Luxemburg und Spanien) zusammengetragen und entsprechen dem Stand per Ende Juni 2012. Die Daten geben Aufschluss über die Bilanzstruktur nach Fondsarten, z. B. CNAV-Fonds, VNAV-Fonds mit kurzer Laufzeitstruktur und sonstige VNAV-Fonds, eine Aufschlüsselung, die es in den EZB-Statistiken nicht gibt. Außerdem enthält die Erhebung Informationen über die Schattenpreise von CNAV-Fonds im Zeitraum von Juni 2007 bis Juni 2012.

Die ESRB-Erhebung umfasst 71 % des branchenweiten AuM in den sechs Berichtsländern gemäß den EZB-Statistiken.⁽¹⁾ Außerdem wurden — aggregierte — Informationen für weitere 22 % der Branche in diesen Ländern erhoben. Diese zusätzlichen Daten geben nur die Aufteilung nach Fondsart, Fondsverwalter und Fondsgröße gemessen am AuM wieder (siehe **Abbildung 1**). Insgesamt erfassen die Daten der Erhebung 93 % der MMF-Branche in den sechs Ländern (bzw. 89 % des EU-weiten MMF-Sektors).

⁽¹⁾ Der Erfassungsgrad ist bei den Passiva etwas geringer, weil keine Daten zur Anlegerbasis für MMFs aus Deutschland vorliegen.

Abbildung 1

ESRB-Erhebung: Erfassungsgrad nach Ländern (in %)

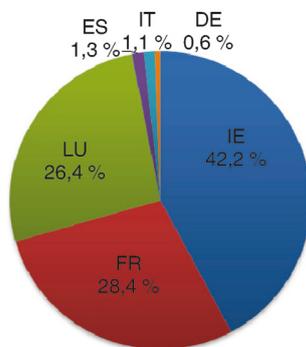


Quelle: ESRB-Erhebung und EZB.

Anmerkung: Der beabsichtigte Erfassungsgrad für gesamte AuM der jeweiligen MMFs mit Sitz in den einzelnen Ländern betrug etwa 75 %. Die schraffierten Bereiche beziehen sich auf Teilangaben (z. B. nur Fondsart). Der tatsächliche Erfassungsgrad ist höher, wenn man einige doppelte Zählungen berücksichtigt (im Fall Frankreichs beträgt er z. B. 60 % nach Eliminierung von Dachfonds und Master-Feeder-Fonds).

Abbildung 2

Zusammensetzung der Stichprobe (nach AuM, in %)



Quelle: ESRB-Erhebung.

Anmerkung: Nur Anteil der vollständigen Angaben.

Die Erhebung hat ergeben, dass CNAV-Fonds einen Anteil von ungefähr 43 % (bzw. 433 Milliarden EUR) am gesamten AuM europäischer MMFs haben. Von diesen Fonds sind rund zwei Drittel in Irland (272 Milliarden EUR) und ein Drittel in Luxemburg (161 Milliarden EUR) ansässig. Bei den MMFs mit Sitz in Frankreich entfallen 47 % auf VNAV-Fonds mit kurzer Laufzeitstruktur (ST-VNAV) und 36 % auf sonstige VNAV-Fonds (d. h. VNAV-Fonds ohne ST-VNAV). Die MMFs in Deutschland, Italien und Spanien sind fast ausschließlich VNAV-Fonds. Bei der Unterscheidung CNAV/VNAV sei darauf hingewiesen, dass diese Zahlen auf einer Selbstklassifizierung der untersuchten Fonds basieren, da es keine eindeutige rechtliche oder statistische Definition von CNAV/VNAV gibt. Einige Fonds haben sowohl CNAV- als auch VNAV-Anteilsklassen.

Was die Anzahl der Fonds betrifft, so umfasst die Erhebung 123 CNAV-Fonds mit Sitz in Luxemburg und Irland. Dies entspricht einem Anteil von 13 % gemessen an der Fondsanzahl, jedoch 45 % gemessen am AuM in den sechs Ländern der Erhebung (siehe **Tabelle 1**). Außerdem wurden 330 VNAV-Fonds (davon 124 ST-VNAV) aus den sechs Ländern erfasst.

Tabelle 1

Verteilung des AuM und der Fondszahl nach Arten und Ländern (in Mio. EUR)

	Frankreich		Irland		Luxemburg		Spanien		Italien		Deutschland		Stichprobe, gesamt	
	Fondszahl	AuM	Fondszahl	AuM	Fondszahl	AuM	Fondszahl	AuM	Fondszahl	AuM	Fondszahl	AuM	Fondszahl	AuM
CNAV	0	0	65	272,992	58	160,976	0	0	0	0	0	0	123	433,968
	0,0 %	0,0 %	66,3 %	88,2 %	19,5 %	64,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,8 %	44,4 %
ST-VNAV	111	185,800	3	11,701	6	23,409	4	208	0	0	0	0	124	221,118
	25,5 %	47,0 %	3,1 %	3,8 %	2,0 %	9,3 %	5,6 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,9 %	22,6 %
VNAV	95	141,840	6	8,707	7	19,375	67	8,774	13	7,855	18	4,213	206	190,763
	21,8 %	35,9 %	6,1 %	2,8 %	2,3 %	7,7 %	94,4 %	97,5 %	92,9 %	99,0 %	37,5 %	69,3 %	21,4 %	19,5 %
Sonstige VNAV	229	67,703	24	16,089	228	46,849	0	18	1	79	30	1,864	512	132,603
	52,6 %	17,1 %	24,5 %	5,2 %	76,5 %	18,7 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	53,1 %	13,6 %
OGAW	150	264,000	73	290,696	20	173,908	71	8,981	13	7,855	8	2,864	335	748,303
	34,5 %	66,8 %	74,5 %	93,9 %	6,7 %	69,4 %	100,0 %	99,8 %	92,9 %	99,0 %	16,7 %	47,1 %	34,8 %	76,5 %
Nicht-OGAW	56	66,443	1	2,705	4	10,577	0	0	0	0	10	1,349	71	81,074
	12,9 %	16,8 %	1,0 %	0,9 %	1,3 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	20,8 %	22,2 %	7,4 %	8,3 %
k. A.	229	64,900	24	16,070	274	66,125	0	18	1	79	30	1,864	558	149,056
	52,6 %	16,4 %	24,5 %	5,2 %	91,9 %	26,4 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	57,9 %	15,2 %
Gesamt	435	395,343	98	309,471	298	250,610	71	8,999	14	7,934	48	6,077	964	978,434

Quelle: ESRB-Erhebung und EZB.

Anmerkung: Die Kategorie „Gesamt“ bezieht sich auf die EZB-Statistiken zu den MMF-Bilanzpositionen und das Register der MFIs. Die Kategorie „Sonstige VNAV“ bezieht sich auf Fonds, die in der Erhebung nicht erfasst wurden. Im Fall von französischen Fonds umfasst die Kategorie „k. A.“ (keine Angabe) Mitarbeiterprogramme, Feeder-Fonds, Dachfonds und Fonds, die auf einen einzigen Anleger oder eine begrenzte Anzahl von Anlegern beschränkt sind („fonds dédiés“), bei denen es sich sowohl um OGAW- als auch Nicht-OGAW handeln kann.

III.2 Überblick über die Aktiva von MMFs

In Bezug auf die **Wirtschaftszweige** investieren MMFs den EZB-Statistiken zufolge hauptsächlich im MFI-Sektor. Die ESRB-Erhebung bestätigt dies und zeigt ein durchschnittliches Engagement bei MFIs von 75 %. In der Regel gibt es zwischen den Fondstypen keine Unterschiede in der Verteilung (siehe **Tabelle 2** und **Abbildung 4**). Die Investitionen im Unternehmenssektor sind relativ gering (10 %). Die EZB-Statistiken zeigen auch die abnehmende Bedeutung von Schuldtiteln aus dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (NFK) im Vermögensportfolio von MMFs (siehe **Abbildung 3**) in den letzten Jahren. Bei den Emittenten werden die Fonds durch die Bonitätsvorgaben der CESR/ESMA-Leitlinien eingeschränkt. Die Portfoliostruktur europäischer MMFs konzentriert sich daher auf eine relativ geringe Anzahl erstklassiger Emissionen von Banken und Nichtbanken (siehe FitchRatings, 2012).

Tabelle 2

Verteilung der Anlagen nach Fondstypen und Sektoren (in % der Gesamtaktiva)

	MFIs	NFKs	Staat	Sonstige Finanzintermediäre
1-CNAV	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2- ST-VNAV	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

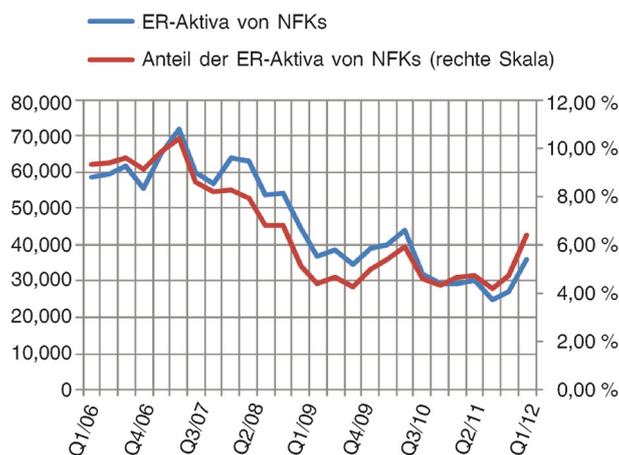
	MFIs	NFKs	Staat	Sonstige Finanzintermediäre
3-VNAV (ohne ST-VNAV)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1-OGAW	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2-Nicht-OGAW	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Gesamtanteil Erhebung	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Gesamtanteil Erhebung	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Quelle: ESRB-Erhebung und EZB.

Anmerkung: Die Gesamtwerte der EZB beziehen sich nur auf Geschäftspartner im Euroraum.

Abbildung 3

Engagement von MMFs bei NFK im Euroraum (in Mio. EUR und %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „Anteil der ER-Aktiva von NFKs“ bezieht sich auf das Verhältnis der von NFKs im Euroraum emittierten MMF-Aktiva zu den von allen Gebietsansässigen im Euroraum emittierten MMF-Aktiva.

Aus der Verteilung in Tabelle 2 wird ersichtlich, dass MMFs für Banken im Vergleich zu anderen Sektoren eine wichtige Refinanzierungsquelle darstellen. Die Wertpapieremissionsstatistik der EZB belegt die Bedeutung von MMFs für die kurzfristige Refinanzierung (d. h. mit Restlaufzeiten unter einem Jahr) von MFIs im Euroraum. Wie aus Tabelle 3 hervorgeht, halten MMFs im Euroraum ca. 40 % der von Banken begebenen kurzfristigen Schuldtitel.

Tabelle 3

Anteil der gesamten kurzfristigen Schuldtitel von MFI im Euroraum, die von MMFs im Euroraum gehalten werden (in Mio. EUR und in %)

Zeitraum	MMF-Aktiva	Wertpapieremissionen	Anteil
2010Q2	320 802	734 187	43,7 %
2010Q3	314 738	743 246	42,3 %
2010Q4	299 593	572 050	52,4 %
2011Q1	289 694	617 695	46,9 %
2011Q2	245 488	582 244	42,2 %
2011Q3	238 795	613 012	39,0 %

Zeitraum	MMF-Aktiva	Wertpapieremissionen	Anteil
2011Q4	228 310	702 274	32,5 %
2012Q1	258 594	710 553	36,4 %
2012Q2	254 974	677 840	37,6 %

Quelle: EZB.

Außerdem haben französische VNAV-Fonds ein beträchtliches Engagement im inländischen MFI-Sektor (Banken und andere MMFs), während irische CNAV-Fonds ein erhebliches Engagement bei MFIs außerhalb der EU aufweisen (siehe **Tabelle 4** und **Abbildung 4**). Demgegenüber investieren luxemburgische Fonds mehr in MFIs, die in einem EU-Land außerhalb Luxemburgs ansässig sind. MMFs in Deutschland, Italien und Spanien wiederum investieren relativ betrachtet mehr im inländischen Staatssektor.

Tabelle 4

Ausgewählte Verteilungen von MMF-Anlagen nach Regionen/Fondsarten und Sektoren (in Mio. EUR)

	CNAV-Fonds mit Sitz in Irland				
	MFI	NFK	Staat	SFI	Gesamt
Inland	12 661	1 531	57	2	14 251
Sonst. EU	75 205	4 644	6 997	808	87 654
ÜW	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Gesamt	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	CNAV-Fonds mit Sitz in Luxemburg				
	MFI	NFK	Staat	SFI	Gesamt
Inland	965	0	446	0	1 411
Sonst. EU	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
ÜW	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Gesamt	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	VNAV-Fonds mit Sitz in Frankreich				
	MFI	NFK	Staat	SFI	Gesamt
Inland	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Sonst. EU	53 949	11 218	1 732	50	66 949
ÜW	3 100	678	0	0	3 778
Gesamt	166 954	23 983	6 441	605	197 982

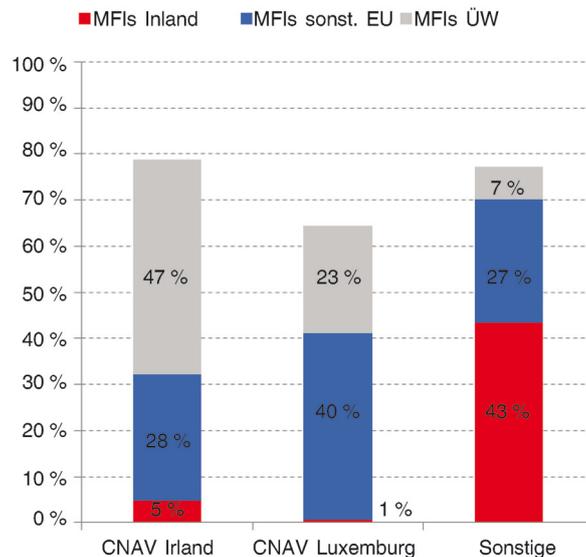
	Fonds mit Sitz in Deutschland, Italien und Spanien				
	MFI	NFK	Staat	SFI	Gesamt
Inland	6 390	213	10 093	101	16 797
Sonst. EU	1 887	338	1 345	136	3 706
ÜW	284	54	237	8	583
Gesamt	8 561	604	11 675	245	21 086

Quelle: ESRB-Erhebung.

Anmerkung: Der Gesamterfassungsgrad beträgt 65 % des AuM von MMFs mit Sitz in den sechs Berichtsländern.

Abbildung 4

Anteil der Anlagen in MFIs nach geografischem Ursprung (in %)



Quelle: ESRB-Erhebung.

Anmerkung: „Sonstige“ umfasst Fonds aus Frankreich, Italien, Spanien und Deutschland sowie VNAV-Fonds aus Irland und Luxemburg. Der Erfassungsgrad entspricht 100 % der ESRB-Erhebung und ungefähr 70 % des gesamten AuM von MMFs in der EU.

Bei der **Art der Aktiva** ergab die Erhebung, dass Geldmarktinstrumente (z. B. Commercial Paper und Einlagezertifikate) die wichtigste Asset-Klasse in den Portfolios von MMFs bilden (siehe **Tabelle 5**). Reverse Repos, die von MMFs für die Bereitstellung von Liquidität gegen Sicherheiten eingesetzt werden, machen nur 9 % des gesamten AuM aus und werden fast ausschließlich mit anderen MFIs abgeschlossen. Nur ein geringer Anteil entfällt auf Asset-Backed Securities (ABS). Der Anteil der „Zahlungsmittel“ (d. h. Einlagen ohne oder mit unbestimmter Fälligkeit) beträgt 6,6 % der Aktiva in der Stichprobe, ist jedoch bei irischen CNAV-Fonds höher (11 %) als bei anderen Fonds (z. B. 2 % bei CNAV-Fonds in Luxemburg und 2,5 % bei ST-VNAV in Frankreich).

Tabelle 5

Verteilung der Aktiva nach Fondsarten und Finanzinstrumenten (in %)

	Zahlungsmittel	Geldmarktinstrumente		Reverse Repos		ABS	Staats-schuldtitle	Sonstige Instrumente/nicht zugeordn.
			davon an MFIs		davon an MFIs			
1-CNAV	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2- ST-VNAV	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3- VNAV (ohne ST-VNAV)	5,3 %	66,5 %	59,1 %	5,3 %	5,2 %	0,0 %	16,1 %	7,0 %
1- OGAW	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2-Nicht-OGAW	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Gesamt	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Quelle: ESRB-Erhebung.

Anmerkung: Prozentualer Anteil am gesamten in der Erhebung erfassten AuM. Die Kategorie „Zahlungsmittel“ beinhaltet frei verfügbare Bankguthaben. Einlagen mit fester Laufzeit sind der Kategorie „Sonstige“ zugeordnet.

