

Rehm, Hannes; Eichmann, Bernd

Article — Digitized Version

Die Implikationen der Einführung echter Geldmarktfonds

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Rehm, Hannes; Eichmann, Bernd (1989) : Die Implikationen der Einführung echter Geldmarktfonds, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 69, Iss. 12, pp. 615-621

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136589>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Hannes Rehm, Bernd Eichmann

Die Implikationen der Einführung echter Geldmarktfonds

Der Deutsche Bundestag berät derzeit den von der Bundesregierung Mitte 1989 beschlossenen Entwurf eines Investment-Richtlinie-Gesetzes. Der Gesetzentwurf läßt echte Geldmarkt-Sondervermögen (Geldmarktfonds), wie sie vom Bundesrat auf Initiative Niedersachsens vorgeschlagen wurden, nicht zu. Ist die ablehnende Haltung der Bundesregierung begründet?

Die Bundesregierung hat in ihrer Gegenäußerung zur Stellungnahme des Bundesrates zum Mitte 1989 beschlossenen Entwurf eines Investment-Richtlinie-Gesetzes¹ ihre ablehnende Haltung gegenüber Investmentfonds ausführlich begründet. Die Beratungen des Regierungsentwurfs im Finanzausschuß des Deutschen Bundestages, in die auch das Ergebnis der öffentlichen Anhörung am 25. Oktober dieses Jahres einfließen wird, dürften im Dezember beendet sein.

Ziel des Gesetzentwurfs ist die Umsetzung der EG-Richtlinie (vom 20. 12. 1985) zur Koordinierung der Vorschriften über gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, durch die deutsche Rechtsvorschriften an die Regelungen der EG-Richtlinie angepaßt werden sollen. Der Gesetzentwurf will ferner den Finanzplatz Bundesrepublik Deutschland stärken – an die großen Anstrengungen aller Beteiligten zur Verbesserung der Attraktivität des Finanzplatzes Bundesrepublik durch die Gründung der Deutschen Terminbörse, die Einführung eines Interbanken-Informationen-Systems (IBIS), die Novellierung des Börsengesetzes und die Reorganisation des gesamten Bereiches der Börsentechnik (Deutsche Wertpapierdaten-Zentrale, Deutscher Kassenverein) sei in diesen Zusammenhang erinnert – und die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Investmentbranche sichern.

Die Transformation der EG-Richtlinie durch das Investment-Richtlinie-Gesetz macht Änderungen des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und auch (allerdings in geringerem Umfang) des Auslandsinvestment-Gesetzes notwendig². Die zur Umsetzung an-

stehende EG-Richtlinie³ hat neben der Schaffung einheitlicher Standards für den Anlegerschutz zum Ziel, durch eine Koordinierung nationaler Rechtsvorschriften die Wettbewerbsbedingungen in den Mitgliedstaaten anzugleichen. Zentrale Bedeutung haben damit, auch im Hinblick auf die in diesen Ausführungen besprochene Thematik, die Definition der Anlagewerte (Anlagekatalog) und die Festlegung der Anlagegrenzen⁴. Insgesamt wird der Anlagespielraum für klassische Wertpapierfonds erweitert, die sich außer am organisierten Kapitalmarkt, am Markt für Grundstücke und für stille Beteiligungen künftig auch an in- und ausländischen Terminmärkten, und in begrenztem Umfang am Geldmarkt und am Markt für Schuldscheine betätigen können⁵.

Mit Blick auf eine Realisierung von Geldmarktfonds ist festzuhalten, daß künftig Rentenfonds aufgelegt werden können, die durch eine Kombination von Rentenpapieren mit kurzen Restlaufzeiten und Geldmarktpapieren in der Funktion einem Geldmarktfonds nahe kommen („Quasi“-Geldmarktfonds). Hier könnte die „For-

¹ Entwurf eines Gesetzes zur Durchführung der Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Vorschriften über gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (Investment-Richtlinie-Gesetz), in: Bundestags-Drucksache 11/5411 vom 19. 10. 1989.

² Siehe hierzu auch die Ausführungen bei Manfred L a u x : Zum Entwurf eines Investment-Richtlinie-Gesetzes, in: Die Bank, 1989, H. 8, S. 447 ff.

³ Richtlinie des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, Nr. L375, vom 31. 12. 85.

⁴ Zu den „Erweiterten Möglichkeiten für deutsche Investmentgesellschaften“ siehe Wolfgang M a n s f e l d : Geldmarktfonds, in: Sparkassenheft 102, Stuttgart 1989, S. 21 ff.; siehe hierzu auch die Übersicht über Anlageformen und -grenzen nach KAGG, EG-Recht und Gesetzentwurf bei Manfred L a u x , a.a.O., S. 454.

⁵ Vgl. Manfred L a u x , a.a.O., S. 455.

