ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Menkhoff, Lukas

Article — Digitized Version

Aufgestautes Nachfragepotential für Geldmarktfonds

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Menkhoff, Lukas (1990) : Aufgestautes Nachfragepotential für Geldmarktfonds, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 70, Iss. 10, pp. 523-528

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/136689

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Lukas Menkhoff

Aufgestautes Nachfragepotential für Geldmarktfonds

Trotz geldpolitischer Bedenken und des Widerstands der Banken wurde im Zuge der Verwirklichung des EG-Binnenmarktes vor kurzem auch der deutsche Finanzmarkt für geldmarktnahe Fonds geöffnet. Welche Argumente sprechen für bzw. gegen den Erfolg dieser neuen Anlageform? Welche Größenordnung könnte der Absatz von DM-Geldmarktfonds in den nächsten Jahren erreichen?

Wenn Geldmarktfonds in der Bundesrepublik Deutschland bis Anfang dieses Jahres keine Rolle spielten, dann fehlte es nicht etwa an Nachfragepotential, sondern dafür waren angebotsseitige Gründe ausschlaggebend: Zum einen durften wegen geldpolitischer Bedenken der Bundesbank faktisch keine Geldmarktfonds angeboten werden, zum anderen hatten aber auch die Kreditinstitute kein Interesse daran, ihren vorhandenen Spielraum auszuschöpfen oder zu erweitern[1]. Bewegung brachte in diesen Zustand erst die EG-Richtlinie zur Koordinierung des europäischen Investment-Rechts vom 20.12.1985. Sie führte zu einer Öffnung der Grenzen nationaler Investment-Märkte und liberalisierte die Anlagevorschriften.

Hinsichtlich des Angebots von Geldmarktfonds auf dem bundesdeutschen Markt ergibt sich nach Umsetzung der EG-Richtlinie in Form der Novellierung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG), die am 1.3.1990 in Kraft trat, folgende Situation:

☐ Sogenannte „echte Geldmarktfonds", deren Vermögen bis zu 100% in Geldmarktpapieren oder anderen liquiden Formen angelegt werden kann, kommen nach wie vor nicht zum Verkauf. Sie dürfen in der Bundesrepublik nicht aufgelegt werden, und die Vertriebszulassung solcher ausländischer Geldmarktfonds nach dem Auslandsinvestmentgesetz scheitert unverändert an den Bedenken der Bundesbank. Zumindest ausländische Geldmarktfonds werden aber mit Beginn des europäischen Binnenmarktes 1993 wahrscheinlich zugelassen.

☐ Allerdings lassen sich seit März dieses Jahres geldmarktnahe Fonds in der Bundesrepublik auflegen, die formal unter die Vorschriften für Wertpapierfonds fallen[2]. Die klassische Variante sind „Quasi-Geldmarktfonds", die die Anlagevorschriften konsequent ausnutzen und bis zu 49% des Vermögens in liquiden Bankguthaben oder seit März auch in Geldmarktpapieren halten, den Rest des Vermögens in kürzerlaufenden Rentenwerten. Die modernere Variante besteht in „synthetischen Geldmarktfonds", die für ihre mindestens 51% Rentenanteil neu zugelassene Absicherungsformen oder auch einfache Floating Rate Notes nutzen können, um die Zinsbindungsdauer zu verkürzen.

☐ Wichtiger noch als die Zulassung bundesdeutscher geldmarktnaher Fonds ist das mit derselben EG-Richtlinie durchgesetzte freie Zugangsrecht ausländischer geldmarktnaher Wertpapierfonds für den deutschen Markt. Damit dürfen Fonds angeboten werden, deren Rentenanteil noch deutlich großzügiger als nach den geltenden bundesdeutschen Anlagevorschriften aktiv „optimiert" werden kann, was sich natürlich auch im Sinne eines Laufzeitmanagements nutzen läßt.

Im Ergebnis sind deshalb zwar keine echten Geldmarktfonds auf dem bundesdeutschen Markt zulässig, wohl aber geldmarktnahe Wertpapierfonds, die dem Anleger praktisch einen identischen Nutzen bieten und deshalb als Quasi- oder synthetische Geldmarktfonds

Dr. Lukas Menkhoff, 32, ist Mitarbeiter am Institut für allgemeine Wirtschaftsforschung der Universität Freiburg.