In der Erhebung sind auch Daten zur **Laufzeit** der Aktiva von MMFs enthalten. Scheinbar haben CNAV-Fonds ein konservativeres Liquiditätsprofil, da sie mit kürzeren Laufzeiten arbeiten als andere Fonds. Beispielsweise sind etwa 39 % (133 Milliarden EUR) des AuM von CNAV-Fonds innerhalb einer Woche fällig. Bei VNAV-MMFs mit kurzer Laufzeitstruktur (überwiegend in Frankreich) beträgt der Prozentsatz 22 % und bei sonstigen VNAV-MMFs 16 % (siehe **Tabelle 6**). ⁽¹⁾

Tabelle 6

Verteilung der Aktiva nach Fondsarten und nach Laufzeitbändern der Aktiva (in %)

	1 Tag oder weniger/Tagessgeld	> 1 Tag; <= 1 Woche	> 1 Woche; <= 1 Monat	> 1 Monat; <= 3 Monate	> 3 Monate; <= 6 Monate	> 6 Monate; <= 1 Jahr	> 1 Jahr; <= 397 Tage	> 397 Tage (für andere MMFs als ST-MMFs)	Erfassungsgrad
1-CNAV	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2- ST-VNAV	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3- VNAV (ohne ST-VNAV)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1- OGAW	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2-Nich OGAW	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Gesamt	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Quelle: ESRB-Erhebung.

Anmerkung: Der Erfassungsgrad bezieht sich auf den Anteil am gesamten AuM (wie in der Erhebung identifiziert), für den Daten zu den Laufzeitbändern verfügbar sind. Die Kategorie „1 Tag oder weniger“ enthält auch Einlagen ohne oder mit unbegrenzter Laufzeit.

Auch die EZB-Statistiken geben einen Überblick über die Fondsaktiva nach Währungen. Wie aus den Zahlen in Tabelle 7 hervorgeht, lauten die Aktiva irischer MMFs größtenteils auf GBP, während die Aktiva von MMFs mit Sitz in Luxemburg größtenteils auf USD lauten. Aktiva in anderen Währungen als dem Euro bilden einen unbedeutenden Teil des gesamten AuM von Fonds in Frankreich, Deutschland, Italien und Spanien. Vereinzelt Hinweisen zufolge weisen MMFs keine wesentlichen Währungsinkongruenzen auf.

Tabelle 7

Währungsverteilung der Aktiva von MMFs mit Sitz in Irland, Luxemburg und Frankreich (in Mio. EUR und %)

	Denominationswährung der Aktiva	MFI-Schuld-titel Inland	MFI-Schuld-titel sonst. ER	Nicht-MFI-Schuld-titel Inland	Nicht-MFI-Schuld-titel sonst. ET	Schuld-titel außerhalb des Er	Einlagen außerhalb des ER	Sonstige Aktiva	Summen nach Währung	in % nach Währung	
Irland	EUR	180	14 359	1 246	7 470	18 839	10 929		53 023	17,13	
	USD	176	9 157	5	542	66 759	18 737		95 376	30,82	
	GBP	108	25 300	285	2 596	86 313	32 525		147 127	47,54	
	CHF	0	0	0	0	0	0		0	0,00	
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00	
	Nicht verfügbar ⁽¹⁾								13 945	13 945	4,51
	Summen nach Position	464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00	

⁽¹⁾ Die Prozentangaben beziehen sich auf das gesamte AuM der in der ESRB-Erhebung erfassten Fonds, für die eine Differenzierung nach Laufzeiten verfügbar ist (z. B. 81 % des gesamten AuM bei CNAV-Fonds und 100 % bei anderen Fondskategorien). Sie können sich daher ändern, wenn alle Fonds erfasst würden.

	Denominationswährung der Aktiva	MFI-Schuld-titel Inland	MFI-Schuld-titel sonst. ER	Nicht-MFI-Schuld-titel Inland	Nicht-MFI-Schuld-titel sonst. ET	Schuld-titel außerhalb des Er	Einlagen außerhalb des ER	Sonstige Aktiva	Summen nach Währung	in % nach Währung
Luxemburg	EUR	712	20 257	1 277	30 303	18 660	6 631		77 840	31,06
	USD	838	8 848	111	5 700	61 630	35 607		112 734	44,98
	GBP	211	3 642	19	2 803	9 034	3 825		19 534	7,79
	CHF	167	2 026	0	655	1 894	301		5 043	2,01
	JPY	0	0	0	75	362	0		437	0,17
	Nicht verfügbar ⁽¹⁾							35 022	35 022	13,97
	Summen nach Position	1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610	100,00
Frankreich	EUR	155 494	45 834	31 748	31 076	38 989	860		304 001	76,90
	USD	271	124	58	132	263	4		852	0,22
	GBP	0	0	0	0	45	0		45	0,01
	CHF	0	320	27	0	341	0		688	0,17
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00
	Nicht verfügbar ⁽¹⁾							89 757	89 757	22,70
	Summen nach Position	155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343	100,00

Quelle: EZB.

⁽¹⁾ Die Kategorie „Nicht verfügbar“ bezieht sich auf die MMF-Bestände an i) Aktien und anderen Eigenkapitaltiteln (im Allgemeinen unbedeutend), ii) Anteilen an anderen MMFs und iii) übrigen Aktiva. Im Fall Frankreichs hat Bestandteil ii) mit rund 50 Milliarden EUR ein erhebliches Volumen, das höchstwahrscheinlich auf EUR lautet.

III.3 Überblick über die Anleger von MMFs

Die EZB-Statistiken zu MMFs geben nur einen allgemeinen Überblick über die Zusammensetzung der Anleger von MMFs, insbesondere für den Euroraum. Die ESRB-Erhebung ergänzt die EZB-Statistiken mit zusätzlichen Informationen über die sektorale Verteilung der Anlegerbasis, vor allem für Anleger außerhalb des Euroraums. Tabelle 8 enthält eine Zusammenfassung der geografischen Verteilung der MMF-Anleger nach Regionen und Fondsarten auf Basis der zwei verfügbaren Quellen.

In Bezug auf die **geografische Aufteilung** haben Fonds mit Sitz in Frankreich, Italien und Spanien eindeutig eine inländische Anlegerbasis, während Fonds mit Sitz in Irland und Luxemburg weitaus stärker auf eine ausländische Nachfrage angewiesen sind. Es gibt bei der geografischen Zusammensetzung der Anleger jedoch einige Unterschiede zwischen den beiden Datenquellen. Dies betrifft vor allem die Aufteilung zwischen Anlegern aus dem Euroraum/EU und der übrigen Welt (ÜW) bei irischen und luxemburgischen Fonds (siehe **Tabelle 8**). Ursächlich hierfür könnten der unterschiedliche Erfassungsgrad und die objektiven Schwierigkeiten der Fondsverwalter bei der Klassifizierung der Region und des Sektors, aus denen ihre Anleger stammen, sein. Den Erhebungsdaten zufolge haben Anleger außerhalb der EU einen beträchtlichen Anteil (41 %) an der Anlegerbasis von MMFs, der im Fall Irlands mit 70 % noch deutlich höher ausfällt. Dementsprechend entschieden sich 90 % der Anleger außerhalb der EU, die in EU-MMFs investieren, für eine Anlage in CNAV-Fonds. Abschließend wird angemerkt, dass die Anlegerbasis deutscher MMFs nur in den EZB-Statistiken verfügbar ist und eine Dominanz inländischer Anleger erkennen lässt.

Tabelle 8

Vergleich der geografischen Verteilung von Anlegern europäischer MMFs zwischen den EZB-Statistiken und der ESRB-Erhebung (in Mio. EUR und %)

		INLAND	EURO-RAUM (ohne Inland)	EU (ohne Inland)	ÜW ⁽¹⁾	Restbe-trag	Gesamt (in Mio EUR)	INLAND	EURO-RAUM (ohne Inland)	EU (ohne Inland)	ÜW
Frank-reich	EZB-Daten	368 496	16 718	k. A.	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	k. A.	1 %
	Erhe-bung	193 645	k. A.	2 475	67	k. A.	196 187	99 %	k. A.	1 %	0 %
Irland	EZB-Daten	15 789	36 487	k. A.	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	k. A.	82 %
	Erhe-bung	17 018	k. A.	71 563	202 364	k. A.	290 945	6 %	k. A.	25 %	70 %

		INLAND	EURO- RAUM (ohne In- land)	EU (ohne In- land)	ÜW ⁽¹⁾	Restbe- trag	Gesamt (in Mio EUR)	INLAND	EURO- RAUM (ohne Inland)	EU (ohne Inland)	ÜW
Luxem- burg	EZB- Daten	10 172	81 766	k. A.	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	k. A.	61 %
	Erhe- bung	12 493	k. A.	92 651	79 340	k. A.	184 485	7 %	k. A.	50 %	43 %
Italien	EZB- Daten	7 820	12	k. A.	22	80	7 934	99 %	0 %	k. A.	0 %
	Erhe- bung	7 820	k. A.	15	20	k. A.	7 854	100 %	k. A.	0 %	0 %
Spa- nien	EZB- Daten	8 860	72	k. A.	28	39	8 999	98 %	1 %	k. A.	0 %
	Erhe- bung	8 881	k. A.	100	0	k. A.	8 981	99 %	k. A.	1 %	0 %
Deutsc- hland	EZB- Daten	4 120	1 547	k. A.	384	26	6 077	68 %	25 %	k. A.	6 %
	Erhe- bung	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Ge- samt	EZB- Daten	435 941	137 229	k. A.	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	k. A.	41 %
	Erhe- bung	239 857	k. A.	166 804	281 791		688 452	35 %	k. A.	24 %	41 %

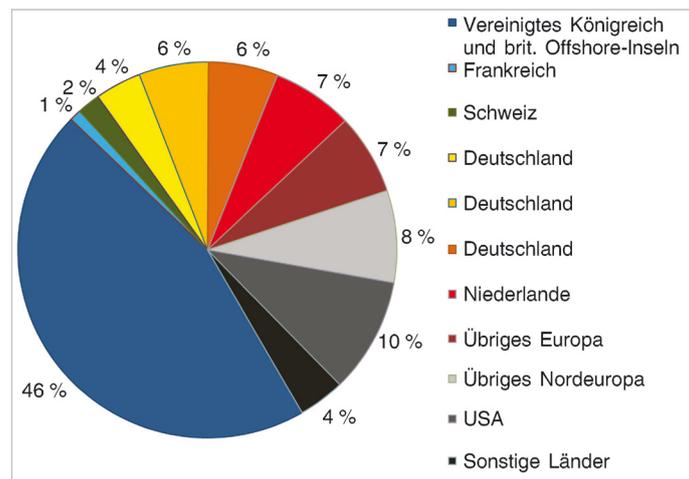
Quelle: ESRB-Erhebung und EZB.

(¹) Entspricht Ansässigen außerhalb der EU bei der ESRB-Erhebung und Ansässigen außerhalb des Euroraums bei der EZB-Datensammlung.

Die Unsicherheit der Daten über die Anlegerbasis wird auch durch IMMFA-Daten deutlich, denen zufolge der Anteil von Anlegern außerhalb der EU bei EU-CNAV-Fonds sehr viel geringer ist (siehe **Abbildung 5**).

Abbildung 5

Anleger von IMMFA-MMFs nach Ländern (Dezember 2010)



Quelle: IMMFA (erwähnt im Occasional Paper des ESRB, 2012).

Betrachtet man die **sektorale Verteilung** der Anlegerbasis von EU-MMFs (siehe **Tabelle 9**), so zeigt sich in der Erhebung die Bedeutung des MFI-Sektors als Anleger (32 % der Anlegerbasis). An zweiter Stelle kommt der Unternehmenssektor mit einem Anteil von 21 %, gefolgt vom Sektor Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (VGPK) mit 13 % und sonstigen Finanzinstituten (SFIs, d. h. sonstigen Investmentfonds, Hedgefonds) mit 12 %. MMFs bilden daher nicht nur eine wichtige Refinanzierungsquelle für Banken, sondern die Banken sind umgekehrt auch wichtige Anleger von MMFs.

Tabelle 9

Anlegerbasis ausgewählter Fondskategorien (in Mio. EUR und %)

Fondsart	Berichtsländer	Gesamt (in Mio. EUR)	MFI	NFK	SFI	VGPK	HH	Sonstige oder k. A.	Erfassungs- grad (¹)	Berei- nigter Erfassungs- grad
1-CNAV	Irland	272 962	37,8 %	10,7 %	22,0 %	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Luxemburg	141 700	48,8 %	32,5 %	1,5 %	3,1 %	13,5 %	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2- ST-VNAV	Frankreich	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Andere Län- der	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3- VNAV (ohne ST-VNAV)	Frankreich	92 798	25,5 %	44,0 %	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Andere Län- der	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	55,0 %	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1- OGAW	Alle Länder	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2-Nicht- OGAW	Alle Länder	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Gesamt	Alle Länder	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Quelle: ESRB-Erhebung.

(¹) Der Erfassungsgrad nach Fondsarten wird anhand der Summen der gemeldeten vollständigen Angaben und Teilangaben berechnet. Der Erfassungsgrad für die Summen wird unter Bezugnahme auf die gesamte Fondspopulation der sechs Berichtsländer laut EZB-Daten berechnet. Der bereinigte Erfassungsgrad entspricht dem saldierten Erfassungsgrad der Kategorie „Sonstige oder k. A.“ **Die fett hervorgehobenen Zellen haben einen Wert von mehr als 20 Milliarden EUR.**

Bei der Betrachtung einiger **nationaler Besonderheiten** weisen die Daten auf eine Dominanz von MFI-Anlegern bei CNAV-Fonds mit Sitz in Luxemburg und Irland hin; irische CNAV-Fonds sind auch für OFI-Anleger außerhalb der EU sehr wichtig (22 %). Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen sind die Hauptanleger von ST-VNAV-Fonds mit Sitz in Frankreich. Die größte Konzentration von NFK-Anlagen in MMFs ist bei luxemburgischen CNAV-Fonds (46 Milliarden EUR), französischen VNAV-Fonds ohne ST-VNAV (41 Milliarden EUR) und irischen CNAV-Fonds (29 Milliarden EUR) zu beobachten. Abschließend gehört die überwiegende Mehrheit der MMF-Anleger in Spanien und Italien zum Sektor der privaten Haushalte. Der Gesamtwert von MMF-Anlagen privater Haushalte innerhalb der EU beläuft sich in den sechs Berichtsländern auf 32 Milliarden EUR. Ein beträchtlicher Anteil des Kapitals privater Haushalte außerhalb der EU fließt in CNAV-Fonds in Luxemburg (16 Milliarden EUR).

III.4 Branchenkonzentration

Die europäische MMF-Branche ist vor allem im Bereich der CNAV-Fonds ziemlich konzentriert. Der Erhebung zufolge haben die zehn größten — von insgesamt 123 — CNAV-Fonds in Europa einen Marktanteil von etwa 55 % bzw. 226 Milliarden EUR (siehe **Tabelle 10**). Im Vergleich dazu beträgt der Anteil der zehn größten VNAV-Fonds 33 %, wobei alle bis auf einen ihren Sitz in Frankreich haben. Bei den Nicht-OGAW-Fonds entfällt auf die zehn größten Fonds ein Marktanteil von 74 %. (¹)

Tabelle 10

Konzentration der größten 3, 5, 10 und 20 Fonds in ausgewählten Fondskategorien (in %)

Fonds	CNAV, Irland	CNAV, Luxemburg	Frankreich	Alle CNAV	Alle VNAV	OGAW	Nicht- OGAW	Alle Fonds
Top 3	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
Top 5	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
Top 10	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

(¹) Das liegt vor allem an einem großen VNAV-Fonds in Frankreich, der einen Anteil von 35 % an den Nicht-OGAW-Fonds in der Erhebung hat.

Fonds	CNAV, Irland	CNAV, Luxemburg	Frankreich	Alle CNAV	Alle VNAV	OGAW	Nicht-OGAW	Alle Fonds
Top 20	84,30 %	k. A.	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Quelle: ESRB-Erhebung.

Anmerkung: Die Prozentangaben der Kategorien „Frankreich“ und „Alle Fonds“ wurden auf der Basis des gesamten AuM laut EZB-Statistiken für die Berichtsländer berechnet. In allen anderen Kategorien beziehen sich die Angaben auf das gesamte AuM der Fonds, für die entsprechende Informationen (CNAV oder VNAV, OGAW oder Nicht-OGAW) verfügbar sind, oder 89 % bzw. 82 % der Gesamtheit.

Wie eine Analyse der Konzentration nach Fondsmanagementgruppen ergab, haben die fünf größten Gruppen, die MMFs in Europa verwalten, einen Anteil von 40 % und die zehn größten Gruppen einen Anteil von 54 % an der gesamten MMF-Branche in der EU. Die CNAV-Fondsbranche ist sogar noch stärker konzentriert: Die fünf größten Gruppen machen 87 % des Geschäftsvolumens in Luxemburg und 59 % in Irland aus. In der Kategorie der Nicht-OGAW-Fonds verwalten die drei größten Anbieter in Europa rund 67 % des Sektors. Von den zehn größten Gruppen in Europa sind sieben (darunter vier der Top 5) mit Banken verbunden, zwei sind unabhängige Vermögensverwalter und eine gehört zu einer Versicherungsgruppe.