Dr. Hannes Rehm, 46, ist Hauptgeschäftsführer, Bernd Eichmann, 51, Dipl.-Volkswirt, ist Direktor des Verbandes öffentlicher Banken in Bonn.

mel" für die Anlage lauten: Mittelanlage bis zu 49% des Wertes des Sondervermögens in Bankguthaben plus in bestimmten Geldmarktpapieren mit einer Restlaufzeit von höchstens zwölf Monaten, plus bis zu 10% des Wertes des Sondervermögens in Wertpapieren, die nicht zum amtlichen Handel zugelassen oder in einen organisierten Markt einbezogen sind, plus einer Anlage bis zu 10% des Fondsvermögens in handelbaren Schuldscheindarlehen, und schließlich plus einer Anlage von Mitteln in der Höhe von x% in kurzlaufenden Schuldverschreibungen. Dabei dürfen jedoch in nichtnotierten Werten und Schuldscheindarlehen, für die bestimmte Qualitätskriterien vorgesehen sind, insgesamt höchstens 10% des Fondsvermögens angelegt werden.

Von der Kreditwirtschaft⁶ war in diesem Zusammenhang bemängelt worden, daß Banken bei der im Regierungsentwurf vorgesehenen Möglichkeit der Anlage in Schuldscheindarlehen im Vergleich zu Industrieunternehmen und der Öffentlichen Hand aufgrund der für sie geltenden Mindestreservepflicht benachteiligt sind.

Gegenvorschläge

Schon im Vorfeld der Beratungen des Gesetzentwurfs eines Investment-Richtlinie-Gesetzes war, auch im Hinblick auf positive Erfahrungen im Ausland, gefordert worden, künftig Geldmarktfonds auch in der Bundesrepublik Deutschland zuzulassen. Privaten Anlegern und mittelständischen Unternehmen sollte nach dem Gesetzentwurf des Landes Niedersachsen damit der Zugang zum Geldmarkt eröffnet werden. Für Unternehmen aus Handel und Industrie sowie für Banken und die Öffentliche Hand sollte zugleich ein Refinanzierungsinstrument geschaffen werden, um die Versorgung mit kurzfristigen Finanzmitteln zu verbessern. Die Attraktivität des Finanzplatzes Bundesrepublik Deutschland sollte hierdurch weiter gestärkt werden⁷.

⁶ Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses (ZKA) vom 18. 10. 1989 zur Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 25. Oktober 1989 über das Investment-Richtlinie-Gesetz.

⁷ Zur Diskussion über eine Zulassung von Geldmarktfonds in der Bundesrepublik Deutschland siehe auch Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften, Gesetzesantrag des Landes Niedersachsen, in: Bundesrats-Drucksache 199/88 v. 2. 5. 1988; Änderungsanträge zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften – Antrag des Landes Niedersachsen –, in: Bundesrats-Drucksache 199/88 vom 15. 8. 1988; Jürgen E i c k e : Geldmarktfonds als Herausforderung begreifen, in: Börsen-Zeitung vom 8. 11. 1988, S. 4; Wolf-Ekkehard H e s s e : Gesetzesinitiative Geldmarktfonds, in: Die Bank, 1988, H. 5, S. 257 ff.; Wolfgang P e l z l , Wolfgang B e t z : Plädoyer für Geldmarktfonds, in: Börsen-Zeitung vom 20. 10. 1989; d i e s . : Chancen durch Geldmarktfonds, in: Börsen-Zeitung vom 2. 11. 1989; d i e s . : Die Banken und die Geldmarktfonds, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1989, H. 23, S. 1096 ff.; d i e s . : Beurteilung von Geldmarktfonds, Frankfurt 1989; Hermann-Otto S o l m s : Geldmarktfonds in Zukunft unerlässlich, in: F.D.P.-Bundestagsfraktion, Fachinfo/Finanzpolitik, vom 24. 8. 1989.

Das „Niedersachsen-Modell“ stellt dabei eine Ergänzung zu den durch das Investment-Richtlinie-Gesetz künftig möglichen Anlagerweiterungen klassischer Investmentfonds dar. Im wesentlichen sieht die Anlagepolitik im Entwurf vor, daß Geldmarktfonds ihre Mittel überwiegend in Wertpapieren oder Geldforderungen mit einer Laufzeit bzw. Restlaufzeit bis zu zwei Jahren anlegen können. Kapitalanlagegesellschaften könnten danach Schatzanweisungen und Schatzwechsel (aktuelle Geldmarktpapiere) erwerben⁸ und als „neue“ Geldmarktinstrumente Einlagenzertifikate (certificates of deposit) sowie Kassenobligationen und Schuldverschreibungen mit mindestens jährlicher Zinsanpassung (Geldmarktpapiere im weiteren Sinne). Erworben werden könnten darüber hinaus auch Schuldscheindarlehen (hierzu gehören auch sogenannte commercial papers) und festverzinsliche Schuldverschreibungen. Ausreichende Bonität wird durch eine Zulassungsregelung gewährleistet.