[1] Vgl. H.-M. Heitmüller: Auswirkungen von Geldmarktfonds auf die Geschäftspolitik der Sparkassen, in: Sparkasse, 107. Jg. (1990), H. 4, S. 150-152.

[2] Vgl. H. Rehm, B. Eichmann: Die Implikationen der Einführung echter Geldmarktfonds, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 69. Jg., (1989), H. 12, S. 615-621; bzw. ausführlicher zu einzelnen Formen L. Menkhoff, M. Schlumberger: Echte, Quasi- und synthetische Geldmarktfonds, erscheint demnächst in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen.

bezeichnet werden. Im Laufe dieses Jahres sind solche DM-Geldmarktfonds von fast allen großen deutschen Investmentgesellschaften über ihre Töchter in Luxemburg aufgelegt worden und werden, wenngleich bisher noch ohne nennenswerte Verkaufsanstrengungen, in der Bundesrepublik angeboten.

Inwieweit ein Markterfolg dieser DM-Geldmarktfonds zu erwarten ist, wurde bisher kaum anhand konkreterer Angaben diskutiert. Dabei ist die Frage, welchen Absatz Geldmarktfonds in den kommenden Jahren erreichen könnten, von entscheidender Bedeutung für die gesamte Thematik. Verharrt das Gesamtvolumen in Zukunft eher im einstelligen Milliarden-DM-Bereich, dann lohnt sich die Auseinandersetzung um z. B. geldpolitische Vor- oder Nachteile kaum. Erreicht das Volumen dagegen Größenordnungen um 100 Mrd. DM, so entstehen deutlich spürbare Folgen für die Struktur des monetären Sektors und die Finanzwirtschaft.

Zwei Grundpositionen

Immerhin lassen sich in der Literatur zwei gegensätzliche Grundpositionen identifizieren, was einen möglichen Markterfolg von DM-Geldmarktfonds anbelangt. Auf der einen Seite stehen die „Optimisten", die von einer hohen Leistungsfähigkeit des bundesdeutschen Universalbankensystems und damit zusammenhängend von einem nachfragegerechten Produktangebot ausgehen. Unter diesem Aspekt bringen Geldmarktfonds nur eine weitere zusätzliche Anlagemöglichkeit mit marginalen Umschichtungswirkungen[3]. Auf der anderen Seite stehen die „Pessimisten", die in Geldmarktfonds ein Produkt sehen, das in eine wesentliche Angebotslücke hinein plaziert wird. Sie unterstellen, daß die Fonds ein aufgestautes Anlagepotential befriedigen werden und es daher zu erheblichen Portfolioumschichtungen kommen wird[4].

Eine Benennung konkreter Größenordnungen wird in allen Fällen vermieden[5], was zwar nicht die jeweiligen Positionen, wohl aber die Klärung möglicher Auswirkungen einer Einführung von DM-Geldmarktfonds beeinträchtigt. Dabei ist der künftige Markterfolg solcher Fonds natürlich nicht exakt zu prognostizieren. Doch die Bedingungen, unter denen sie sich mehr oder weniger weitreichend durchsetzen können, lassen sich diskutieren. Es handelt sich dabei um vier Bedingungen, die im folgenden kurz erläutert werden. Eine Erfüllung dieser Bedingungen spricht jeweils für, eine Nicht-Erfüllung gegen den Markterfolg von Geldmarktfonds.

□ *Produktnutzen:* Befriedigen Geldmarktfonds ein wesentliches Bedürfnis der Anleger in angemessener Weise?

□ *Angebotslücke:* Befriedigen bisher angebotene Substitutionsprodukte dasselbe Bedürfnis in spürbar schlechterer Weise?

□ *Anbieterwettbewerb:* Sorgt der Wettbewerb für ein breites Angebot an Geldmarktfondsprodukten am Markt?

□ *Umschichtungsbereitschaft:* Sind die Anleger bereit, in nennenswertem Umfang und innerhalb kürzerer Zeit, Anlagen in Geldmarktfonds vorzunehmen?

Welche Argumente sprechen nun hinsichtlich der Markteinführung von DM-Geldmarktfonds in der Bundesrepublik für oder gegen die Erfüllung dieser Bedingungen?