Tabelle 11

Konzentration der MMF-Branche nach Fondsmanagementgruppen (in %)

Sponsoren	CNAV, Irland	CNAV, Luxemburg	Frankreich	Alle CNAV	Alle VNAV	OGAW	Nicht-OGAW	Alle Fonds
Top 3	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
Top 5	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
Top 10	73,80 %	k. A.	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Quelle: ESRB-Erhebung.

Anmerkung: Die Prozentangaben der Kategorien „Frankreich“ und „Alle Fonds“ wurden auf der Basis des gesamten AuM laut EZB-Statistiken für die Berichtsländer berechnet. In allen anderen Kategorien beziehen sich die Angaben auf das gesamte AuM der Fonds, für die entsprechende Informationen (CNAV oder VNAV, OGAW oder Nicht-OGAW) verfügbar sind, oder 89 % bzw. 82 % der Gesamtheit.

III.5 Paritätsabweichungen von CNAV-Fonds

In der Vergangenheit wiesen europäische MMFs Abweichungen zwischen ihrem Schattenpreis und ihrem konstanten Preis auf (d. h. sie erlitten unrealisierte Marktbewertungsverluste). Gemäß der ESRB-Erhebung traten in einer Stichprobe von 76 Fonds (mit einem AuM von 414 Milliarden EUR) im Zeitraum von Juni 2007 bis Juni 2012 bei 18 CNAV-Fonds Abweichungen von bis zu 10 Basispunkten und bei 15 CNAV-Fonds Abweichungen von mehr als 10 Basispunkten auf (siehe **Tabelle 12**). Ferner entfällt auf 13 der 15 CNAV-Fonds mit Abweichungen von mehr als 10 Basispunkten ein AuM in Höhe von etwa 72 Milliarden EUR⁽¹⁾; unter ihnen befinden sich drei der zehn größten Fonds der Stichprobe. Bei einigen Fonds beschränkten sich die Abweichungen allerdings auf das Kreditereignis nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Jahr 2008. Es sei darauf hingewiesen, dass sich diese Daten auf die Zeit sowohl vor als auch nach der aufsichtsrechtlichen Reform der MMFs durch CESR/ESMA beziehen und die in diesen Zeiträumen aufgetretenen Abweichungen nicht von den Erhebungsdaten unterschieden werden können.

Tabelle 12

Paritätsabweichungen von CNAV-Fonds im Zeitraum Juni 2007 bis Juni 2012 (in Mio. EUR und %)

Abweichung	Gesamtzahl der Fonds	mit verfügbaren Daten zur Größe			
		Fondsanzahl	Gesamt-NAV	Anteil	NAV Top 3
Bis zu 10 bps	18	13	77,872	28,00 %	45,935
11 bps oder mehr	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Quelle: ESRB-Erhebung.

Anmerkung: Anzahl der Paritätsabweichungen im Zeitraum vom Juni 2007 bis Juni 2012; Erfassungsgrad: 78 CNAV-Fonds (Daten zur Fondsgröße waren nur für 65 Fonds verfügbar).

⁽¹⁾ Für die beiden anderen CNAV-Fonds sind keine Daten verfügbar.

IV. EMPFEHLUNGEN DES ESRB

IV.1 Gegenstand der Empfehlungen

Das übergeordnete **Ziel** der ESRB-Empfehlungen lautet, die Risiken für die Finanzstabilität zu mindern, die von MMFs mit Sitz in der EU aufgrund ihrer bankähnlichen Merkmale und ihrer Anfälligkeit für Anleger-Runs (insbesondere bei CNAV-Fonds) ausgehen. Ziel der Empfehlungen ist es auch, eine ordnungsgemäße und einheitliche Umsetzung der maßgeblichen IOSCO-Empfehlungen in Europa zu gewährleisten.

Die Kommission hat angekündigt, dass sie unionsweite gesetzliche Maßnahmen für OGAW und MMFs erarbeiten will. Im Einklang mit dem Ziel einer harmonisierten unionsweiten Umsetzung ist die Kommission der einzige **Adressat** der ESRB-Empfehlungen. Die Kommission kann sich von den europäischen Aufsichtsbehörden (EABs) — insbesondere von der ESMA — hinsichtlich der Umsetzung der ESRB-Empfehlungen beraten lassen und sie zur Gewährleistung einer harmonisierten Anwendung der Empfehlungen ersuchen, die erforderlichen technischen Standards, Leitlinien und Empfehlungen (einschließlich Berichterstattungs- und Offenlegungsvorlagen) zu entwickeln. Die Festlegung technischer Standards im Zusammenhang mit der Regulierung von MMFs ist nicht Gegenstand dieses Anhangs.

Bezüglich des Umsetzungszeitraums für die Empfehlungen wird die Kommission unter Berücksichtigung des angestrebten Zeitplans für die Reform des OGAW-Rahmens gebeten, den ESRB bis Ende Juni 2013 bzw. bis Ende Juni 2014 über die Fortschritte bei der Umsetzung der Empfehlungen zu berichten. Für Empfehlung A werden zusätzlich Übergangsregelungen vorgeschlagen.

Was die **Fonds im Anwendungsbereich** betrifft, so zielen die ESRB-Empfehlungen genau wie die IOSCO-Empfehlungen auf Organismen für gemeinsame Anlagen (OGAs) mit Sitz in der EU, die Anlegern mit dem Ziel angeboten bzw. an Anleger verkauft werden, die Erhaltung des Kapitals, die Bereitstellung täglicher Liquidität und die Erzielung von Renditen entsprechend den Geldmarktzinssätzen sicherzustellen. Die Empfehlungen richten sich insbesondere an Fonds, die bei der Namensgebung oder im Vertrieb die Bezeichnung MMF führen oder im Vertrieb die Merkmale eines MMF (d. h. Ziel der Erhaltung des Kapitalwerts, tägliche Rücknahmen und Geldmarktzinssätze) aufweisen oder an Fonds, die dergestalt verkauft werden, dass ein solcher Eindruck entsteht (z. B. Vertrieb als Cash-/Barmittelfonds, Liquiditätsfonds oder Fonds mit kurzer Laufzeit). Wenn nicht ausdrücklich auf eine bestimmte Fondsart (z. B. CNAV, VNAV, ST-MMF, OGAW, Nicht-OGAW) Bezug genommen wird, sollen die ESRB-Empfehlungen für alle oben definierten Arten europäischer MMFs unabhängig von ihrer Bezeichnung oder des anwendbaren Regulierungsrahmens gelten.

Jede Empfehlung wird im Folgenden ausführlich erläutert — jeweils mit einer wirtschaftlichen Begründung und einer Bewertung, in der unter anderem auf die möglichen Vor- und Nachteile und, sofern möglich, auf die potenzielle Auswirkung auf den Markt eingegangen wird. Bei der Bewertung werden Forschungsarbeiten, die Ergebnisse einer eigenen Datenerhebung und Gespräche mit Marktteilnehmern umfassend herangezogen.

IV.2 Empfehlung A — Verpflichtende Umstellung auf einen variablen Nettoinventarwert

Der Kommission wird empfohlen, sicherzustellen, dass die einschlägige Gesetzgebung der Union:

- 1. MMFs verpflichtet, einen schwankenden Nettoinventarwert aufzuweisen;*
- 2. MMFs verpflichtet, ihr Vermögen grundsätzlich zum beizulegenden Zeitwert zu bewerten, und eine Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten nur unter bestimmten, vorab definierten Umständen zulässt.*

IV.2.1 Wirtschaftliche Begründung

a) Strategieoptionen

Ein wesentlicher Gesichtspunkt der Systemrisiken von MMFs besteht darin, dass sie Schattenbanken sind, die eine bankenähnliche wirtschaftliche Funktion ausüben. Sie unterliegen zwar der Marktaufsicht, haben jedoch nicht die entsprechende Rechtsform und sind nicht demselben Regulierungsrahmen wie Banken unterworfen (siehe Abschnitt II).

Diese Problematik soll mit den vom FSB gebilligten IOSCO-Empfehlungen (Oktober 2012) in Angriff genommen werden. Im Konsultationspapier des FSB (November 2012) zur Reform des Schattenbankwesens wird die Arbeit der IOSCO gewürdigt. Darin heißt es, die Risiken könnten auf zweierlei Weise angegangen werden: i) durch Abschaffung jener Merkmale von MMFs, die ihre Anfälligkeit für Anleger-Runs erhöhen, d. h. des einlagenähnlichen Charakters, den sie mit Banken gemeinsam haben, ii) durch Beibehaltung ihres einlagenähnlichen Charakters bei gleichzeitiger Einführung risikomindernder Maßnahmen nach denselben aufsichtsrechtlichen Regelungen, wie sie für Banken gelten.

Die erste Möglichkeit würde Reformen bei der Bewertung von MMF-Anteilen erfordern, um die einlagenähnlichen Merkmale zu eliminieren. Folglich müsste die Bewertung der Anteile den Wert der zugrunde liegenden Vermögenswerte der MMFs besser widerspiegeln. Dies impliziert, dass MMFs das VNAV-Modell verwenden und grundsätzlich eine Bewertung zum beizulegenden Zeitwert vornehmen müssten. Eine weitere Anwendung der Bewertung zu fortgeführten

Anschaffungskosten dürfte nur dann zulässig sein, wenn der Wert der Vermögenswerte nicht wesentlich vom beizulegenden Zeitwert abweicht. Alternativ könnte MMFs gestattet werden, weiterhin das CNAV-Modell zu verwenden, jedoch unter der Bedingung einer stärkeren Angleichung an die Regulierung von Banken. Insbesondere müssten sie Vorschriften unterliegen, die den Kapital-, Liquiditäts- und sonstigen aufsichtsrechtlichen Anforderungen für Banken entsprechen und sie gegen Runs auf ihre Einlagen schützen.

Dies spiegelt sich in Empfehlung 10 der IOSCO wider: „MMFs, die einen stabilen NAV bieten, sollten Maßnahmen unterworfen werden, die darauf abzielen, die mit dem Merkmal des stabilen NAV verbundenen spezifischen Risiken zu mindern und die durch diese Risiken entstehenden Kosten zu internalisieren. Die Regulierungsbehörden sollten eine Umstellung auf einen schwankenden/variablen NAV vorschreiben, sofern dies praktikabel ist. Alternativ sollten Sicherheitsmaßnahmen eingeführt werden, um die Widerstandsfähigkeit von MMFs mit stabilem NAV und ihre Fähigkeit zu stärken, erhebliche Rücknahmen zu verkraften.“ Der FSB führt in seinem oben genannten Konsultationspapier vom November 2012 weiter aus, dass in Fällen, in denen eine solche Umstellung nicht praktikabel ist, die vorgeschriebenen Sicherheitsmaßnahmen „von ihrer Funktion her den Kapital-, Liquiditäts- und sonstigen aufsichtsrechtlichen Anforderungen gleichwertig sein [sollten], die Banken als Schutz gegen Runs auf ihre Einlagen auferlegt werden“. In Empfehlung 4 der IOSCO heißt es ferner: „MMFs sollten bei der Bewertung der in ihrem Portfolio befindlichen Wertpapiere den allgemeinen Grundsatz des beizulegenden Zeitwerts anwenden. Die Methode der fortgeführten Anschaffungskosten sollte nur unter begrenzten Umständen erlaubt sein.“

Bei einer Umstellung vom CNAV- auf das VNAV-Modell sollten die laufenden internationalen Entwicklungen sorgfältig geprüft werden (siehe Abschnitt I.1). Der FSB wird sein Paket mit den Empfehlungen zum Schattenbankwesen voraussichtlich im September 2013 fertigstellen (FSB, November 2012). Angesichts der Wechselwirkungen zwischen den Märkten und der starken Anpassungsfähigkeit des Schattenbankensystems kann argumentiert werden, dass die Vorschläge zum Schattenbankwesen, zu dem die MMFs gehören, umfassend sein sollten und dass ein stückweiser oder unvollständiger Ansatz schnell zur Arbitrage ausgenutzt würde. Der FSB hat angekündigt, dass er nach Fertigstellung seiner endgültigen Empfehlungen an den Verfahren arbeiten wird, mit denen sichergestellt werden soll, dass die verschiedenen in Bezug auf das Schattenbankwesen empfohlenen Maßnahmen angemessen umgesetzt werden. Er zieht jedoch keine weiteren Arbeiten zu den Empfehlungen für MMFs selbst in Betracht.

Entsprechend dem grundlegenden Charakter des MMF-Produkts lautet die bevorzugte Strategieoption, durch eine verpflichtende Umstellung von CNAV-Fonds auf VNAV-Fonds die Kapitalanlagemerkmale von MMFs zu verstärken und ihre bank-/einlagenähnlichen Merkmale abzuschwächen. Die Gründe für diesen über Empfehlung 10 der IOSCO hinausgehenden Vorschlag sind der geringere Anreiz für Anleger, ihre Anlagen abzuziehen, die höhere Preistransparenz und die geringeren Wechselwirkungen, wie nachfolgend erläutert wird.

b) Reduzierung der Risiken

Anleger-Runs können zwar bei allen Arten von Fonds auftreten, die Laufzeit- oder Liquiditätsinkongruenzen aufweisen, jedoch weisen CNAV-Fonds Merkmale auf, die es wahrscheinlicher machen, dass ein Anleger in Zeiten von Marktschwankungen versuchen wird, sich einen „First-Mover-Vorteil“ zu sichern (siehe Abschnitt II.1). Durch eine Umstellung auf das VNAV-Modell werden die spezifischen Risiken von CNAV-Fonds und die Auswirkungen eines Kreditereignisses gemindert. Das VNAV-Modell kann **den Anreiz für einen Anteilinhaber, seine Anlagen abzuziehen, verringern**, wenn ein Fonds einen moderaten Verlust erlitten hat. Wie in Abschnitt II ausgeführt, können selbst geringe Verluste einen Run auf einen MMF auslösen, der auf andere MMFs übergreifen könnte. Der First-Mover-Vorteil, der durch die Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten und die Rundung des NAV entsteht, kann verringert werden, indem Anleger gezwungen sind, ihre Anteile zu einem NAV zurückzugeben, der die aktuellen Verluste widerspiegelt, sodass weniger Verluste auf die verbleibenden Anteilinhaber abgewälzt werden.

Die Abkehr von der Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten und Rundung kann auch die **Preistransparenz** für Anleger verbessern, da dadurch wie bei anderen OGA Schwankungen der Anteilspreise möglich sind und Anleger die mit diesen Fonds verbundenen Risiken und ihren Unterschied gegenüber Einlagen besser verstehen können. Somit können die Anlegererwartungen gedämpft werden, dass MMFs unanfällig für Verluste sind, und es sinkt das potenzielle Run-Risiko, wenn ein Fonds diesen Erwartungen nicht gerecht wird. Regelmäßige Schwankungen werden von Anlegern wie bei anderen Anlageprodukten eher erwartet und daher eher hingenommen, weil sinkende Marktpreise dann nicht unbedingt einen drohenden Ausfall der Wertpapiere im Portfolio signalisieren. ⁽¹⁾ Der VNAV kann die Unsicherheit über die Qualität der Vermögenswerte im Portfolio verringern, da sich diese im NAV widerspiegelt.

⁽¹⁾ So schwankte im Sommer 2011 der Wert europäischer VNAV-MMFs als Reaktion auf die wechselnden Marktbedingungen und die erhöhte Volatilität. Diese Schwankungen beeinflussten jedoch kaum die Rücknahmen, was nahelegt, dass Anleger vorübergehende (auch negative) Schwankungen des NAV ihrer Fonds hinnehmen.

MMFs, die in sehr kurze Laufzeiten mit geringerem Kredit- und Zinsänderungsrisiko investieren, werden vermutlich dieses geringere Risiko gegenüber einem weniger schwankenden NAV aufweisen. Da Anleger die täglichen Wertschwankungen unter unterschiedlichen Marktbedingungen vergleichen können, werden sie mithilfe dieser Informationen Entscheidungen treffen können, die ihren bevorzugten Risiko-Ertrags-Präferenzen besser entsprechen.

Selbst wenn der vorgenannte First-Mover-Vorteil verringert werden kann, bleibt, wenn auch in einem geringeren Maße, der Anreiz, seine Anteile vor anderen zurückzugeben. Da ein MMF nicht über eine tägliche Liquidität von 100 % verfügt, kann es Extremfälle geben, in denen die Rücknahmeanträge von Anlegern nicht erfüllt werden können. Bei einer sehr hohen Anzahl von Rückgaben können Anleger daher trotzdem einen Anreiz haben, ihre Anteile zurückzugeben (wie bei jedem Investmentfonds), weil der Fonds bei späteren Rücknahmeanträgen gezwungen sein kann, weniger liquide Vermögenswerte zu veräußern, und möglicherweise Verluste erleidet. Bewertungsunsicherheiten, die auch bei VNAV-Fonds bestehen, können ebenfalls zum Run-Risiko beitragen.