Der Anlagekatalog in der niedersächsischen Gesetzesinitiative ist schließlich noch erweitert worden⁹. Zur wettbewerblichen Gleichstellung sollten danach von den Geldmarktfonds auch Vermögenswerte von Unternehmen erworben werden können, die besonderen gesetzlichen Vorschriften und damit auch einer besonderen Aufsicht unterliegen. Daneben würden auch Vermögenswerte von Unternehmen erworben werden können, die Jahresabschlüsse wie Kapitalgesellschaften aufstellen. Hierdurch wäre sichergestellt, daß sich Unternehmen mit ausreichender Bonität über die Ausgabe von Geldmarktpapieren refinanzieren könnten. Der von Niedersachsen vorgelegte Anlagekatalog ist in der Literatur diskutiert worden mit dem Ergebnis¹⁰, daß der Anlagekatalog der Geldmarktpapiere hinsichtlich der Wertpapierarten im wesentlichen dem im Entwurf zur Änderung des KAGG vorgesehenen Katalog für Rentenfonds entspricht. Die unterschiedliche Portfeuillestruktur zwischen Renten- und Geldmarktfonds beruhe insbesondere auf der mengenmäßigen Begrenzung von Geldmarktanlagen in Rentenfonds.

Die Kreditwirtschaft hatte schon frühzeitig auf die Bewertungsproblematik (marktägliche Bewertung der in den Sondervermögen enthaltenen nichtnotierten Forderungstitel) bei Geldmarktfonds aufmerksam gemacht.

⁸ Zu den Anlagemöglichkeiten eines DM-Geldmarktfonds, siehe Wolfgang M a n s f e l d , a.a.O., S. 27 ff.

⁹ Änderungsanträge zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften – Antrag des Landes Niedersachsen – in: Bundesrats-Drucksache 199/88 vom 15. 8. 1988, S. 4 ff.

¹⁰ Vgl. Wolfgang P e l z l , Wolfgang B e t z : Beurteilung . . . , a.a.O., S. 6 ff.

Befürworter einer Zulassung von Geldmarktfonds erwarten hierdurch eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Kapitalanlagegesellschaften auf nationalen und internationalen Märkten. Eine solche Zulassung wird als Teil einer Gesamtstrategie zur Aufrechterhaltung der Wettbewerbsposition der Bundesrepublik im internationalen Wettbewerb der Finanz- und Kapitalmärkte gesehen¹¹. Sie sei überfällig und im Hinblick auf mögliche Aktivitäten ausländischer Wettbewerber im Inland strategisch empfehlenswert¹². Ferner wird auch darauf verwiesen, daß Geldmarktfonds dem Bedürfnis des Marktes entsprechen würden¹³. Bei der Beurteilung solcher Fonds aus der Sicht deutscher Kreditinstitute sind Wettbewerbsbedingungen und Wettbewerbsstrategien anzusprechen¹⁴.

Ausgehend von der Annahme, daß mit dem Ziel der Schaffung eines einheitlichen EG-Binnenmarktes und der Errichtung einer völligen Dienstleistungsfreiheit eine Abschottung nationaler Finanzmärkte nicht durchführbar ist, wird von manchen Autoren eine aktive Marktstrategie empfohlen, durch die sich deutsche Banken gegenüber ausländischen Konkurrenten einen Vorsprung erarbeiten könnten¹⁵. Bevor auf diese Aspekte im einzelnen eingegangen wird, sollen zumindest die wesentlichen Konstruktionsmerkmale „echter“ Geldmarktfonds dargestellt werden.

Echte Geldmarktfonds

Bei Geldmarktfonds handelt es sich um Geldmarkt-Sondervermögen, die von Kapitalanlagegesellschaften aufgelegt werden. In der Stellungnahme des Bundesrates¹⁶ zum Entwurf eines Investment-Richtlinie-Gesetzes der Bundesregierung wird ausgeführt, daß echte Geldmarkt-Sondervermögen hinsichtlich des Erwerbs von Geldmarktpapieren nicht den in den Vorschriften über Anlagewerte und flüssige Mittel, aus denen ein Wertpapier-Sondervermögen bestehen darf, genannten Grenzen von 10% für handelbare Schuldscheindarlehen und nichtnotierte Wertpapiere sowie von 49% für Bankguthaben unterworfen sind. Nach den Vorstellungen des Bundesrates sollen künftig Fonds aufgelegt werden können, die 100% des Sondervermögens in bestimmten kurzlaufenden Geldmarktpapieren halten.

Das bedeutet, daß Geldmarktfonds originäre Geldmarktpapiere mit einer Laufzeit von höchstens 24 Monaten und länger laufende Titel mit einer entsprechend kurzen Restlaufzeit erwerben könnten. Die Fonds lassen sich nach den Produktmerkmalen Kapitalsammlung, kollektive Kapitalanlage, Kapitalwertsicherung und Fremdverwaltung charakterisieren¹⁷.

Grundidee der Anfang der 70er Jahre aufgelegten Geldmarktfonds, durch die die Aktien- und Rentenfonds-idee erstmals für den Geldmarkt realisiert wurde¹⁸, ist die Ansammlung zahlreicher Anlagegelder von jeweils nur beschränktem Volumen zur Umschichtung in lediglich institutionellen Anlegern vorbehaltenen höherverzinslichen Anlageformen. Als Ursachen und Hintergründe für die Entstehung und Entwicklung von Geldmarktfonds in den Vereinigten Staaten nennt Schneider¹⁹ u.a. die Änderung wirtschaftlicher Rahmenbedingungen, eine restriktive Bankgesetzgebung und ein verändertes Zinsbewußtsein bei den Anlegern. Die große Expansion der Geldmarktfonds sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Frankreich ist auf zeitweise nicht unbeträchtliche Differenzen zwischen Geldmarktzinsen und regulierten Einlagezinsen zurückzuführen. Das Volumen der Fondsvermögen amerikanischer money market funds hat sich in beachtlichem Umfang weiterentwickelt. Auch die Fonds de court terme in Frankreich haben sich nach den Äußerungen französischer Finanzkreise als eine der erfolgreichsten Innovationen in der Finanzgeschichte Frankreichs erwiesen²⁰.