Der Produktnutzen

Der Produktnutzen eines Anlageangebots wird durch vier Komponenten bestimmt: Rentabilität, Liquidität, Sicherheit und Bequemlichkeit. Die Neuartigkeit von Geldmarktfonds liegt in der durch Losgrößentransformation erzielbaren hohen Rentabilität bei gleichzeitiger Liquidität und Sicherheit der Anlage. Die Zielgruppe der Fonds sind private Kunden und kleinere bis mittlere Unternehmen, die bisher keinen direkten Zugang zum Geldmarkt hatten, sondern auf andere Angebote ausweichen mußten. Als Anlage kommen Gelder in Frage, die nicht mehr Zahlungsverkehrszwecken dienen, aber auch noch nicht langfristig angelegt werden, sondern – im Zwischenbereich – kürzerfristig verfügbar sein sollen. Deshalb sind Kursrisiken sowie Liquiditätseinschränkungen nicht akzeptabel, bzw. wird unter Einhaltung dieser beiden Restriktionen eine möglichst hohe Rendite angestrebt. DM-Geldmarktfonds erfüllen dieses Anforderungsprofil recht genau.

Dagegen dürfte der Bequemlichkeitsaspekt nur eine untergeordnete Rolle spielen. Geldmarktfonds haben diesbezüglich gegenüber anderen Publikumsfonds oder Wertpapieren keine Vorteile zu bieten, und diese Produktformen wiederum verfügen gegenüber Einlagen kaum über nennenswerte Bequemlichkeitsvorteile.

Aufgrund der Konstruktion von Geldmarktfonds ergeben sich im Vergleich zu Bankeinlagen drei Nachteile für bestimmte Anlegergruppen. Da die durchschnittliche Zinsbindungsdauer des Fondsvermögens realistischerweise drei Monate oder auch etwas mehr betragen wird,

[3] Vgl. für diese Position W. Pelzl, W. Betz: Beurteilung von Geldmarktfonds, Frankfurt 1989.

[4] Vgl. W. Mansfeld: Geldmarktfonds, Stuttgart 1989.

[5] Soweit Zahlen genannt werden, vgl. dazu die Einordnung am Ende dieses Beitrags.

lassen sich erstens geringfügige Kursbewegungen um den Kaufkurs nicht vermeiden. Zweitens verhindert der geforderte Ausgabeaufschlag von etwa 0,5% eine rentable Anlage in Geldmarktfonds für wenige Monate. Und drittens reduzieren die Verwaltungskosten der Fondsgesellschaft die Performance gegenüber einer Direktanlage großer Beträge am Geldmarkt.

Zusammenfassend bieten damit DM-Geldmarktfonds für kleinere Anleger eine hinlänglich bequeme, fast risikolose, täglich liquidierbare und relativ rentable Anlage.

Die Angebotslücke

Dies allein bedeutet freilich wenig, sofern es nicht eine Angebotslücke gibt, in die das neue Produkt stossen und dadurch Substitutionsprozesse auslösen kann. Es stellt sich die Frage, in welchem Ausmaß bestehende Produkte ähnlich gelagerte Bedürfnisse, wie sie Geldmarktfonds ansprechen, befriedigen können. Unter den Bankeinlagen stellen Sichtdepositen als Zahlungsmedium sicherlich keine Konkurenz dar, wohl aber Termin- und Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist. Als sonstige Alternativen kommen Rentenwerte mit kurzer Restlaufzeit, in kürzeren Laufzeitbereichen anlegende Rentenfonds oder auch Sondersparformen mit nur einjähriger Laufzeit in Frage. Diese Anlageformen konkurrieren allerdings wegen ihrer normalerweise deutlich längeren Laufzeit – von einem Jahr und mehr – nur im Grenzfall mit Geldmarktfonds.

Ein echtes Konkurrenzprodukt zu den Geldmarktfonds sind in der Regel Termineinlagen.[6] Sie haben den Vorteil, daß sie risikolos sind und bereits für 30 Tage eine rentable Anlage bieten. Allerdings stellt der jeweils diskretionär festzulegende Anlagezeitraum zugleich einen merklichen Flexibilitätsnachteil dar. Ein gemeinsames Manko beider Produkte besteht in der üblicherweise notwendigen Mindestanlagesumme von 10 000 D-Mark. Trotz gewisser Unterschiede ist also der enge Substitutionsgrad hinsichtlich der kurzfristigen Anlage ganz offensichtlich.