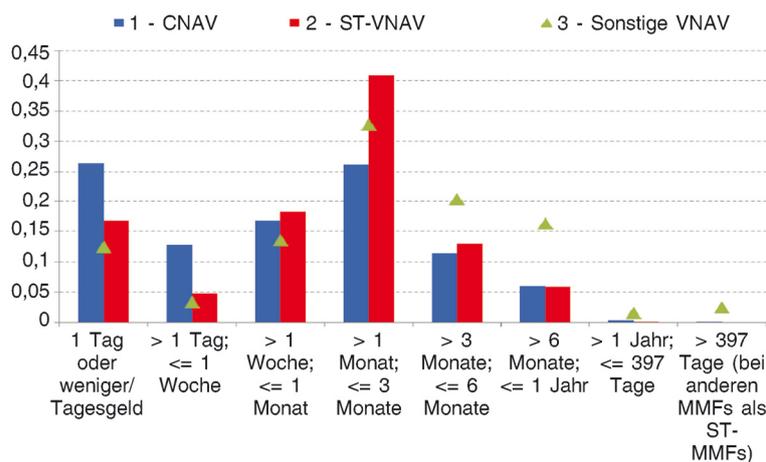
Um solche Risiken — auch in Bezug auf VNAV-Fonds — weiter zu begrenzen, befasst sich die Empfehlung mit der Bewertung einzelner Instrumente. Grundsätzlich sollten MMFs sicherstellen, dass die Vermögenswerte zu aktuellen Marktpreisen bewertet werden, sofern solche Preise verfügbar, zuverlässig und aktuell sind. Sind keine oder keine zuverlässigen Marktpreise verfügbar, sollten Fonds die Wertpapiere in ihrem Portfolio grundsätzlich mit Bewertungsmodellen bewerten, die auf der aktuellen Renditekurve und dem Emittentenspread basieren.

Die Empfehlung impliziert nicht das vollständige Verbot der Bewertung anhand der fortgeführten Anschaffungskosten. Wenn eine Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten jedoch weiterhin erlaubt wird, müssen strenge Sicherheitsmaßnahmen greifen, die das Risiko einer Fehlbewertung minimieren. In Übereinstimmung mit der IOSCO-Empfehlung sollte diese Bewertung nur in den Fällen zulässig sein, in denen sie eine angemessene Annäherung an den Preis des Instruments ermöglicht.

Für die Anwendung der Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten sollten Beschränkungen hinsichtlich der Restlaufzeit des jeweiligen Instruments eingeführt werden, da dadurch das Risiko von Abweichungen zwischen dem CNAV-Preis und dem tatsächlichen Preis eines MMF erheblich verringert würde. Die IOSCO empfiehlt eine maximale Restlaufzeit von 90 Tagen, wobei jedoch auch Instrumente mit einer noch kürzeren Restlaufzeit zu Sensitivitäten gegenüber dem Zins- und Kreditrisiko führen können. Diesbezüglich sei darauf hingewiesen, dass europäische MMFs (insbesondere CNAV-Fonds) einen hohen Anteil an Aktiva mit einer Restlaufzeit von bis zu 90 Tagen halten (siehe **Abbildung 6**). In den USA gestattet die SEC (1977) eine Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten bei Investmentfonds nur dann, wenn die Vermögenswerte eine Restlaufzeit von 60 Tagen oder weniger aufweisen und zusätzliche Sicherheitsmaßnahmen vorhanden sind.⁽¹⁾ Obgleich alle Beschränkungen kumulativ angewendet werden, bestünde somit ein Risiko einer ausgedehnten Anwendung der Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten, wenn eine maximale Restlaufzeit von 90 Tagen in Betracht gezogen würde. Bei einem CNAV-Fonds kann eine Fehlbewertung von nur 0,5 % seiner Aktiva Anreize für einen Run schaffen, da Anleger möglicherweise versuchen, ihre Anteile zum Nennwert zurückzugeben, bevor ein „Breaking the Buck“ eintritt.

Abbildung 6

Laufzeitenprofil der Aktiva nach Fondsarten (in %)



Quelle: ESRB-Erhebung.

Anmerkung: Die Kategorie „1 Tag oder weniger“ enthält auch Einlagen ohne oder mit unbegrenzter Laufzeit. Der Erfassungsgrad der CNAV-Fonds beträgt 82 % des AuM.

⁽¹⁾ Derzeit sieht Rule 2a-7 eine Abweichung von dieser allgemeinen Regel für MMFs vor, die eine Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten und Rundung ohne diese Beschränkung anwenden dürfen. Angaben des FSOC (2012) zufolge müsste diese Ausnahme bei einer Umstellung auf das VNAV-Modell abgeschafft werden. MMFs wären dann verpflichtet, ihre Portfolios wie alle anderen Investmentfonds zu bewerten, wozu auch gehört, dass eine Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten nur bei einer Restlaufzeit von 60 Tagen oder weniger und unter anderen zusätzlichen Bedingungen zulässig ist.

Empfehlung B zu den Liquiditätsanforderungen wird auch die VNAV-Fonds aufgreifen und sollte das Run-Risiko weiter verringern. Es muss jedoch darauf hingewiesen werden, dass die Risiken zwar reduziert werden können, das Run-Risiko aber nie völlig ausgeschlossen werden kann, weil MMFs Leistungen der Fristentransformation erbringen.

Schließlich kann Empfehlung A zur Minderung des Systemrisikos beitragen, das durch die **Wechselwirkung** zwischen den Sponsoren von MMFs entsteht, da Schwankungen des VNAV dazu führen könnten, dass Anleger weniger auf eine implizite und diskretionäre Sponsor-Unterstützung vertrauen. Das liegt daran, dass Sponsoren von VNAV-Fonds weniger Anreize haben, den Anteilspreis durch Interventionen zu stabilisieren.

IV.2.2 Bewertung

a) Mögliche Auswirkungen

Alle Strategieoptionen für MMFs sollten im Hinblick auf ihre potenzielle Auswirkung auf die Finanzstabilität und die Funktionsweise des Marktes eingehend bewertet werden. Die Strategieoption, die heute international am meisten diskutiert wird, ist die verpflichtende Umstellung von CNAV- auf VNAV-MMFs. Angesichts der durch MMFs entstehenden internationalen Verknüpfungen wäre eine globale Abstimmung der regulatorischen Eingriffe die optimale Lösung. Zum Zeitpunkt dieses Berichts steht jedoch nicht fest, ob es in den USA (dem weltweit größten MMF-Markt) in absehbarer Zukunft weitere regulatorische Reformen geben wird. Gleichzeitig laufen in Europa derzeit Gesetzesinitiativen zum Rechtsrahmen für OGAW, die eine günstige Gelegenheit für die Einführung von Maßnahmen sein können, die die von MMFs ausgehenden Systemrisiken weiter verringern (siehe Abschnitt I).

Einerseits könnten die Folgen einer (einseitigen) verpflichtenden Umstellung europäischer MMFs auf das VNAV-Modell für die europäische MMF-Branche unbedeutend sein unter der Annahme, dass Anleger von CNAV-MMFs gegenüber der tatsächlichen Klassifizierung eines Fonds unempfindlich sind und größeres Augenmerk auf die zugrunde liegenden Vermögenswerte legen. Andererseits könnte ein plötzlicher Kapitalabfluss aus europäischen CNAV-Fonds in andere Länder oder alternative Produkte einsetzen. Dies könnte eine schwerwiegende Auswirkung auf die Preise und Verfügbarkeit kurzfristiger Finanzierungen für europäische Kreditnehmer, insbesondere Banken, haben.

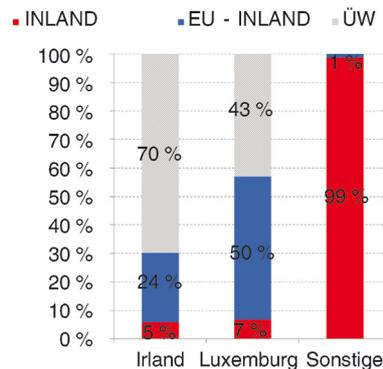
An dem vom ESRB organisierten runden Tisch mit privatwirtschaftlichen Akteuren argumentierte eine Reihe von Branchenteilnehmern, dass ein Rückgang der Anlegernachfrage bei EU-Anlegern unwahrscheinlich sein dürfte, bei Anlegern außerhalb der EU jedoch größer wäre. Dies gilt insbesondere für US-Anleger, für die vor allem das CNAV-Merkmal attraktiv ist. Ein Nachfragerückgang bei US-Anlegern könnte beträchtlich sein, wenn in den USA in absehbarer Zukunft keine vergleichbare aufsichtsrechtliche Reform durchgeführt oder erwartet wird. Auch wenn die Auswirkung einer möglichen einseitigen Umstellung auf das VNAV-Modell in Europa, nicht zuletzt aufgrund der Unsicherheiten bezüglich des Anlegerverhaltens, sehr schwer abzuschätzen ist, enthält Abschnitt II zahlreiche nützliche Daten, die zumindest einen Anhaltspunkt geben können.

Ein erheblicher Teil des Fondsvolumens von CNAV-Fonds wird in MFIs außerhalb der EU investiert (insgesamt 161 Milliarden EUR gegenüber 146 Milliarden EUR bei EU-MFIs). An der Spitze liegen irische Fonds (128 Milliarden EUR, 47 % des gesamten AuM). Das grenzüberschreitende Engagement irischer CNAV-Fonds bei MFIs innerhalb der EU ist ebenfalls groß (75 Milliarden EUR). In Luxemburg ist das Engagement bei MFIs innerhalb der EU höher (58 Milliarden EUR) als außerhalb der EU (33 Milliarden EUR). Allerdings ist der Erfassungsgrad in diesem Fall gering, sodass das tatsächliche Engagement möglicherweise zu gering angesetzt ist. Die Mittelbereitstellung an europäische MFIs in Höhe von 146 Milliarden EUR könnte daher durch eine verpflichtende Umstellung auf das VNAV-Modell beeinträchtigt werden, obgleich einige dieser Mittel wahrscheinlich bei europäischen MFIs investiert blieben, z. B. durch den direkten Besitz von Wertpapieren, die von europäischen Banken emittiert werden, oder in Form von Bankeinlagen.

Es besteht erhebliche Unsicherheit über die geografische Verteilung der MMF-Anleger, wie die Unterschiede zwischen den EZB-Statistiken und den Zahlen der Ad-hoc-Erhebung des ESRB verdeutlichen (siehe **Tabelle 9** in Abschnitt III.3). CNAV-Fonds sind hauptsächlich in Irland und Luxemburg ansässig. Tabelle 9 in Abschnitt III.3 enthält Angaben zur geografischen und sektoralen Aufteilung ihrer Anlegerbasis (siehe auch die nachfolgenden **Abbildungen 7** und **8**).

Abbildung 7

Geografische Verteilung der MMF-Anleger (in %)

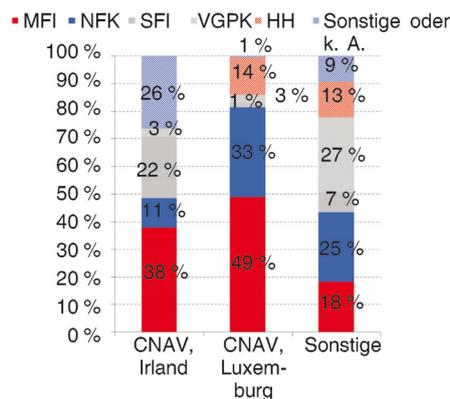


Quelle: ESRB-Erhebung.

Anmerkung: „Sonstige“ umfasst Fonds aus Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Der Erfassungsgrad entspricht 100 % der ESRB-Erhebung und ungefähr 70 % des gesamten AuM von MMFs in der EU.

Abbildung 8

Sektorale Verteilung der MMF-Anleger (in %)



Quelle: ESRB-Erhebung.

Anmerkung: „Sonstige“ umfasst Fonds aus Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien sowie VNAV-Fonds aus Irland und Luxemburg. Der Erfassungsgrad entspricht 100 % der ESRB-Erhebung und etwa 70 % des gesamten AuM von MMFs in der EU.

Den Ergebnissen der ESRB-Erhebung zufolge beträgt der Anteil von Anlegern außerhalb der EU bei irischen MMFs 70 % (oder 202 Milliarden EUR) des Gesamtwerts (siehe **Abbildung 7**). Laut den EZB-Statistiken, die die gesamte MMF-Population erfassen, liegt der Anlegeranteil außerhalb des Euroraums bei 82 % (bzw. 253 Milliarden EUR). Es ist jedoch nicht plausibel, dass Anleger aus dem Vereinigten Königreich und anderen EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums nur für 51 Milliarden EUR (die Differenz zwischen den beiden Zahlen) verantwortlich zeichnen, während in GBP denominateden Fonds in Irland einen Anteil von etwa 134 Milliarden EUR haben. Auch wenn keine genaue Zahl verfügbar ist, könnte man die Zahl aus der ESRB-Erhebung (202 Milliarden EUR) als die Obergrenze eines Intervalls betrachten; die Untergrenze könnte aus den EZB-Statistiken abgeleitet werden und errechnet sich aus dem Gesamtwert des ÜW-Sektors abzüglich des Gesamtwerts der in GBP denominateden Fonds (d. h. 119 Milliarden EUR bzw. 253 Milliarden EUR minus 134 Milliarden EUR). Alles in allem könnte der Anteil von ÜW-Anlegern in Irland daher irgendwo im Bereich zwischen 119 Milliarden EUR und 202 Milliarden EUR liegen. Gemäß der Erhebung investieren diese Anleger vorwiegend in CNAV-Fonds (84 %).

Im Fall Luxemburgs sollten die Daten aus der Erhebung nur einen Teil der MMF-Anlegerbasis erfassen, und zwar rund 74 % des gesamten investierten Kapitals. Diesen Daten zufolge entfallen auf den ÜW-Sektor (d. h. Anleger außerhalb der EU) etwa 79 Milliarden EUR bzw. 43 % der gesamten Anlegerbasis. Die entsprechende Zahl aus den EZB-Statistiken, die allerdings Anleger aus dem Vereinigten Königreich einschließt, beträgt 152 Milliarden EUR bzw. 61 % der gesamten Anlegerbasis. Auch nach Abzug der in GBP denominateden Fonds mit Sitz in Luxemburg (im Wert von ungefähr 20 Milliarden EUR) bleibt die Spanne zwischen den beiden Werten recht groß (79 Milliarden EUR bis 132 Milliarden EUR).

Für die CNAV-Fonds liegen nur Daten aus der ESRB-Erhebung vor. Dieser Quelle zufolge haben Anleger außerhalb der EU einen Anteil von 257 Milliarden EUR bzw. 62 % der gesamten Anlegerbasis. Diese Zahl ist in Anbetracht der Unsicherheit über die Herkunft der Anleger jedoch wahrscheinlich zu hoch angesetzt.

Insgesamt besteht nach den Ergebnissen der ESRB-Erhebung eine potenzielle Nachfrage in Höhe von 257 Milliarden EUR (bzw. 25 % des Gesamtbetrags) von Anlegern außerhalb der EU, die speziell von dem CNAV-Merkmal angezogen werden könnten. Leider lässt die geografische Aufteilung der Anlegerbasis keine Isolierung der Klasse der US-Anleger zu. Sollte eine Umstellung auf das VNAV-Modell einen Abgang dieser Anleger auslösen, könnte daher potenziell ein Viertel des AuM europäischer MMFs betroffen sein. Dies kann sich auch auf die Finanzierung von MFIs auswirken. Da CNAV-Fonds jedoch größtenteils außerhalb der EU investieren (siehe **Tabelle 4** in Abschnitt III.2), ist die Auswirkung auf europäische MFIs eventuell begrenzter. Außerdem ist der Anteil von Anlegern außerhalb der EU in der Erhebung wahrscheinlich wesentlich zu hoch angesetzt. Wie aus IMMFA-Daten hervorgeht, können 10 % bzw. etwa 40 Milliarden EUR US-Anlegern zugerechnet werden. Die direkte Auswirkung eines Abgangs dieser Anleger wäre daher recht gering.

b) Übergangsregelungen

Aus verschiedenen Gründen wären bei einer verpflichtenden Umstellung auf das VNAV-Modell Übergangsregelungen notwendig. Erstens könnte die Umstellung vom CNAV- auf das VNAV-Modell eine betriebliche Herausforderung für Verwalter ebenso wie für Anleger darstellen, da die IT- und Backoffice-Systeme möglicherweise restrukturiert werden müssten. Zweitens kann es umfangreiche Rückgaben von Anlegern geben, die potenzielle Verluste vermeiden wollen, falls der geltende CNAV vom „tatsächlichen“ VNAV abweicht. Daher wird empfohlen, einen ausreichend langen Übergangszeitraum für bestehende MMFs vorzusehen, in dem das CNAV-Modell beibehalten werden kann, um die erforderlichen Anpassungen vorzunehmen. Der Übergangszeitraum für bestehende CNAV-Fonds könnte mindestens zwei Jahre nach der letzten Veröffentlichung der einschlägigen Vorschriften betragen. Darüber hinaus sollten MMFs die Umstellung auf das VNAV-Modell rechtzeitig vor der Umsetzung ankündigen und die daraus resultierenden Auswirkungen genau darlegen. Damit hätten Anleger auch genügend Zeit, die Umsetzung etwaiger Reformen für MMFs in den USA zu berücksichtigen, was die Sorge mindern würde, dass sie ihre Anlagen bereits im Vorfeld abziehen („Front-Running“).

c) Kapitalanforderungen als mögliche Alternative

Begründung

Wenn eine Umstellung auf das VNAV-Modell nicht praktikabel ist, schlägt der FSB (November 2012) als Alternative die Umsetzung von Vorschriften vor, die die gleiche Wirkung wie die aufsichtsrechtlichen Regelungen für Banken haben. Sollte es keine europäischen Rechtsvorschriften geben, die die Umstellung aller CNAV-MMFs auf das VNAV-Modell verlangen, würden strenge Sicherheitsmaßnahmen, einschließlich Kapitalanforderungen, entsprechend den aufsichtsrechtlichen Regelungen für Banken gelten.