Eine Übersicht über die gesetzlichen Rahmenbedingungen nach der derzeitigen und künftigen Rechtslage für die Zulassung „echter“ Geldmarktfonds und von „Quasi“-Geldmarktfonds inländischer Kapitalanlagegesellschaften und von Kapitalanlagegesellschaften im Ausland findet sich bei Mansfeld²¹.

Die aktuelle Situation

Rechtsgrundlage für die Zulassung echter Geldmarktfonds in der Bundesrepublik ist das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG). Geldmarktfonds sind im Gesetz nicht ausdrücklich genannt. Faktisch wird aber die Errichtung solcher Fonds bzw. der Erwerb

¹¹ Vgl. Wolf-Ekkehard Hesse, a.a.O., S. 259.

¹² Vgl. Jürgen Eicke, a.a.O., S. 4.

¹³ Vgl. Hermann-Otto Solms, a.a.O., S. 2.

¹⁴ Vgl. Wolfgang Pelzl, Wolfgang Betz: Beurteilung . . . , a.a.O., S. 50 ff.

¹⁵ Vgl. ebenda, S. 81.

¹⁶ Bundestags-Drucksache 11/5411 vom 19. 10. 1989, S. 43.

¹⁷ Vgl. Wolfgang Pelzl, Wolfgang Betz: Beurteilung . . . , a.a.O., S. 2 ff.

¹⁸ Siehe hierzu auch Erhard Glogowski, Manfred Münch: Neue Finanzdienstleistungen – Deutsche Bankenmärkte im Wandel, Wiesbaden 1986, S. 221 ff.

¹⁹ Vgl. Bernd Schneider: Geldmarktfonds, Nürnberg 1987, S. 4 ff.

²⁰ Vgl. Manfred Laux: Geldmarktfonds in Europa, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1988, H. 8, S. 330 ff.

²¹ Vgl. Wolfgang Mansfeld, a.a.O., S. 25 f.

von Geldmarktpapieren den bestehenden Investmentfonds dadurch verwehrt, daß ausschließlich börsennotierte Wertpapiere erworben werden dürfen. Erwähnt sei auch die indirekte Belastung durch die Börsenumsatzsteuer, die dadurch einträte, daß Transaktionen in den angelegten Titeln steuerpflichtig wären.

Der Vertrieb von Investmentanteilen ausländischer Kapitalanlagegesellschaften in der Bundesrepublik wird durch das Auslandsinvestment-Gesetz geregelt. Laux²² merkt an, daß ausländische Geldmarktfonds insoweit unter dieses Gesetz fallen, als im Sitzland des Fonds Geldmarktpapiere Wertpapiercharakter haben, und auch Geldmarktfonds mit einer überwiegend auf wertpapierähnliche Geldmarktpapiere ausgerichteten Anlagepolitik. Bereits derzeit würde ein schon bestehender Rechtsanspruch auf Zulassung zum öffentlichen Vertrieb in der Bundesrepublik bestehen, sofern die sonstigen Voraussetzungen dieses Gesetzes erfüllt werden.

Nicht tangiert von den Vorschriften des Auslandsinvestment-Gesetzes sind dagegen die bestehenden Anlagemöglichkeiten für inländische Kapitalanleger in US-Geldmarktfonds durch Vermittlung amerikanischer Broker.

Marktzutrittsprobleme

Die 1985 verabschiedete „Richtlinie zur Koordination von Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“ (Investment-Harmonisierungs-Richtlinie) koordiniert wesentliche Anlegerschutzvorschriften innerhalb der EG durch eine Begrenzung der Anlagepolitik der Investmentfonds.

Die Regelungen über die Zulassung, die Struktur der Investmentfonds und der Investmentgesellschaften, die Geschäftstätigkeit sowie die Informationspflichten sollen ein Mindestmaß an Sparschutz gewährleisten. Unter diesen Bedingungen können künftig die Investmentunternehmen innerhalb der EG die Vorteile der Richtlinie, insbesondere den freien Vertrieb von Fondsanteilen innerhalb der Gemeinschaft nutzen. Fonds aus anderen Mitgliedstaaten der EG kann bei Erfüllung der Vorschriften der EG-Richtlinie der Zutritt zum inländischen Markt künftig nicht verwehrt werden (bei geldmarktnaher Ausgestaltung: „Quasi-Geldmarktfonds auf DM-Basis“)²³. Die EG-Richtlinie beinhaltet jedoch keine Regelungen für echte Geldmarktfonds.