Im Folgenden liegt der Schwerpunkt auf den Kapitalanforderungen. Der Grundgedanke hinter formellen Kapitalanforderungen ist, dass es konzeptionelle Parallelen zwischen CNAV-Fonds und Bankeinlagen (die durch die Kapitalanforderungen an Banken geschützt werden) gibt. Das Ziel der Kapitalanforderungen für CNAV-Fonds lautet, ihre Tragfähigkeit von Verlusten zu erhöhen, die aus dem Ausfall von Aktiva oder aus dem Verkauf von Aktiva zur Erfüllung von Rücknahmeanträgen entstehen können, die den stabilen Anteilswert bedrohen. Dadurch können die mit solchen Fonds verbundenen Systemrisiken gemindert werden, da der First-Mover-Vorteil abnimmt und Anleger einen geringeren Anreiz haben, ihre Anteile in Stressphasen zurückzugeben, solange die erwarteten Verluste geringer als die Größe des Kapitalpuffers sind. ⁽¹⁾

Zusätzlich zu den Kapitalanforderungen könnten CNAV-MMFs verpflichtet werden, eine auf bestimmte Geschäfte beschränkte Banklizenz zu beantragen (siehe Europäisches Parlament, 2012). Dies würde gewährleisten, dass CNAV-Fonds unter eine mit Banken vergleichbare aufsichtsrechtliche Regelung — insbesondere im Hinblick auf das Eigenkapital — gestellt werden. Ferner würden solche Unternehmen genau wie Banken von der Einlagensicherung und Zentralbankliquidität profitieren.

Mögliche Modelle

Auf internationaler Ebene sind zwei mögliche Gestaltungen der Kapitalanforderungen im Gespräch: i) ein von Anlegern finanzierter NAV-Puffer und ii) Kapitalanforderungen für den Verwalter. Beide Modelle werden im Folgenden ausführlicher erläutert.

i) Vom Markt finanzierter NAV-Puffer

Bei der ersten Alternative handelt es sich um einen NAV-Puffer, bei dem der MMF eine Kapitalreserve auf Fondsebene bilden würde, indem er einen Teil seiner Erträge als mögliche Reserve für Verluste zurückbehält. Ein Mindest-NAV-Puffer könnte gesetzlich vorgeschrieben werden, und der Fonds könnte bei Erreichen dieses Mindestpuffers aufhören, Erträge zu thesaurieren. Dieses Modell hat jedoch mehrere Nachteile (siehe IOSCO, Oktober 2012).

⁽¹⁾ Siehe z. B. Gordon und Gandia (2012); Squam Lake Group (2011); FSOC (2012).

Die Kumulierung einer ausreichend hohen Reserve würde Zeit in Anspruch nehmen und der Aufbau eines Puffers über einen längeren Zeitraum hinweg wäre im Übergangszeitraum von begrenztem Nutzen. Ein kleinerer Puffer kann möglicherweise schneller aufgebaut werden, wäre jedoch von begrenztem Nutzen. Er könnte sogar den falschen Eindruck erwecken, dass Verluste des Anlegers einen größeren Schutz genießen als sie es tatsächlich tun, was das Systemrisiko erhöhen kann. Zudem kann sich im derzeitigen Niedrigzinsumfeld der Aufbau eines beträchtlichen Puffers als sehr schwierig erweisen.

Der Aufbau des Puffers kann ferner zu einer Verlagerung des Nutzens von bestehenden Anteilhabern, die zum Aufbau des Puffers beitragen, auf künftige Anteilhaber, die zu einem späteren Zeitpunkt einen Nutzen daraus ziehen können, führen.

Da der Puffer zu einer unmittelbaren Verminderung der Rendite führen wird, die der Fonds bieten kann, können Anlagen in den MMF an Attraktivität einbüßen und die Anlegernachfrage kann abnehmen. Zur Umgehung des Puffers könnten Fonds den Markt verlassen, wodurch die Größe des Sektors reduziert und die Verfügbarkeit einer wichtigen kurzfristigen Finanzierungsquelle für MFIs eingeschränkt werden könnte.

Schließlich würden Verwalter/Sponsoren, da die Puffer durch die Anteilhaber der Fonds finanziert werden, keinen finanziellen Beitrag dazu leisten, was möglicherweise ihren Anreiz zu einem umsichtigen Risikomanagement abschwächen könnte.

ii) Kapitalanforderungen für den Sponsor/explicite Sponsor-Garantie

Bei der zweiten Alternative wären die MMF-Verwalter/Sponsoren verpflichtet, eine ausdrückliche Verpflichtung zu Finanzhilfen, die häufig implizit angenommen wird, anzugeben. Eine solche explizite Verpflichtung würde dazu führen, dass die (derzeit diskretionäre) Unterstützung, auf die sich MMFs in der Vergangenheit häufig verlassen haben, verpflichtend wird und den Sponsor/Verwalter zu einer Internalisierung der dazugehörigen Kosten zwingen. Eine solche explizite Verpflichtung ist sinnvoll, da eine Quelle des Systemrisikos im Zusammenhang mit MMFs — wie in Abschnitt II.2 erörtert — der diskretionäre Charakter der Sponsor-Unterstützung ist.

MMF-Verwalter oder im Allgemeineren die Sponsoren könnten verpflichtet werden, einen Treuhänder, der die Verluste des MMF übernimmt, zu bestellen und zu finanzieren. Das Kapital würde außerhalb des MMF gehalten, zum Eigenkapital des Sponsors/Garantiegebers gehören und keine Verbindlichkeit für den MMF begründen. Der Beitrag der Anleger wäre mittelbar, z. B. über erhöhte Kosten/Gebühren, was zu einem Rückgang der Anlegernachfrage führen kann. Alternativ könnte der Verwalter/Sponsor ebenso eine explizite Garantie unter der Bedingung abgeben, dass es sich bei dem Verwalter/Sponsor um eine regulierte Einheit handelt, die prudenziellen Kapitalanforderungen unterworfen ist.

Höhe

Ein Kapitalpuffer/eine Kapitalanforderung sollte hoch genug sein, um einen umfassenden Schutz gegen Verluste bieten und so das Run-Risiko aufseiten der Anleger wirksam begrenzen zu können. Andernfalls gäbe es für Anteilhaber vergleichbare Anreize, einen Fonds, der als mit einem Verlustrisiko verbunden erachtet wird, das über seinem Kapitalpuffer liegt, oder einen Fonds, bei dem Unsicherheit über die Fähigkeit des Garantiegebers zur Bereitstellung einer Unterstützung entstanden ist, zu verlassen. Die Kapitalanforderung für die von Sponsoren abgegebene explizite Garantie, insbesondere im Fall der Beibehaltung des CNAV-Modells, hätte mit den jeweiligen aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen der Banken im Einklang zu stehen.

Die **Squam Lake Group** (2011) schlägt vor, bei der Festlegung der Höhe des erforderlichen Puffers die Höhe der Beträge zu berücksichtigen, die von Sponsoren in der Vergangenheit mit dem Ziel der Vermeidung eines „Breaking the Buck“ bei CNAV-Fonds bereitgestellt wurden. Beispielsweise wäre an den zwei Tagen nach der Insolvenz von Lehman Brothers, in denen der Reserve Primary Fund einen Mindestanteilswert von 97 Cent gemeldet hatte, ein Puffer von mindestens 0,03 USD je Anteil notwendig gewesen.

Der **FSOC** (2012) schlägt einen Puffer vor, der an das Risiko der Vermögenswerte des Fonds angepasst ist, wobei Folgendes gilt: i) keine Pufferanforderung für Barmittel, Treasury-Wertpapiere und Treasury-Repos (Verbriefung von Repos erfolgt ausschließlich durch Barmittel und Treasury-Wertpapiere), ii) Pufferanforderung von 0,75 % für sonstige täglich liquide Aktiva (oder für wöchentlich liquide Aktiva im Fall steuerbefreiter Fonds) und iii) Pufferanforderung von 1,00 % für alle sonstigen Vermögenswerte. Der NAV-Puffer wird in einer Höhe vorgehalten, die über der von Vermögenswerten liegt, die für die Stabilisierung des Anteilswerts des CNAV-Fonds erforderlich sind. Des Weiteren stellt der FSOC fest, dass obgleich MMFs in der Regel in risikoärmere Wertpapiere anlegen, die Erfahrung gezeigt hat, dass Fonds Verluste erleiden können, die über dem vorstehend genannten NAV-Puffer in Höhe von 1 % liegen. Daher schlägt der FSOC als andere Alternative einen Puffer von bis zu 3 % vor (wieder in Abhängigkeit von der Vermögensstruktur). Darüber hinaus enthalten die FSOC-Vorschläge das Konzept einer „Minimum Balance at Risk“, die einen Teil des Bilanzwerts darstellt, der für Rücknahmen mit Verzögerung verfügbar wäre.

Die **IOSCO** nennt als Beispiel für den NAV-Puffer ein Minimum von 50 Basispunkten, mit dem Abweichungen zwischen Marktwert und Nennwert aufgefangen werden sollen. Ein Puffer in dieser Höhe wäre jedoch in seiner Funktion den vom

FSB verlangten Eigenkapitalanforderungen für Banken (November 2012) nicht gleichwertig. Im Rahmen der **Basel-III-Eigenkapitalregeln** sind Banken verpflichtet, ausreichendes Eigenkapital für die beiden Auflagen risikobasierte Eigenkapitalanforderungen und Höchstverschuldungsquote vorzuhalten. Die Höchstverschuldungsquote sieht vor, dass Eigenkapital mindestens 3 % der Aktiva der Bank entsprechen muss (siehe Basler Ausschuss für Bankenaufsicht 2010, Absatz 153). Folglich impliziert eine Konsolidierung des MMF-Vermögens in der Bilanz der garantierenden Bank eine Eigenkapitalanforderung von 3 % des NAV der MMFs. Daher sollte im Einklang mit der prudenziellen Bankenaufsicht im Allgemeinen ein Kapitalpuffer von 3 % in Erwägung gezogen werden. Dieser sollte unabhängig davon gelten, ob die Kapitalverpflichtung durch Banken oder — in zulässigen Fällen — durch den Verwalter oder einen Dritten erfüllt wird. Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass die vom Basler Ausschuss vorgeschlagene Höchstverschuldungsquote von 3 % im Zeitraum vom Januar 2013 bis Januar 2017 parallel getestet wird und es zu weiteren Kalibrierungen der Quote kommen kann.

Risiken

Die Möglichkeit der Auferlegung von Kapitalanforderungen ist mit zahlreichen Risiken verbunden. Erstens könnte diese Anforderung **spürbare Kapitalauswirkungen** für Verwalter/Sponsoren haben. Ausgehend von den Basel-III-Eigenkapitalregeln als Ausgangspunkt könnten — wie vorstehend beschrieben — mindestens 3 % des NAV von MMFs vorgesehen werden. Gemäß den Schätzungen einiger ESRB-Mitglieder kann das Vorhalten eines 3%igen Kapitalpuffers auf alle Vermögenswerte von innerhalb der Bankengruppe verwalteten CNAV-MMFs (unter der Annahme, dass es sich bei diesem Kapitalpuffer um einen bilanzierten Vermögenswert für die als Sponsor fungierende Bank handelt und dieser von ihrem eigenen Eigenkapital vollständig abgezogen werden würde) für einige europäische Banken einen halben Prozentpunkt ihres gemeinsamen Eigenkapitals bedeuten.

Außerdem könnten Vorgaben hinsichtlich einer ausdrücklichen Verpflichtung **die Wechselwirkungen** im Finanzsystem (insbesondere im Hinblick auf das Bankensystem) **erhöhen**, insbesondere, wenn systemisch relevantere Sponsoren besser in der Lage sind, das Kapital zu finanzieren. Andererseits kann als Gegenargument vorgebracht werden, dass durch die Kapitalanforderungen weniger die Wechselwirkungen verstärkt, sondern vielmehr Verbindungen transparent gemacht werden, die bereits aufgrund impliziter Unterstützungsverhältnisse bestehen. Dies würde Anlegern sowohl in Banken als auch MMFs helfen, die Risiken, die sie tragen, besser zu verstehen. Jedoch weist der CNAV-MMF-Sektor in Europa bereits eine erhebliche **Konzentration** auf (siehe Abschnitt III.4). Die Umsetzung der Kapitalanforderungen für CNAV-Fonds und ihre Sponsoren dürfte zu einer Konsolidierung der Branche führen, was wiederum eine größere Risikokonzentration mit sich bringt.

Da es wahrscheinlich ist, dass sich Anleger zumindest mittelbar über erhöhte Kosten/Gebühren an Kapitalpuffern/-anforderungen beteiligen würden, könnte eine weitere Folge ein **Rückgang der Anlegernachfrage** sein. Im Hinblick auf mögliche Folgen für die Bankrefinanzierung ist daran zu erinnern, dass europäische CNAV-MMFs Finanzierung für europäische MFIs in Höhe von rund 146 Milliarden EUR bereitstellen.

Obleich aus Gründen der Stabilität und Transparenz explizite Verpflichtungen impliziten Verpflichtungen vorzuziehen sind, scheint nicht die Auferlegung konkreter Kapitalanforderungen, sondern vielmehr die Umstellung von CNAV-Fonds auf VNAV-Fonds die erste beste Lösung zu sein. Kapitalpuffer stehen nicht im Einklang mit dem Grundmerkmal eines Investmentfonds, bei dem Anleger das Anlagerisiko tragen. Darüber hinaus können sie möglicherweise zu einer **weiteren Verzerrung des Unterschieds zu Banken** führen.

IV.3 Empfehlung B — Liquiditätsanforderungen

Der **Kommission** wird empfohlen, sicherzustellen, dass die einschlägige Gesetzgebung der Union:

1. **die bestehenden Liquiditätsanforderungen für MMFs um konkrete Mindestbeträge für täglich und wöchentlich liquide Aktiva, die MMFs vorhalten müssen, erweitert;**
2. **die Verantwortlichkeit der Fondsverwalter für die Überwachung des Liquiditätsrisikos verstärkt;**
3. **gewährleistet, dass die nationalen Aufsichtsbehörden und die Fondsverwalter über wirksame Instrumente (z. B. vorläufige Aussetzung der Anteilsrückgabe) verfügen, um Liquiditätsengpässen in Stressphasen entgegenzuwirken, die sich aus fondsspezifischen oder aus marktweiten Entwicklungen ergeben.**

IV.3.1 Wirtschaftliche Begründung

a) Verbesserung der Stabilität von MMFs

Empfehlung B folgt den IOSCO-Empfehlungen zum Liquiditätsmanagement. Insbesondere sieht Empfehlung 7 vor, dass „Geldmarktfonds einen Mindestbetrag an liquiden Aktiva zur Stärkung ihrer Fähigkeit, Rücknahmen bedienen zu können, und um Notverkäufe zu vermeiden, vorhalten sollten“.

Wie vorstehend (Abschnitt I.2) erläutert, ist im EU-Kontext der europäische Rechtsrahmen für das Liquiditätsrisikomanagement bereits ausgereift. Unter anderem gilt als Grundregel in Artikel 1 der OGAW-Richtlinie 2009/65/EG, dass ein OGAW Anteile auf Antrag der Anteilinhaber zurückzunehmen hat. Im Fall von MMFs sehen die CESR/ESMA-Leitlinien vor, dass MMFs Anlegern tägliche Liquidität bereitstellen sollten und ihre Liquidität entsprechend diesem Grundsatz zu steuern haben. In den CESR/ESMA-Leitlinien zu MMFs sind ebenso Grenzen in Form einer gewichteten durchschnittlichen Zinsbindungsdauer (Weighted Average Life — WAL) und einer gewichteten durchschnittlichen Restlaufzeit (Weighted Average Maturity — WAM) festgelegt, mit denen dem Liquiditätsmanagement Beschränkungen auferlegt und Verwalter verpflichtet werden, liquide Aktiva zu halten.