Die Bundesregierung hat ihre Ablehnung zum Vorschlag des Bundesrates, künftig echte Geldmarktfonds zuzulassen, in ihrer Gegenäußerung zur Stellung-

nahme des Bundesrates u.a. mit dem Hinweis begründet, daß die richtlinienkonforme Lösung den Vorteil habe, Anteile von Wertpapier-Sondervermögen nach dem in der Richtlinie vorgesehen erleichterten Verfahren in allen EG-Mitgliedstaaten vertreiben zu können. Dies würde für reine (echte) Geldmarktfonds nicht zutreffen, da deren Zulassung sich nach den nicht harmonisierten nationalen Regelungen der Mitgliedstaaten richte.

Inwieweit künftig Möglichkeiten für den Vertrieb ausländischer echter Geldmarktfonds auf dem Inlandsmarkt bestehen, wird von Eicke²⁴ aus dem Inneingreifen der verschiedenen Regelwerke – dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, dem Auslandsinvestment-Gesetz und der zur Umsetzung anstehenden Investment-Harmonisierungs-Richtlinie – abgeleitet. Der Autor kommt dabei zu dem Ergebnis, daß der Vertrieb ausländischer Geldmarktfonds in der Bundesrepublik nicht aufgehoben werden könne. Ob allerdings, wie offenbar vom Autor angenommen, damit zu rechnen ist, daß in der EG aufgelegte Geldmarktfonds in allen Fällen von den Heimatbehörden als unter die Investment-Harmonisierungs-Richtlinie fallend betrachtet werden können, dürfte zweifelhaft sein. So definiert der Luxemburger Gesetzgeber z.B. „money market funds“ „als Organismen, deren Anlagepolitik vorsieht, daß 50% oder mehr ihres Nettovermögens in Geldmarktpapieren oder liquiden Werten angelegt wird, die nicht den in Art. 40 (1) des Gesetzes angeführten Wertpapieren entsprechen ...“, und hat diese von der Anwendung der Vorschriften für Organismen für gemeinschaftliche Anlagen in Wertpapieren (OGAW) ausgeschlossen²⁵. Solche Fonds könnten dann nicht die für den Vertrieb vorgesehenen Erleichterungen grenzüberschreitender Dienstleistungen von Kapitalanlagegesellschaften in Anspruch nehmen. Die Erleichterungen beinhalten, daß künftig in einem anderen Staat ansässige Investmentgesellschaften ihre Vertriebsabsichten anzeigen, unter gleichzeitiger Vorlage einer Bescheinigung der jeweiligen Heimatbehörde über die Erfüllung der Vorschriften der EG-Richtlinie.

Aufgrund der genannten EG-Richtlinie werden demnach geldmarktnah ausgerichtete Wertpapierfonds – „Quasi-Geldmarktfonds“ auf DM-Basis – künftig verstärkt in der Bundesrepublik Deutschland in einem sehr

²³ Vgl. Wolfgang Mansfeld, a.a.O., S. 18.

²⁴ Vgl. Jürgen Eicke, a.a.O., S. 4.

²⁵ Rundschreiben des Institute monétaire Luxembourg 88/48 vom 8. 4. 1988, Art. 40 im (Luxemburger) Gesetz vom 30. 3. 1988 über die Organismen für gemeinschaftliche Anlagen beinhaltet die Vorschriften über die Anlagepolitik eines OGAW.

²² Vgl. Manfred Laux, Geldmarktfonds..., a.a.O., S. 335.

vereinfachten Anzeige- und Zulassungsverfahren öffentlich angeboten werden können.

Akzeptanz

Soll künftig ein DM-Geldmarktfonds aufgelegt werden – sei es in Form eines „echten“ oder eines „Quasi-Geldmarktfonds“ –, so stellt sich die Frage nach geeigneten Anlagefazilitäten. Da der Fonds Anlegern einen indirekten Zugang zum Geldmarkt bereitstellen soll, wäre eine Anlagepolitik anzustreben, die sich auf kurzfristige, kursstabile und fungible Titel mit minimalen Bonitätsrisiken stützt, welche Geldmarktkonditionen bieten. Ein breit fundierter Markt, einschließlich eines Sekundärmarktes für DM-Geldmarktpapiere, besteht aber in der Bundesrepublik, anders als z.B. in den Vereinigten Staaten, nicht.

Sofern es tatsächlich zu einer Beseitigung der Börsenumsatzsteuer käme, wäre allerdings vorstellbar, daß die Zulassung von Geldmarktfonds in der Bundesrepublik auch eine Erweiterung des deutschen Geldmarktes nach sich ziehen würde. Hier ist auf das Beispiel der Vereinigten Staaten zu verweisen, wo der Geldmarkt nicht dem Ausgleich von Liquiditätsspitzen dient, sondern ein Refinanzierungsinstrument für Handel, Banken, Industrie und Öffentliche Hand darstellt.

Geldmarktfonds wären als liquide, gut rentierliche Anlagen interessant für

- vermögende Privatanleger, als Alternative vor allem für Festgeldanlagen,
- kleinere und mittlere Firmen ohne direkten Zugang zum Geldmarkt, ebenfalls für Termineinlagen, eventuell auch Sichteinlagen,
- Großfirmen und institutionelle Anleger mit Zugang zum Geldmarkt als Alternative zur Direktanlage.

Das rechnerische Potential für Geldmarktfondsanlagen wäre beträchtlich. Die Termineinlagen von Unternehmen bei deutschen Kreditinstituten betragen zur Zeit rund 350 Mrd. DM, die von Privatpersonen rund 170 Mrd. DM. Bereits ein relativ geringer Anteil an diesen Beträgen könnte für heimische und ausländische Fonds interessante Mittelzuflüsse erbringen²⁶.

Wettbewerbschancen in Geldmarktfonds dürften für diejenigen Anbieter bestehen, die über keinen nennenswerten Bestand an Kunden-/Bankeinlagen verfügen. Darunter fallen Auslandsbanken, kleinere Kreditinstitute, non-banks und near-banks.

Bei einer Prognose über die Auswirkungen einer Zulassung von echten Geldmarktfonds ist von bestimmten Annahmen auszugehen, wie etwa dem künftigen An-

geverhalten von Kunden mit Spar- und Termineinlagen und der Zinsreagibilität von Anlegern²⁷. Die Annahme, daß das Ausmaß der Umschichtungen von Bankeinlagen in Zertifikate von Geldmarktfonds wegen der in der Bundesrepublik vergleichsweise stärker ausgeprägten „Institutsloyalität“ der Anleger nicht erheblich sein wird²⁸, muß bezweifelt werden. Es ist vielmehr davon auszugehen, daß Geldmarktfonds zusätzlich auch mit Anlagen am Rentenmarkt konkurrieren werden. Zumindest kann ein solches Anlegerverhalten in Marktphasen mit Zinsunsicherheit nicht ausgeschlossen werden.

Rückwirkungen auf die Geldpolitik

Gerade für solche Marktphasen würde sich die Frage der Rückwirkungen solcher neuer Anlagefazilitäten auf die Wirksamkeit der geldpolitischen Steuerung stellen. Die Deutsche Bundesbank befürchtet, daß die Einführung der Geldmarktfonds in der Bundesrepublik die geldpolitischen Steuerungsmöglichkeiten beeinträchtigen könnte. Vermögen von Geldmarktfonds ist nach den Bestimmungen des Bundesbankgesetzes nicht in die Mindestreservepflicht einbezogen.

Werden z.B. mindestreservepflichtige Bankeinlagen in Mindestreservegeldmarktfonds umgeschichtet, würde die Mindestreservebasis geschmälert. Dies beeinträchtigt die Mindestreservepolitik als geldpolitisches Steuerungsmittel. Generell müßte man davon ausgehen, daß bei einer Schwächung des Instruments „Mindestreserve“ das andere verbleibende Instrumentarium der Geldpolitik stärker eingesetzt werden müßte. In diesem Zusammenhang ist nicht auszuschließen, daß das Instrument der Mindestreserve gerade dann wieder größere Bedeutung gewinnen könnte, wenn sich das Europäische Währungssystem faktisch einem Festkurssystem annähert. Die Befürworter von Geldmarktfonds übersehen, daß auch in den Vereinigten Staaten Geldmarktfonds temporär der Mindestreservepflicht unterworfen wurden, um geldpolitischen Störungen zu begegnen.

Allerdings könnte die Bundesbank das geldpolitische Diagnoseproblem dadurch lösen, daß Anlagen in Geldmarktfonds in den Geldmengenaggregaten erfaßt werden. So könnten Geldmarktfondsanteile, da sie der Verwendung durch die Inhaber nach am ehesten Termingeldern gleichzusetzen sind, der Geldmenge M3 zugeordnet werden. Dies entspricht der gegenwärtigen geldpolitischen Praxis der Bundesbank, die ihre Geldpolitik derzeit vorrangig an dieser Größe orientiert. Allerdings wäre die Beeinflussung der Geldaggregate durch die

²⁶ Wolfgang Mansfeld, a.a.O., S. 36.

²⁷ Vgl. Bernd Schneider, a.a.O., S. 105 ff.

²⁸ Vgl. Hermann-Otto Söfms, a.a.O., S. 2.

Mindestreservpolitik durch die jedenfalls teilweise Verringerung der entsprechenden Basis sicherlich tendenziell erschwert. Zwar könnte man daran denken, Geldmarktfonds selbst in die Mindestreserve einzubeziehen. Dies bringt jedoch – abgesehen davon, daß das Bundesbankgesetz geändert werden müßte – auch Nachteile mit sich. So hätte die Mindestreservepflicht eine Schlechterstellung von Fondsanlegern gegenüber Direktanlegern in Geldmarktpapieren zur Folge. Außerdem würde sich die Konkurrenzfähigkeit inländischer DM-Geldmarktfonds gegenüber entsprechenden ausländischen Offerten verringern.

Hinsichtlich der Haltung der Bundesbank ist weiterhin darauf zu verweisen, daß in ihrer Erklärung zu DM-Auslandsemissionen vom 20. 6. 1989 die Bundesbank nochmals darauf hingewiesen hat, daß DM-Geldmarktfonds von ausländischen und inländischen Instituten nicht gegeben werden sollten. Diesem Wunsch der Notenbank haben die inländischen und ausländischen Kreditinstitute bislang entsprochen. Durch eine Zulassung von DM-Geldmarktfonds im Inland könnte dann eine Auflegung im Ausland allein aus Wettbewerbsgründen nicht mehr verhindert werden. Das Verankerungsprinzip, nach dem sämtliche auf D-Mark lautende Papiere ausschließlich im Inland emittiert werden sollen, wäre für DM-Auslandsemissionen dann kaum noch aufrechtzuerhalten.