Im Gegensatz zu der — vor allem in den USA — bestehenden Regulierung sind in der EU-Regulierung keine konkreten Quoten in Form von Mindestbeträgen für liquide Aktiva vorgesehen, die MMFs vorhalten müssen. In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass das Europäische Parlament (2012) die Kommission ersucht hat, das Konzept der Einführung konkreter Liquiditätsanforderungen für MMFs durch die Festlegung von Mindestanforderungen für Tages-, Wochen- und Monatsliquidität zu erörtern.⁽¹⁾

Liquide Aktiva helfen MMFs bei Zahlungen an Anteilhaber bei Anteilrückgaben, unterstützen diese dabei, verlustreiche Notverkäufe von Vermögenswerten zu vermeiden und verringern zudem die Ansteckungsgefahr für andere Fonds, die vergleichbare Wertpapiere halten. Dementsprechend wird die Aufnahme ausdrücklicher Mindestbeträge für täglich und wöchentlich liquide Aktiva in den EU-Regulierungsrahmen empfohlen. Die größten Vorteile einer solchen Einführung wären im Einzelnen die folgenden:

- a) Hervorhebung der Bedeutung liquider Aktiva, um MMFs in die Lage zu versetzen, **mögliche umfangreiche Anteilrückgaben bedienen** und Phasen der Marktvolatilität standhalten zu können: Die Erfahrung vom Sommer 2011, als US-amerikanische MMFs in der Lage waren, Rücknahmeanträge in erheblichem Umfang erfüllen zu können, untermauert diese Vorteile.⁽²⁾
- b) Schaffung einer **harmonisierten Basis für Liquiditätspraktiken** für MMFs innerhalb Europas und Stärkung des Anlegervertrauens: Derzeit sind im Code of Practice der IMMFA und in der Methodik der Ratingagenturen unterschiedliche Grenzwerte und Anforderungen an das Liquiditätsmanagement definiert (siehe nachstehenden **Kasten 1**). Wie vorstehend erörtert, wurden im US-amerikanischen Regulierungsrahmen hingegen konkrete Grenzwerte für täglich und wöchentlich liquide Aktiva festgelegt.
- c) Gewährleistung, dass MMFs **hinsichtlich des Liquiditätsmanagements kontinuierlich einen vorsichtigen Ansatz verfolgen**: Die Liquidität von MMFs hat infolge der im Jahr 2008 einsetzenden Finanzkrise, einer zunehmenden Risikoaversion vor dem Hintergrund der Staatsschuldenkrise in der EU und einer hohen Marktvolatilität zugenommen. Im Fall einer Stabilisierung der Marktbedingungen besteht das Risiko, dass MMFs wieder die Höhe der liquiden Aktiva in ihren Portfolios senken und nach Instrumenten mit einer längeren Laufzeit und höheren Rendite streben, was zu einer Abschwächung ihrer Liquiditätsposition führen kann.
- d) Die Einführung konkreter Quoten sollte als Teil des umsichtigen Liquiditätsrisikomanagements (wie beispielsweise in Artikel 51 der OGAW-Richtlinie definiert) betrachtet werden, bei dem die Verwaltungsgesellschaft weiterhin die volle Verantwortung für die Steuerung ihrer Liquidität trägt.

Kasten 1

Unterschiedliche Ansätze für Liquiditätspuffer

IMMFA: Ein IMMFA-Fonds muss mindestens 10 % seines Nettovermögens in Anlagen, die am nächsten Geschäftstag fällig werden, und mindestens 20 % des Nettovermögens in Anlagen mit einer Laufzeit von bis zu fünf Geschäftstagen halten. Für diese Zwecke können die Mitglieder bei der Festlegung der Behandlung von Staatsanleihen die Liquidität jedes einzelnen Instruments statt seiner Endfälligkeit berücksichtigen.

Fitch: Die Definition von Tagesliquidität lautet wie folgt: bei einer Verwahrstelle gehaltene Barmittel mit einem Mindestrating von „A“ und/oder „F1“ oder einem vergleichbaren Rating; Übernacht-Pensionengeschäfte; Anteile von MMFs mit einem Fitch-Rating von „AAAmmf“ oder einem vergleichbaren Rating; Wertpapiere, die fällig werden oder ein Kontokorrentinstrument eines Anbieters mit einem angemessenen Rating beinhalten, das durch den Anteilhaber ausübbar und innerhalb eines Geschäftstags zahlbar ist, sowie unmittelbare Schuldtitel, die von Staaten mit einem hohen Rating, die von einer starken Marktliquidität profitieren, ausgegeben wurden, vorausgesetzt, diese Schuldtitel sind in der Basiswährung des Portfolios mit einer Restlaufzeit von bis zu 397 Tagen emittiert. Die Definition von Wochenliquidität umfasst die vorstehend genannte Definition und beinhaltet ferner Wertpapiere, die fällig werden oder ein Kontokorrentinstrument eines Anbieters mit einem angemessenen Rating beinhalten, das durch den Anteilhaber ausübbar und innerhalb von fünf Geschäftstagen an den Fonds zahlbar ist, sowie Wertpapiere, die von supranationalen oder staatlichen Stellen mit einem hohen Rating, die von einer starken Marktliquidität profitieren, ausgegeben wurden, und eine Restlaufzeit von bis zu 95 Tagen haben.

Moody's: Bei der Bewertung von Liquidität durch Moody's wird sowohl die Laufzeitenstruktur und Qualität des Vermögens als auch das Risiko von ungeplanten und umfangreichen Rücknahmeanträgen herangezogen. Moody's bewertet, in welchem Umfang ein Fonds in liquide Wertpapiere, vor allem Staatspapiere mit einem Rating von Aaa, angelegt ist und deren Laufzeiten sowie sonstige liquide Aktiva wie Wertpapiere mit einer Laufzeit von bis zu sieben Tagen.

SEC: US-MMFs sind verpflichtet, mindestens 10 % ihres Vermögens in Tagesgeld und 30 % in Vermögen, das innerhalb einer Woche fällig wird, zu halten. Unter täglich liquide Aktiva fallen Barmittel, US-Treasury-Papiere und innerhalb eines Geschäftstags liquidierbare Wertpapiere. Wöchentlich liquide Aktiva umfassen Barmittel, US-Treasury-Papiere,

⁽¹⁾ Ebenso hat das Europäische Parlament (2012) die Kommission ersucht, die Belastung von Liquiditätsgebühren, sofern diese ausgelöst werden, vorzusehen, was wiederum eine unmittelbare Informationspflicht gegenüber der zuständigen Aufsichtsbehörde und der ESMA zur Folge hat.

⁽²⁾ Angaben des FIOC (2012) zufolge verzeichneten institutionelle Prime-MMFs im Achtwochenzeitraum bis zum 3. August 2011 Nettoabflüsse in Höhe von 179 Milliarden USD (16 % der Aktiva).

Abzinstitel mit einer Restlaufzeit von bis zu 60 Tagen und innerhalb von fünf Geschäftstagen liquidierbare Wertpapiere (gleich ob durch Fälligkeit oder einen Verkauf).

Anmerkung: Ausschließlich Auszüge. Weitere Einzelheiten können den anwendbaren Vorschriften und Methoden entnommen werden.

Bei der Festlegung von Höhe und Zusammensetzung der Puffer für liquide Aktiva sind folgende Punkte zu berücksichtigen:

- a) Es wird zwischen der Höhe der vorgegebenen Puffer und der Art von Vermögenswerten, die als zulässig gelten, **abgewogen**, wie die derzeit in Europa angewandte unterschiedliche Methodik und die von den MMFs gemeldeten unterschiedlichen Zahlen hinsichtlich ihrer Bestände an liquiden Aktiva verdeutlichen. Je höher die Pufferanforderung ist, umso schwieriger wird es werden, die Anforderung im Hinblick auf Vermögenswerte mit hoher Qualität zu erfüllen.
- b) Es sollten sowohl **täglich als auch wöchentlich liquide Aktiva** definiert werden. Täglich liquide Aktiva sind wichtig, da ein Rücknahmeverlangen sehr schnell entstehen kann. ⁽¹⁾ Ferner stärken wöchentlich liquide Aktiva die Stabilität des Fonds und seine Fähigkeit, umfangreiche Anteilrückgaben — bei gleichzeitiger Ausweitung des Umfangs zulässiger Vermögenswerte — bedienen zu können.
- c) Bei der Definition von liquiden Aktiva (mit Ausnahme von Barmitteln) sollte zur Verminderung der Abhängigkeit von Sekundärmarktliquidität in erster Linie die **Restlaufzeit** berücksichtigt werden. Entsprechend sollten Instrumente, die als täglich und wöchentlich liquide Aktiva definiert sind, eine Restlaufzeit von bis zu einem bzw. bis zu fünf Geschäftstagen haben. Der Vorteil dieses Ansatzes, bei dem die Restlaufzeit zugrunde gelegt wird, besteht darin, Annahmen hinsichtlich der Marktliquidität bestimmter Instrumente zu unterbinden, da liquide Aktiva bei einer angespannten Marktlage zu nicht liquiden Aktiva werden können. Diese Definition unterscheidet sich von der US-Definition, die Treasuries und Agency Securities umfasst und damit die Besonderheiten des US-Marktes und das Volumen des US-amerikanischen Staatsanleihenmarktes widerspiegelt.
- d) Bei der Festlegung der Puffer sollte das Risiko im Zusammenhang mit **möglichen optionalen Laufzeiten von Vermögenswerten** berücksichtigt werden. Diese Optionen können auf unterschiedlichen Parametern gründen, einschließlich Methoden im Zusammenhang mit dem Adressenausfallrisiko wie Puttables (z. B. Anleihen mit der Option einer vorzeitigen Rückzahlung für den Gläubiger), Cancellables (z. B. kündbare Optionen), Callable (z. B. Rückforderung ausgeliehener Vermögenswerte im Rahmen von Repogeschäften). Solche Merkmale können eine Ansteckungsgefahr schaffen und die Gesamtliquiditätsposition der Fonds, vor allem bei Marktspannungen, schwächen.
- e) **Sonstige Wechselwirkungen** — vor allem im Zusammenhang mit dem Bankensektor —, die die Verfügbarkeit zulässiger Vermögenswerte für Liquiditätspuffer beeinträchtigen können, sollten ebenfalls in Erwägung gezogen werden.

b) Stärkung des Liquiditätsrisikomanagements

Die festzulegenden Grenzwerte sind als Mindestwerte zu betrachten. Entsprechend sollten Verwalter ihre Bestände an liquiden Aktiva in Abhängigkeit von ihrem Profil, ihrer Anlegerbasis (Art der Anleger, Rücknahmeverhalten, Konzentration der Anlegerbasis usw.) und den Marktbedingungen steuern.

Im Rahmen eines soliden und Best-Practices-Ansatzes im Hinblick auf Liquiditätsmanagement sollten Verwalter regelmäßige Stresstests entwickeln, die auf unterschiedlichen negativen Szenarien beruhen (sowohl fondsspezifisch als auch marktweit), die ihr Liquiditätsprofil beeinflussen; dies deckt sich mit der IOSCO-Empfehlung 8. Ebenso sollten MMFs über Notfallpläne verfügen, auf die in Stressphasen zurückgegriffen werden kann.

Wie in der IOSCO-Empfehlung 6 vorgesehen, betrifft ein wichtiger Aspekt, den es zu berücksichtigen gilt, die Anteilhaber der Fonds. Dies ist insbesondere im EU-Kontext von Bedeutung, da hier institutionelle Anleger, deren Run-Anfälligkeit im Allgemeinen höher sein dürfte, den Großteil der Anlegerbasis bilden. Wie vorstehend erörtert (siehe Abschnitt III.3), zeigt die ESRB-Umfrage eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich der Anlegerbasis der Fonds auf. Zudem legen vereinzelte Hinweise nahe, dass elektronischen Plattformen in Europa eine zunehmende Bedeutung zukommt, was es Verwaltern erschwert, ihre Anteilhaber zu kennen⁽¹⁾. Die sich aus diesem Trend ergebenden Auswirkungen sollten einer Beurteilung unterzogen werden. Darüber hinaus könnten im Einklang mit den vom FSOC zu MMFs in den USA vorgeschlagenen Empfehlungen die MMFs verpflichtet werden, Informationen über ihre wirtschaftlichen Eigentümer einzuholen.⁽²⁾

⁽¹⁾ Im Fall des Reserve Primary Fund versuchten Anleger, Anteile in Höhe von rund 40 Milliarden USD in zwei Tagen zurückzugeben, und insgesamt 15 % des Vermögens von Prime-MMFs wurde innerhalb einer Woche abgezogen.

⁽²⁾ Die im November 2012 veröffentlichten vorgeschlagenen Empfehlungen sehen die Umsetzung weiterer Vorgaben zu „know-your-investor“ vor.

c) Liquiditätsmanagement in Stressphasen

Sogar wenn Fondsverwalter einen vorsichtigen Ansatz im Hinblick auf das Liquiditätsrisikomanagement verfolgen, kann es Fälle geben, in denen MMFs mit extrem schwierigen Marktbedingungen und/oder Rücknahmeanträgen in erheblichem Umfang umgehen müssen, die das Ergebnis sowohl fondsspezifischer als auch marktweiter Entwicklungen sind. Entsprechend sieht die IOSCO-Empfehlung 9 vor, dass Geldmarktfonds über Instrumente verfügen sollten, um mit außergewöhnlichen Marktbedingungen und einem erheblichen Rücknahmedruck umgehen zu können. Solche Instrumente können den Rücknahmedruck abfedern und somit einen Run oder sonstiges Herdenverhalten unter den Anlegern eines bestimmten Fonds oder einer Gruppe von Fonds verhindern. Zudem stellt die IOSCO fest, dass zur Vermeidung einer Ansteckungsgefahr die Länder ebenfalls in Erwägung ziehen sollten, den Regulatoren die Befugnis zu erteilen, den Einsatz solcher Instrumente in Fällen verpflichtend zu machen, in denen ein MMF oder mehrere MMFs mit außergewöhnlichen Situationen konfrontiert sind, die Auswirkungen auf das gesamte Finanzsystem haben können.

Im EU-Regulierungsrahmen enthalten sowohl die OGAW-Richtlinie als auch die AIFM-Richtlinie Bestimmungen zu einer vorläufigen Aussetzung.

- Artikel 45 Absatz 2 der **OGAW-Richtlinie** sieht vor, dass Mitgliedstaaten den zuständigen Behörden gestatten können, dass sie die zeitweilige Aussetzung der Zeichnung, der Rücknahme oder der Auszahlung von Anteilen verlangen oder gestatten, wenn eine solche Aussetzung aus Gründen des Anteilhaberschutzes oder des Schutzes öffentlicher Interessen gerechtfertigt ist. Nach Artikel 84 Absatz 2 kann ein Fonds die Rücknahme oder Auszahlung seiner Anteile in außergewöhnlichen Fällen vorläufig aussetzen, wenn Umstände vorliegen, die diese Aussetzung erforderlich machen und wenn die Aussetzung unter Berücksichtigung der Interessen der Anteilhaber gerechtfertigt ist.
- Gemäß Artikel 46 Absatz 2 der **AIFM-Richtlinie** haben die zuständigen Behörden die Befugnis, „im Interesse der Anteilhaber oder der Öffentlichkeit die Aussetzung der Ausgabe, Rücknahme oder Auszahlung von Anteilen zu verlangen“. Jedoch gibt es keine gesonderte Bestimmung im Hinblick auf die Fondsebene. Zudem sieht Artikel 23 Absatz 1 Buchstabe h eine Offenlegung des Liquiditätsrisikomanagements des AIF, einschließlich der Rücknahmerechte unter normalen und außergewöhnlichen Umständen, vor.

Dieses Regelwerk unterscheidet sich von der bestehenden Regulierung in den USA, wo der Fonds nach einer Aussetzung liquidiert werden muss.⁽¹⁾ Eine vorläufige Aussetzung ist bei Eintritt außergewöhnlicher Umstände, unter denen Fonds mit einem enormen Rücknahmedruck konfrontiert sind, wahrscheinlich die angemessenste Lösung. Daher sollte das EU-Regelwerk um die Möglichkeit einer vorläufigen Aussetzung der Rücknahme für alle Fonds (OGAW und Nicht-OGAW gleichermaßen), wie gegenwärtig in der OGAW-Richtlinie vorgesehen, ergänzt werden.⁽²⁾ Wie bereits in der EU-Gesetzgebung für OGAW- und Nicht-OGAW-Fonds vorgesehen, kann eine vorläufige Aussetzung der Rücknahme im Interesse der Anteilhaber oder der Öffentlichkeit auch durch die zuständigen Behörden verlangt werden, was mit den IOSCO-Empfehlungen im Einklang steht.

Neben der vorläufigen Aussetzung könnte die Einführung weiterer Liquiditätsmanagementinstrumente für außergewöhnliche Situationen für MMFs in Erwägung gezogen werden. Die Bedingungen und Umstände, unter denen diese Instrumente verwendet werden könnten, sollten eindeutig definiert und ihr Nutzen für die Finanzstabilität bewertet werden. Wie in den IOSCO-Empfehlungen vorgesehen, können insbesondere die Vorteile sogenannter Gates (wodurch die Fonds die Rücknahmebeträge an einem Rücknahmetag auf einen bestimmten Anteil beschränken können) weiter untersucht werden.