Finanzplatz Bundesrepublik

Unstrittig ist, daß alle, welche für die Entwicklung des Finanzplatzes Bundesrepublik Verantwortung tragen – Gesetzgeber, Bundesbank, Bankenaufsicht und die Kreditwirtschaft selbst – ständig aufgerufen sind, nicht nur über Fortschritt zu reden, sondern tatsächlich fortzuschreiten. Zukunftsgerichtete Weichenstellungen können und sollten sich jedoch nicht darin erschöpfen, jegliche Produkte und Angebotsformen, die das Resultat anderer institutioneller und aufsichtsrechtlicher Strukturen sind, für die eigene Kreditwirtschaft zu reklamieren.

Die Geldmarktfonds waren in den USA ein sinnvolles Element der faktischen Liberalisierung der Zinsbindung. In der Bundesrepublik wird die bankordnungspolitische und bankaufsichtsrechtliche Diskussion unter anderen Vorzeichen geführt. Sie wird geprägt durch eine zunehmende Eingrenzung bankbetrieblicher Steuerungsrisiken, u.a. durch verschärfte Eigenkapitalunterlegungs-Notwendigkeiten. Angesichts dieses Umfeldes ist die Diskussion darüber, ob Geldmarktfonds im deutschen Geldmarkt notwendig und sinnvoll sind, ausgezogener zu führen, als dies bislang der Fall war. Der Reflex auf die zunehmende Internationalisierung der

Märkte kann nicht die bloße Anpassung an andere Strukturen sein²⁹.

Dies gilt um so mehr, als von der Einführung reiner, echter Geldmarktfonds nachhaltige Verschiebungen zu erwarten wären, welche der Solidität des Finanzplatzes Bundesrepublik nicht unbedingt zuträglich wären: Eine Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit der Geldanlage durch Geldmarktfonds würde zu durchschnittlich kürzeren Laufzeiten der Anlageform führen. Die deutschen Banken haben sich im Interesse einer besseren Kalkulationsbasis für ihre Kunden bei Investitionsfinanzierungen für längere Laufzeiten bei der Refinanzierung ausgesprochen. Dies setzt einen ergiebigen und entsprechend strukturierten Kapitalmarkt voraus. Gewichtsverlagerung im Fristigkeitsfächer zum kurzen Ende hin könnte zudem mit einer stärkeren Volatilität der Zinsen verbunden sein³⁰.

Schließlich ist anzumerken, daß eine Verkürzung der durchschnittlichen Laufzeit der Passiva bei Konstanz der durchschnittlichen Laufzeit der Aktiva eine stärkere Fristentransformation auslösen würde. Geht man davon aus, daß aufgrund der Laufzeitstrukturen steigende Geldbeschaffungskosten nicht im gleichen Umfang und im gleichen Zeitraum im Aktivgeschäft an die Kunden weitergegeben werden können, würde dies in der Phase des Zinsaufschwungs zwangsläufig zu einer Zunahme des Zinsänderungsrisikos führen. Dies würde bankaufsichtsrechtlichen Bemühungen, aber auch unstrittigen Maximen des Bilanzstrukturmanagements entgegenlaufen³¹.

Bundesbankpräsident Pöhl hat in seiner programmatischen Rede Mitte Juni 1989 („Frankfurt als internationaler Finanzplatz“) darauf hingewiesen, daß Zertifikate ausländischer Investmentfonds in der Bundesrepublik nur insofern vertrieben werden dürfen, als sie entsprechend der künftigen Regelung im KAGG bis zu maximal 59% ihre Mittel in liquiden Anlageformen halten. Offen ist, inwieweit diese Position in der Perspektive „Europäischer Bankenmarkt 1992“ und angesichts der Tatsache, daß bereits ab Mitte 1990 sämtliche Beschränkungen

²⁹ Vgl. Manfred Z a ß : Die Harmonisierung des Wertpapiergeschäfts, in: Hannes R e h m (Hrsg.): Perspektiven für den Europäischen Bankenmarkt, Berichte und Analysen des Verbandes öffentlicher Banken, Band 10, Bonn 1989, S. 207 ff.

³⁰ Siehe hierzu auch Norbert W i e c z o r e k : Geldmarktfonds – Argument einer billigeren Finanzierung für kleinere Unternehmen stimmt nicht, in: Handelsblatt vom 5. 12. 1989, S. 14.

³¹ Vgl. Theo M e i n z : Geldmarktfonds – notwendig und sinnvoll?, in: Borsen-Zeitung vom 21. 10. 1989, S. 5.

³² Kurt A n d r e a s : Geldwertsicherung im Zeichen von Deregulierungen und Finanzinnovationen, in: Norbert B u b (Hrsg.): Geldwertsicherung und Wirtschaftsstabilität, Festschrift für Helmut Schlesinger, Frankfurt/M. 1989, S. 175 ff., S. 186.

für Kapitalbewegungen und im Grundsatz auch Devisenkontrollen (zwischen den Kernländern der EG) abgeschafft werden sollen, aufrechterhalten werden kann. Es ist daher die Frage zu stellen, ob echte DM-Geldmarktfonds, gewissermaßen auf Umwegen oder in Teilschritten, auf den deutschen Markt kommen werden. Dies wird – wie bereits angedeutet – davon abhängen, inwieweit die Deutsche Bundesbank auch künftig ihre Auffassung gegenüber anderen Staaten verdeutlichen kann.

Abschließend bleibt festzustellen: „Es ist auch eigentlich gar nicht so sehr die öffentliche Diskussion um Geld-

marktfonds und Mindestreserve selbst, die irritieren könnte, als vielmehr der darin unverkennbar zum Ausdruck kommende tendenzielle Schwund an Verständnis für die staatspolitische Notwendigkeit, kreditpolitische Instrumente scharf zu halten, zumal wenn dies mit geschäftlichem Verzicht verbunden wäre. Allerdings wird dieses Verständnis auch nicht gerade genährt von dem Wissen, daß mit der Umsetzung einer bereits verabschiedeten EG-Richtlinie in nationales Recht spätestens im Oktober 1989 ausländischen Geldmarktfonds in der Bundesrepublik Niederlassungs- und Vertriebsfreiheit gewährt werden muß – ein Musterfall europäischer ‚grenzüberschreitender Permissivität‘.“³²

Wolfgang Pelzl, Wolfgang Betz

Geldmarktfonds als Instrument der Wettbewerbspolitik

Geldmarktfonds haben in wichtigen Nachbarländern und den Vereinigten Staaten von Amerika beachtliche Markterfolge errungen und gehören international zum Standardsortiment der Finanzintermediäre. Diese von Kapitalanlagegesellschaften aufgelegten Geldmarktsondervermögen lassen sich mit den für Investmentgesellschaften typischen Produktmerkmalen Kapitalsammlung, kollektive Kapitalanlage, Kapitalwertsicherung und Fremdverwaltung charakterisieren. Ihr Anlagekatalog umfaßt Wertpapiere oder Geldforderungen mit einer Laufzeit bzw. Restlaufzeit bis zu zwei Jahren: Diskontpapiere, Schuldverschreibungen, Schuldscheindarlehen sowie Einlagen und Einlagenzertifikate. Er enthält damit überwiegend die bereits bisher am deutschen Geldmarkt¹ gehandelten Titel und wird den Anforderungen des Anlageschutzes voll gerecht.

Internationale Konkurrenz

Mit zunehmendem Marktanteil der Geldmarktfonds in den europäischen Nachbarländern wird ihr Eindringen in den deutschen Markt leichter, wenn im Rahmen der angestrebten Liberalisierung gesetzliche und administrative Barrieren EG-weit beseitigt werden. Unterschiedliche Arten von Geldmarktfonds bestehen bereits in Frankreich, Luxemburg, Großbritannien und Irland².

Dr. Wolfgang Pelzl, 34, ist Geschäftsführer des Forschungsinstitutes für Genossenschaftswesen an der Universität Erlangen-Nürnberg, Wolfgang Betz, 28, Dipl.-Kfm., ist Wissenschaftlicher Assistent an diesem Institut.

In Frankreich, der führenden europäischen Investmentnation, haben die Rentenfonds 23,8%, die Aktien- und Mischfonds 28,5% und die Geldmarktfonds (fonds de court terme) 47,7% Marktanteil am gesamten Fondsvermögen. Ausgangspunkt für die Entwicklung dieses Fondstyps waren vor allem die Einführung einer neuen Zinsregulierung zu Beginn der achtziger Jahre und somit ein beachtlicher Renditeunterschied zwischen Einlagen und Geldmarktzinsen. Ein hoher Mindestbetrag für die Direktanlage am Geldmarkt sowie die Möglichkeit, bei Veränderungen der Kapitalmarktzinsen Mittel in Geldmarktfonds zu parken, begünstigen das Wachstum der Fonds.

In Luxemburg beträgt der Anteil der Geldmarktfonds am gesamten Investmentkapital derzeit 7,5%. Die entscheidenden Gründe für die Entwicklung der Luxemburger Geldmarktfonds liegen in den Standortvorteilen des Finanzplatzes: Sie reichen von fehlenden Mindestreservvorschriften bis zu einer geringen Reglementierungstiefe des Luxemburger Investmentgesetzes, das eine liberale Fondskonzeption erlaubt. Die schnelle Umsetzung der EG-Richtlinie³ bereits zum 1. 4. 1988 hat sich

¹ Vgl. Armin Herrmann: Die Geldmarktgeschäfte, 3. Aufl., Frankfurt/Main 1986, S. 21 ff.; Ulrich Weis: Geldmarkt, in: F. Wilhelm Christians (Hrsg.): Finanzierungshandbuch, 2. Aufl., Wiesbaden 1988, S. 93 ff.

² Vgl. Manfred Laux: Geldmarktfonds in Europa, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1988, S. 330 ff.

³ Richtlinie des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), geändert durch die Richtlinie des Rates vom 22. März 1988 (85/611/EWG) und (88/220/EWG).