In Übereinstimmung mit den IOSCO-Empfehlungen sollten angemessene Anlegerinformationen im Hinblick auf anwendbare Stressverfahren verfügbar sein. Die Fonds haben insbesondere sicherzustellen, dass sich ihre Anleger der Umstände bewusst sind, unter denen solche Verfahren (Aussetzungen oder sonstige Maßnahmen) eingesetzt werden. Jedoch sollten Einzelheiten zur Umsetzung und zu den Bedingungen nicht offengelegt werden, um einen First-Mover-Vorteil und die Möglichkeit vorschneller Anleger-Runs zu vermeiden. Die Offenlegung anwendbarer Verfahren in Stressphasen wird in Empfehlung C, Abschnitt 3, die nachfolgend erörtert wird, weiter ausgeführt.

IV.3.2 Bewertung

Im Hinblick auf die Einführung besonderer Anforderungen für liquide Aktiva zeigte die von der IOSCO im Frühjahr 2012 durchgeführte Konsultation eine umfassende Unterstützung der Einführung von Liquiditätspuffern für MMFs aufseiten der Teilnehmer. Die Teilnehmer hoben insbesondere die Vorteile der neuen Bestimmungen der US-amerikanischen *Rule 2a-7* für die Stärkung der Stabilität der Fonds hervor. Im EU-Kontext wiesen die EU-Teilnehmer darauf hin, dass in Europa — anders als in den USA — ein harmonisiertes Rahmenwerk für Liquiditätsmanagement fehlt und begrüßten im Allgemeinen eine Initiative seitens der Regulatoren.

Zur Bewertung der möglichen Auswirkungen der Einführung neuer quantitativer Anforderungen an das Liquiditätsmanagement ist die derzeitige Zusammensetzung der Fondsportfolios zu betrachten, da Puffer die Tendenz zu sehr kurzfristigen Instrumenten erhöhen und Verwalter zur Änderung ihrer Portfolioausrichtung zwingen können. Die ESRB-Umfrage hat ergeben, dass MMFs in der EU bereits einen wesentlichen Teil ihres Portfolios in Aktiva mit einer Laufzeit von bis zu einem Tag oder bis einer Woche halten, wie Tabelle 6 in Abschnitt III.2 und Abbildung 6 entnommen

⁽¹⁾ Nach Maßgabe der neuen im Jahr 2010 verabschiedeten SEC-Rule 22e-3 kann der Board of Directors eines MMF bei Meldung an die SEC die Rücknahme aussetzen und den Fonds abwickeln, wenn ein „Breaking the Buck“ eingetreten ist oder die Gefahr eines „Breaking the Buck“ besteht.

⁽²⁾ Siehe Europäische Kommission (2012), Abschnitt 5, in dem Liquiditätsmanagementinstrumente für außergewöhnliche Situationen erläutert werden.

werden kann. Der Anteil dieser liquiden Aktiva ist bei CNAV-Fonds höher (jeweils 26 % bzw. 11 % ihrer Aktiva, Stand: Juni 2012), die ebenso einen relativ hohen Prozentsatz ihrer Aktiva in Barmitteln (fast 7 %, Stand: Juni 2012) halten. Sonstige MMFs in der EU, bei denen es sich nicht um CNAV-Fonds handelt, halten ebenfalls bereits einen relativ hohen Anteil ihrer Aktiva in täglich und wöchentlich liquiden Aktiva (bei VNAV-Fonds mit kurzfristiger Laufzeitstruktur rund 17 % bzw. 5 % und bei sonstigen VNAV-Fonds 12 % bzw. 3 %).

Bei der ESRB-Datensammlung gibt es einige Einschränkungen, da die Umfrage nicht alle MMFs umfasst und es sich bei dem bereitgestellten Zahlenwerk um aggregierte Zahlen aller Fonds handelt, wobei möglicherweise einige Abweichungen zwischen den Fonds bestehen. Zudem vermittelt die Umfrage ein Bild, das sich in einer Zeit hoher Risikoaversion ergab. Die Ergebnisse der Umfrage stimmen jedoch mit anderen Beobachtungen von Aufsichtsbehörden und Ratingagenturen sowie Rückmeldungen von Vermögensverwaltern hinsichtlich ihres Liquiditätsmanagements überein.

IV.4 Empfehlung C — Offenlegung

Der **Kommission** wird empfohlen, sicherzustellen, dass die einschlägige Gesetzgebung der Union:

- 1. die MMFs zu konkreten Angaben — auch in ihren Marketingmaterialien — verpflichtet, durch die Anleger auf eine fehlende Kapitalgarantie und die Möglichkeit eines Kapitalverlusts hingewiesen werden;**
- 2. die MMFs verpflichtet, in ihrer veröffentlichten Angabe nur auf eine potenzielle Sponsor-Unterstützung, die Möglichkeit einer Unterstützung oder eines Schutzes hinzuweisen, wenn der Sponsor eine feste Zusage hinsichtlich der Unterstützung/des Schutzes gemacht hat; in diesem Fall ist dies in den Büchern des Sponsors und in seinen aufsichtsrechtlichen Anforderungen zu berücksichtigen;**
- 3. die MMFs verpflichtet, ihre Bewertungsmethoden insbesondere im Hinblick auf die Anwendung der Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten offenzulegen und Anlegern angemessene Informationen zu den anwendbaren Rücknahmeverfahren in Stressphasen bereitzustellen.**

IV.4.1 Wirtschaftliche Begründung

MMFs gelten allgemein hin als sichere Anlagen mit sehr geringem Risiko. Diese Sichtweise kann unter Umständen das Risiko von Anleger-Runs im Fall einer Nichterfüllung solcher Erwartungen durch den Fonds verstärken. Mit einer zusätzlichen Offenlegung soll sichergestellt werden, dass sich Anleger der Anlagemerkmale von MMFs vollumfänglich bewusst sind, wodurch das Run-Risiko vermindert wird. Diese Offenlegungspflicht steht voll und ganz im Einklang mit den IOSCO-Empfehlungen 13 und 14, obgleich sie etwas weiter geht, indem sie vorschreibt, dass eine veröffentlichte Angabe hinsichtlich einer Sponsor-Unterstützung oder der Möglichkeit einer solchen Unterstützung nur dann zulässig sein sollte, wenn hierfür eine feste Verpflichtung vonseiten des Sponsors vorliegt.

Wie in Abschnitt II.2 erläutert, trägt die Annahme einer impliziten und diskretionären Sponsor-Unterstützung zur Instabilität des Systems bei. Daher sollten Fondsportfolios und Rücknahmegrundsätze dergestalt sein, dass keine Sponsor-Unterstützung beabsichtigt ist. Andernfalls ist die Absicht, sich auf Sponsor-Unterstützung zu verlassen, ausdrücklich anzugeben, durch den Anbieter der Unterstützung vollständig zu internalisieren und an den in der Erörterung von Empfehlung A angegebenen aufsichtsrechtlichen Kapitalanforderungen zu orientieren.

In der Produktdokumentation sollten für den Anleger Angaben zu den bestehenden Verfahren zur Bewertung der Instrumente, einschließlich Informationen zur Anwendung der Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten, der dieser Bewertungsmethode zugrunde liegenden Annahmen und der damit verbundenen Risiken, enthalten sein. Darüber hinaus sollten sich Anleger der Verfahren bewusst sein, die im Fall beträchtlicher Marktspannungen oder eines erheblichen Rücknahmedrucks angewandt werden können und die die Rückgabemöglichkeiten des Anlegers beeinflussen können (siehe hierzu Empfehlung B, Ziffer 3). Diese Informationen über die Produktmerkmale sollten Anleger in die Lage versetzen, fundierte Anlageentscheidungen zu treffen und nachteilige Entscheidungen zu vermeiden.

IV.4.2 Bewertung

Angemessene Informationen über die Merkmale von MMFs sollten das Risiko einer nachteiligen Entscheidung und die Run-Anfälligkeit der Anleger und damit das Systemrisiko vermindern. Ebenso sind solche Informationen aus Gründen des Anlegerschutzes für fundierte Entscheidungen unabdingbar. Auf aggregierter Basis bedienen europäische MMFs vor allem institutionelle Anleger. Bei dieser Kategorie von Anlegern ist höchstwahrscheinlich bereits ein starkes Bewusstsein der Risiken im Zusammenhang mit MMFs vorhanden. Dieses Risikobewusstsein ist unter den Privatanlegern, die in einigen Mitgliedstaaten die größte Anlegerbasis für MMFs bilden, wahrscheinlich weniger ausgeprägt. Daher würde diese Anlegergruppe am meisten von einer strengeren Offenlegungspflicht profitieren. Angemessene Informationen würden insbesondere Privatanlegern helfen zu verstehen, dass MMFs keine risikofreie Anlage sind. Bei Bereitstellung verbesserter Informationen ziehen einige Anleger möglicherweise ein alternatives Instrument zum Cash-Management einem MMF vor. Im Fall von Privatanlegern handelt es sich dabei höchstwahrscheinlich um klassische Bankeinlagen und nicht um eine Anlage in einem anderen Schattenbankinstitut. Abschließend wird die Vorgabe, nur dann in einer veröffentlichten Angabe auf Sponsor-Unterstützung zu verweisen, wenn dies mit einer festen Verpflichtung des Sponsors einhergeht, zu einer verbesserten Transparenz hinsichtlich der Wechselwirkungen im Finanzsystem und einer Verminderung des Systemrisikos im Zusammenhang mit dem Vertrauen auf eine implizite und diskretionäre Sponsor-Unterstützung führen.

Einige der im Rahmen dieser Empfehlung vorgesehenen Angaben sind bereits Gegenstand der EU-Gesetzgebung (z. B. der OGAW-Richtlinie oder der CESR/ESMA-Leitlinien von 2010). Jedoch müssen einige der Angaben bzw. Dokumentationen möglicherweise überarbeitet werden, was bei den MMFs zu zusätzlichen Compliance-Kosten führen würde. Von wesentlichen Kosten für die nationalen Aufsichtsbehörden wird nicht ausgegangen.

IV.5 Empfehlung D — Berichterstattung und Informationsaustausch

1. *Der Kommission wird empfohlen, sicherzustellen, dass die einschlägige Gesetzgebung der Union:*
 - a) *den MMF oder seinen Verwalter und den Sponsor verpflichtet, alle Fälle von Sponsor-Unterstützung, die Auswirkungen auf den Preis des MMF haben können, der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde unter Beifügung einer vollständigen Beschreibung der Art und Höhe einer solchen Unterstützung zu melden;*
 - b) *die regelmäßige Berichterstattung der MMFs verbessert;*
 - c) *die zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden verpflichtet, im Bedarfsfall die in Buchstabe a und b angegebenen Informationen mit anderen nationalen Aufsichtsbehörden innerhalb desselben Mitgliedstaats oder anderen Mitgliedstaaten, den europäischen Aufsichtsbehörden, dem ESZB und dem ESRB auszutauschen.*
2. *Der Kommission wird empfohlen, die Entwicklung einer harmonisierten Berichterstattung und einer harmonisierten Datensammlung (siehe Ziffer 1 Buchstabe b) sowie die Organisation eines Informationsaustauschs (siehe Ziffer 1 Buchstabe c) zu fördern.*

IV.5.1 Wirtschaftliche Begründung

Obgleich VNAV-MMFs zur Erhaltung des Nennbetrags zu pari nicht verpflichtet sind und der Druck für Sponsor-Unterstützung nicht derselbe wie bei CNAV-Fonds ist, waren VNAV-MMFs während der Krise vermutlich ebenfalls mit Liquiditätsbeschränkungen und Marktliquidität konfrontiert. Infolgedessen waren sie womöglich ebenfalls auf Unterstützung durch ihre Verwalter oder Mutterunternehmen angewiesen. Derzeit sind jedoch genaue Angaben zu Vorfällen im Zusammenhang mit einer solchen Unterstützung in Europa weder für CNAV-Fonds noch für VNAV-Fonds verfügbar. Insbesondere kann eine solche Unterstützung zahlreiche Formen annehmen und muss daher nicht notwendigerweise in der Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung der unterstützenden Partei ausgewiesen sein. Die ESRB-Umfrage beinhaltete eine Frage zur Sponsor-Unterstützung. Jedoch sind von den Fonds lediglich allgemeine Antworten wie „Handel“ oder „keine Maßnahme“ eingegangen. Grundsätzlich schließt die Vorgabe zur Verwendung von VNAVs zusammen mit der Vorgabe, nicht auf eine implizite Unterstützung zu vertrauen, nicht aus, dass eine solche in der Zukunft unter extremen Marktbedingungen in Anspruch genommen werden kann.

Um den Behörden die Überwachung der Risiken in Verbindung mit einer solchen Unterstützung zu ermöglichen, sollten künftige Fälle von direkter oder indirekter Sponsor-Unterstützung unabhängig von der Art (einschließlich Käufe von notleidenden Portfoliowertpapieren) vom MMF oder seinem Verwalter der zuständigen nationalen Behörde gemeldet werden. Da eine solche Unterstützung zu einer Verstärkung der Wechselwirkungen im Finanzsystem führen und daher das Systemrisiko erhöhen kann, sollten diese Informationen auch mit anderen maßgeblichen Behörden (im Inland, Ausland und europaweit) ausgetauscht werden.

Ausgehend von den Erfahrungen mit bestehenden MMF-Statistiken und der eigenen Ad-hoc-Datenerhebung ist festzustellen, dass die in der europäischen MMF-Industrie regelmäßig erhobenen Daten weiter verbessert werden könnten. Die Anlageform MMF ist für das reibungslose Funktionieren der Geldmärkte in Europa sehr wichtig. Daher sollten sowohl nationale als auch europäische Regulierungsbehörden Zugriff auf umfassende Daten zu diesen Fonds haben, um Trends in einem frühen Stadium erkennen zu können. In jenen Fällen, in denen nationale Zentralbanken bereits Informationen zu MMFs erheben, sollte für aufsichtsrechtliche Zwecke der Austausch dieser Informationen mit nationalen Aufsichtsbehörden in Erwägung gezogen werden.

Die regelmäßige Berichterstattung sollte mindestens eine ausreichend detaillierte Unterteilung der Aktiva und Passiva des MMF beinhalten, um die Behörden in die Lage zu versetzen, die Liquiditätsposition des Fonds sowie die Art und Qualität seiner zugrunde liegenden Aktiva zu überwachen. Darüber hinaus sollten im Fall der weiteren Anwendung der Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten die Regulatoren Zugang zu den regelmäßigen Informationen haben, die aufzeigen, in welchem Umfang und in welchen Fällen diese Bewertungsmethode angewandt wird. Im Fall der weiteren Verwendung des CNAV-Modells muss die regelmäßige Berichterstattung ebenfalls detaillierte Informationen über die CNAV-Fonds einschließlich Informationen zu ihrem Schattenpreis beinhalten.

Durch ausführlichere Informationen könnten Behörden die Entwicklungen im MMF-Sektor besser verstehen und Risikoquellen identifizieren. Aus makroprudenzieller Sicht sollten diese genaueren Informationen sowohl auf Ebene des aggregierten MMF-Sektors als auch auf Ebene der einzelnen MMFs verfügbar sein.

IV.5.2 Bewertung

Eine engmaschige Überwachung der Aktiva- und Anlegerstruktur von MMFs, ihrer Liquiditätsposition, ihrer Bewertungsmethoden und des etwaigen Verlassens auf Sponsor-Unterstützung ist erforderlich, um die Anhäufung von Risiken und die Verbindungen zwischen MMFs und anderen Teilen des Finanzsystems identifizieren zu können. Die genaue Überwachung ist daher eine Voraussetzung, um Präventivmaßnahmen zur Bekämpfung potenzieller Risiken ergreifen zu können. Die Vorgabe hinsichtlich der regelmäßigen Berichterstattung zu Schattenpreisen wird MMF-Verwaltern stärker ins Bewusstsein rufen, dass die nationalen Aufsichtsbehörden diesen Sachverhalt überwachen. Es wird davon ausgegangen, dass dies eine disziplinierende Wirkung auf mögliche Abweichungen zwischen dem Schattenpreis und dem NAV und das Vertrauen auf Sponsor-Unterstützung haben wird.

Die mit einer verbesserten Berichterstattung verbundenen Nachteile sind die Kosten für Verfahren, die bei den Verwaltungsgesellschaften und den Aufsichtsbehörden eingeführt werden müssen. Daher sollte bei den Arbeiten an einer verbesserten Berichterstattung durch MMFs die bestehende Berichterstattung, denen die MMFs bereits unterliegen, berücksichtigt und dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz angemessen Rechnung getragen werden, was zu einer Verminderung der

entsprechenden Kosten führen wird. Insbesondere enthält die EZB-Datenerhebung im Hinblick auf die Bilanzen von MFIs (zu denen die MMFs gezählt werden) bereits umfassende Informationen zu Aktiva und Passiva von MMFs (siehe Verordnung EZB/2008/32). Da diese Berichterstattung jedoch für geldpolitische Zwecke konzipiert wurde, deckt sie die Datenanforderungen für Zwecke der Finanzstabilität möglicherweise nicht vollumfänglich ab.

IV.6 Nachverfolgung

IV.6.1 Zeitrahmen

Die Kommission wird ersucht, den ESRB und den Rat der Europäischen Union über die Maßnahmen, die infolge der vorliegenden Empfehlungen ergriffen worden sind, in Kenntnis zu setzen, und gegebenenfalls ein Nichthandeln gemäß den nachstehend angegebenen Fristen angemessen zu rechtfertigen.

- Die Kommission wird ersucht, dem ESRB **bis zum 30. Juni 2013** einen Zwischenbericht mit einer ersten Bewertung der Ergebnisse der ersten Phase der Umsetzung der vorliegenden Empfehlungen zu übermitteln.
- Die Kommission wird ersucht, dem ESRB und dem Rat **bis zum 30. Juni 2014** einen Abschlussbericht über die zweite Phase der Umsetzung der vorliegenden Empfehlungen zu übermitteln.

IV.6.2 Konformitätskriterien

Für die **Empfehlungen A bis D** werden die folgenden allgemeinen Konformitätskriterien festgelegt:

- Ziel der Empfehlungen ist es auch, eine angemessene und einheitliche Umsetzung der maßgeblichen IOSCO-Empfehlungen zu MMFs in Europa zu gewährleisten.
- Die Kommission kann sich von den jeweiligen EAB — insbesondere von der ESMA — hinsichtlich der Umsetzung der ESRB-Empfehlungen beraten lassen und sie zur Gewährleistung einer harmonisierten Anwendung der Empfehlungen ersuchen, die erforderlichen technischen Standards, Leitlinien und Empfehlungen (einschließlich Berichterstattungs- und Offenlegungsvorlagen unter angemessener Berücksichtigung bereits bestehender Berichterstattungs- und Offenlegungsvorschriften) zu entwickeln.
- Die Empfehlungen des ESRB zielen auf Organismen für gemeinsame Anlagen (OGAs) mit Sitz in der EU, die Anlegern angeboten bzw. an Anleger verkauft werden, deren Ziel die Erhaltung des Kapitals ist und die tägliche Liquidität bereitstellen und die Erzielung von Renditen entsprechend den Geldmarktzinssätzen bieten. Die Empfehlungen richten sich insbesondere an Fonds, die bei der Namensgebung oder im Vertrieb die Bezeichnung MMF führen oder im Vertrieb die Merkmale eines MMF (d. h. Ziel der Erhaltung des Kapitalwerts, tägliche Rücknahmen und Geldmarktzinssätze) aufweisen oder an Fonds, die dergestalt verkauft werden, dass ein solcher Eindruck entsteht (z. B. Vertrieb als Cash-/Barmittelfonds, Liquiditätsfonds oder Fonds mit kurzer Laufzeit).

Für **Empfehlung A** wurden die folgenden Konformitätskriterien festgelegt:

- MMFs sollten verpflichtet werden, ausschließlich das Modell des variablen Nettoinventarwerts zu nutzen. Insbesondere sollte die Rundung von Anteilswerten auf die nächste Einheit untersagt werden. Es wären Übergangsregelungen zu einer verpflichtenden Umstellung auf das Modell des variablen Nettoinventarwerts erforderlich. Daher wird empfohlen, einen ausreichend langen Übergangszeitraum für bestehende MMFs vorzusehen, in dem das Modell des konstanten Nettoinventarwerts weiterhin genutzt werden kann, um die erforderlichen Anpassungen vorzunehmen. Der Übergangszeitraum für bestehende Fonds mit konstanten Nettoinventarwerten könnte mindestens zwei Jahre nach der letzten Veröffentlichung der einschlägigen Vorschriften betragen. Darüber hinaus sollte die Umstellung auf Fonds mit variablen Nettoinventarwerten vorausschauend, rechtzeitig vor Umsetzung der Anforderungen, angekündigt werden, indem von den MMFs die Auswirkungen der Änderung offengelegt werden.
- Empfehlung A impliziert nicht das vollständige Verbot der Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten. Jedoch sollte diese Bewertung nur in den Fällen zulässig sein, in denen sie eine angemessene Annäherung an den Preis des Instruments ermöglicht.
- Im Fall einer weiteren Anwendung der Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten sollten Beschränkungen hinsichtlich der Restlaufzeit des jeweiligen Instruments mit dem Ziel der Verminderung des Risikos von Abweichungen zwischen dem Preis und den fortgeführten Anschaffungskosten des Instruments eingeführt werden. Bei der Festlegung solcher Beschränkungen ist der Laufzeitstruktur der Aktiva von MMFs mit Sitz in der EU Rechnung zu tragen.

Für **Empfehlung B** wurden die folgenden Konformitätskriterien festgelegt:

- Bei der Festlegung von Höhe und Zusammensetzung der Mindestpuffer für liquide Aktiva sind die folgenden Punkte zu berücksichtigen:
 - a) eine Abwägung zwischen der Höhe der Vorgaben für Puffer und der Art von Vermögenswerten, die als zulässig gelten sollen;
 - b) Festlegung von Mindestbeträgen für täglich und wöchentlich liquide Aktiva;
 - c) bei der Definition von liquiden Aktiva (mit Ausnahme von Barmitteln) sollte zur Verminderung der Abhängigkeit der MMFs von Sekundärmarktliquidität in erster Linie die Restlaufzeit berücksichtigt werden. Entsprechend sollten Instrumente, die als täglich und wöchentlich liquide Aktiva definiert sind, eine Restlaufzeit von bis zu einem bzw. bis zu fünf Geschäftstagen haben;

- d) bei der Festlegung der Puffer sollte das Risiko im Zusammenhang mit möglichen optionalen Laufzeiten von Vermögenswerten berücksichtigt werden. Diese Optionen können auf unterschiedlichen Parametern gründen, einschließlich Methoden im Zusammenhang mit dem Adressenausfallrisiko wie Puttables (z. B. Anleihen mit der Option einer vorzeitigen Rückzahlung für den Gläubiger), Cancellables (z. B. kündbare Optionen) oder Callables (z. B. Rückforderung ausgeliehener Vermögenswerte im Rahmen von Repogeschäften);
 - e) sonstige Wechselwirkungen — vor allem im Zusammenhang mit dem Bankensektor —, die die Verfügbarkeit zulässiger Vermögenswerte für Liquiditätspuffer beeinträchtigen können.
- MMFs sollten dazu verpflichtet werden, ihre Mindestpuffer für liquide Aktiva entsprechend ihrem Risikoprofil und ihrer Anlegerbasis anzupassen.
 - MMFs sollten regelmäßig Stresstests durchführen, bei denen sie mehrere negative Szenarien sowohl fondsspezifischer als auch allgemeiner Natur, die ihr Liquiditätsprofil beeinflussen, zugrunde legen.
 - MMFs sollten über Notfallpläne verfügen, um Stressphasen bewältigen zu können.
 - Sie müssen über die erforderlichen Instrumente verfügen, um mit Rücknahmeanträgen von Anlegern in einem außergewöhnlich hohen Umfang umgehen zu können.

Für **Empfehlung C** wurden die folgenden Konformitätskriterien festgelegt:

- Die Produktinformationen von MMFs sollten Anleger auf eine fehlende oder eingeschränkte Kapitalgarantie und die Möglichkeit eines Kapitalverlusts hinweisen.
- Des Weiteren sollten in den an Anleger gerichteten Produktinformationen Angaben zu den bestehenden Verfahren zur Bewertung der Instrumente, einschließlich Informationen zur Anwendung der Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten, der dieser Bewertungsmethode zugrunde liegenden Annahmen und der damit verbundenen Risiken, enthalten sein.
- Etwaige Verweise in den Informationen von MMFs auf eine mögliche Sponsor-Unterstützung und die Möglichkeit einer Unterstützung oder eines Schutzes sind nur zulässig, wenn eine solche Unterstützung oder ein solcher Schutz mit einer festen Verpflichtung des Sponsors einhergeht, wobei dies in den Büchern und aufsichtsrechtlichen Anforderungen des jeweiligen Sponsors berücksichtigt sein muss.
- Anleger sollten auf Verfahren hingewiesen werden, die im Fall massiver Marktspannungen oder eines erheblichen Rücknahmedrucks angewandt werden können und die möglicherweise ihre Rücknahmemöglichkeiten beeinträchtigen.

Für **Empfehlung D** wurden die folgenden Konformitätskriterien festgelegt:

- Fälle von Sponsor-Unterstützung für einen MMF, die möglicherweise Auswirkungen auf den Preis des MMF haben, sollten vom MMF (oder seinem Verwalter) und dem Sponsor der zuständigen nationalen Behörde unter Beifügung einer Beschreibung der Art und Höhe der Unterstützung gemeldet werden.
- Die regelmäßige Berichterstattung durch MMFs an die Aufsichtsbehörden oder Zentralbanken sollte mindestens eine ausreichend detaillierte Unterteilung der Aktiva und Passiva des MMF beinhalten, um die Behörden in die Lage zu versetzen, die Liquiditätsposition des Fonds sowie die Art und Qualität seiner zugrunde liegenden Aktiva zu überwachen.
- Falls der MMF weiterhin das Modell des konstanten Nettoinventarwerts nutzt, muss die regelmäßige Berichterstattung auch separate detaillierte Informationen zu den Fonds mit konstantem Nettoinventarwert, einschließlich Informationen zu ihrem Schattenpreis, enthalten.
- Für den Fall, dass MMFs die Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten weiterhin anwenden, sollten die Regulatoren Zugriff auf regelmäßige Informationen haben, die aufzeigen, in welchem Umfang und in welchen Fällen diese Bewertungsmethode angewandt wird.
- Es sollten Maßnahmen ergriffen werden, die die Entwicklung einer harmonisierten Berichterstattung und einer harmonisierten Datensammlung für MMFs fördern, die auch für makroprudenzielle Zwecke verwendet werden können und die die vorstehend genannten Punkte abdecken. Bei solchen Maßnahmen sollten die bestehenden Berichtsanforderungen, denen MMFs bereits unterliegen, etwa die Bilanzpflicht für monetäre Finanzinstitute (EZB/2008/32), berücksichtigt werden.
- Es ist sicherzustellen, dass beim Austausch der vorstehend beschriebenen Informationen zwischen den Aufsichtsbehörden und den Zentralbanken — unabhängig davon, ob auf nationaler, grenzüberschreitender oder europaweiter Ebene — keine Hindernisse bestehen.

IV.6.3 Kommunikation der Nachverfolgung

Der **bis zum 30. Juni 2013 vorzulegende Zwischenbericht** sollte zumindest folgende Informationen beinhalten:

- a) Informationen über die von der Kommission als Reaktion auf die Empfehlungen eingeleiteten und geplanten Gesetzesinitiativen;
- b) Informationen über die von der Kommission als Reaktion auf die Empfehlungen gegenüber den EABs ergriffenen Maßnahmen;
- c) einen indikativen Zeitrahmen für das Inkrafttreten der von der Kommission als Reaktion auf die vorliegenden Empfehlungen bereits vorgeschlagenen Maßnahmen oder Maßnahmen, deren Einbringung geplant ist;

- d) eine Bewertung der kumulativen Auswirkungen der von der Kommission als Reaktion auf die vorliegenden Empfehlungen bereits vorgeschlagenen Maßnahmen oder Maßnahmen, deren Einbringung geplant ist;
- e) eine ausführliche Rechtfertigung eines etwaigen Nichthandelns oder Abweichens von den vorliegenden Empfehlungen.

Der **bis zum 30. Juni 2014 vorzulegende Abschlussbericht** sollte zumindest folgende Informationen beinhalten:

- a) Informationen über den Stand des Gesetzgebungsverfahrens der von der Kommission als Reaktion auf die vorliegenden Empfehlungen eingeleiteten Gesetzesinitiativen;
 - b) Informationen über den Stand der von der Kommission als Reaktion auf die Empfehlungen gegenüber den EABs ergriffenen Maßnahmen;
 - c) einen indikativen Zeitrahmen für das Inkrafttreten der von der Kommission als Reaktion auf die vorliegenden Empfehlungen vorgeschlagenen Maßnahmen;
 - d) eine Bewertung der kumulativen Auswirkungen der von der Kommission als Reaktion auf die vorliegenden Empfehlungen vorgeschlagenen Maßnahmen;
 - e) eine ausführliche Rechtfertigung eines etwaigen Nichthandelns oder Abweichens von den vorliegenden Empfehlungen.
-

QUELLEN

- J. Ansidei, E. Bengtsson, D. Frison und G. Ward, *Money market funds in Europe and financial stability*, ESRB Occasional Paper, Nr. 1, Juni 2012.
- N. Baba, R.N. McCauley und S. Ramaswamy, *US dollar money market funds and non-US banks*, BIZ-Quartalsbericht, März 2009, S. 65–81.
- Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, *Basel III: Ein globaler Regulierungsrahmen für widerstandsfähigere Banken und Bankensysteme*, Dezember 2010 (rev. Juni 2011).
- S. A. Brady, *The stability of prime money market mutual funds: sponsor support from 2007 to 2011*, Federal Reserve Bank of Boston, Working paper RPA 12-3, 13. August 2012.
- Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden, *CESR's guidelines on a common definition of European money market funds*, 19. Mai 2010.
- Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden, *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*, März 2007.
- B. Duygan-Bump, P. Parkinson, E. Rosengren, G. A. Suarez und P. Willen, *How effective were the Federal Reserve emergency liquidity facilities? Evidence from the asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility*, Journal of Finance, erscheint in Kürze.
- Europäische Zentralbank (2008), *Verordnung (EG) Nr. 25/2009 der EZB vom 19. Dezember 2008 über die Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute (Neufassung) (EZB/2008/32)*, ABl. L 15 vom 20.1.2009, S. 14.
- Europäische Kommission, *Grünbuch Schattenbankwesen*, 19. März 2012.
- Europäische Kommission (2012), *Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) — Produktvorschriften, Liquiditätsmanagement, Verwahrung, Geldmarktfonds, langfristige Anlagen*, Konsultationspapier, 26. Juli.
- Europäisches Parlament, *Bericht über das Schattenbankwesen*, Ausschuss für Wirtschaft und Währung, 25. Oktober 2012.
- Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, *Questions and answers — a common definition of European money market funds*, 20. Februar 2012.
- Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, *Guidelines on ETFs and other UCIT issues — consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, 25. Juli 2012.
- Finanzstabilitätsrat, *Strengthening oversight and regulation of shadow banking — an integrated overview of policy recommendations*, Konsultationspapier, 18. November 2012.
- Finanzstabilitätsrat, *Shadow banking: scoping the issues*, 12. April 2011.
- Financial Stability Oversight Council, *Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform*, November 2012.
- FitchRatings, *European money market funds: trends in MMF portfolios*, November 2012.
- J.N. Gordon und C.M. Gandia, *Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?*, Columbia Law and Economics Working Paper, nr. 426, 23. September 2012.
- G. Gorton und A. Metrick, *Regulating the shadow banking system*, Brookings Papers on Economic Activity, Herbst 2010.
- Institutional Money Market Funds Association, *Code of practice*, 2010.
- Institutional Money Market Funds Association, *A comparison of money market fund ratings*, 19. Juni 2012.
- Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden, *Money market fund systemic risk analysis and reform options*, Consultation Report, 27. April 2012.
- Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden, *Policy recommendations for money market funds*, 9. Oktober 2012.
- M. Kacperczyk und P. Schnabl, *How safe are money market funds?*, Entwurf, April 2012.
- P.E. McCabe, *The cross section of money market fund risks and financial crises*, Working Paper 2010-51, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, September 2010.

P.E. McCabe, M. Cipriani, M. Holscher und A. Martin (2012), *The minimum balance at risk: a proposal to mitigate the systemic risks posed by money market funds*, Working Paper 2012-47, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, Juli 2012.

Moody's, *Sponsor key to money market funds*, August 2010.

President's Working Group on Financial Markets, *Money market fund reform options*, Oktober 2010.

E.S. Rosengren, *Money market mutual funds and financial stability*, Remarks at the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2012 Financial Markets Conference, 11. April 2012.

D.S. Scharfstein, *Perspectives on money market mutual fund reforms*, Zeugenaussage vor dem US-Senatsausschuss für Bankwesen, Wohnungswesen und städtische Angelegenheiten, 21. Juni 2012.

H.S. Scott, *Interconnectedness and contagion*, 20. November 2012.

Securities and Exchange Commission, *Money Market Fund Reform*, Investment Company Act Release No. IC-29132, 75 Fed. Reg. 10600, 10062, 4. März 2010.

Securities and Exchange Commission, *Valuation of debt instruments by money market funds and certain other open-end investment companies*, Investment Company Act Release No. 9786, 42 Fed. Reg. 28999, 7. Juni 1977.

Squam Lake Group, *Reforming money market funds*, 14. Januar 2011.