Erhöhte Bedeutung wird deshalb der Rentabilität der Anlageformen zukommen. Anhaltspunkte bietet hier der Vergleich eines in Luxemburg aufgelegten DM-Geldmarktfonds[7] mit Termineinlagen in der Bundesrepublik. Dabei erweisen sich einige Vereinfachungen als notwendig, um zu überschaubaren Aussagen zu gelangen.

So erwirtschaftete der Geldmarktfonds in den Jahren 1988 und 1989 unter Abzug aller Verwaltungskosten eine Bruttorendite von 3,6% bzw. 5,8%, von der noch die Verkaufsprovision abzuziehen ist[8]. Bei einer Beschränkung auf Anlagebeträge unterhalb von 100000 DM ergaben sich 1988, gestaffelt nach Anlagevolumen und Laufzeit, für Beträge von 10000 – 60000 DM Renditen für drei, sechs und zwölf Monate von 1,60/2,60/3,10% bzw. für Beträge von 60000 – 100000 DM – aufgrund der geringeren Verkaufsprovision – entsprechende Renditen von 2,10/2,85/3,23%. Die gleichermaßen ermittelten Werte für 1989 lauten 3,80/4,80/5,30% bzw. für die höheren Anlagebeträge 4,30/5,05/5,43%.

Renditenvergleich

Diesen Nettorenditen des Geldmarktfonds können Durchschnittsrenditen für Termineinlagen in der Bundesrepublik gegenübergestellt werden, wie sie die Deutsche Bundesbank veröffentlicht[9]. Für Anlagebeträge wiederum unterhalb von 100000 DM und einen Anlagezeitraum von ein bis drei Monaten ergab sich im Durchschnitt der Monate eine Verzinsung von 2,75% im Jahr 1988 und 4,68% im Jahr 1989[10]. Da in diesem Fall keine Kosten anfallen, handelt es sich gleichzeitig um die Nettorendite, die durch Wiederanlage von Geldern noch um einige Zehntel Prozentpunkte höher ausfallen kann.

Im Renditenvergleich ergibt sich daraus recht klar, daß erstens die Anlagedauer in Geldmarktfonds wenigstens sechs Monate betragen sollte, damit die Anlage ähnlich lohnend wie die in Festgeld ausfällt. Anders ausgedrückt sind Geldmarktfonds gegenüber Termineinlagen dann besonders interessant, wenn der Anlagehorizont über einige Monate hinausreicht, aber ansonsten sehr ungewiß ist. Zweitens werden Beträge über 100000 DM zunehmend und solche über 1 Mill. DM fast absolut uninteressant für eine Geldmarktfondsinvestition, weil die Verwaltungskosten mit über 0,5% des Fondsvermögens[11] die Rendite zu stark senken. Eindeutig war dies im Jahr 1989, als die Verzinsung für ein- bis dreimonatige Festgelder von 1-5 Mill. DM mit 5,89%

---

[6] Vgl. W. Pelzl, W. Betz, a.a.O., S. 63 f.

[7] Der bekannteste DM-Geldmarktfonds, dessen Daten hier zugrunde gelegt werden, wurde 1984 von der Schweizerischen Kreditanstalt aufgelegt und erreichte Ende 1989 ein Volumen von 1,1 Mrd. DM. Die Angaben entstammen den Verkaufsprospekten.

[8] Die Verkaufsprovision beträgt für Anlagen von 10000 – 60000 DM 0,5% und von 60000 – 100000 DM 0,375%. Der Mindestanlagebetrag liegt bei 10000 DM.

[9] Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, verschiedene Ausgaben.

[10] Um eine den Geldmarktfonds annähernd vergleichbare Rendite vom 1. 1. – 31. 12. festzustellen, wurde wegen der 1-3-monatigen Laufzeit der Termineinlagen deren Mittelwert nur aus den Monaten Januar bis Oktober gebildet.

[11] Vgl. W. Pelzl, W. Betz, a.a.O., S. 27 f. Beim hier betrachteten konkreten Fonds kommen zu der Verwaltungsgebühr von monatlich 0,5 Promille noch Depotgebühren, sonstige Kosten und luxemburgische Steuern, die die gesamten renditemindernden Verwaltungskosten auf – nicht untypische – über 0,8% jährlich hochschrauben.

über der hier betrachteten Geldmarktfondsrendite von 5,8% lag[12]. Drittens deutet ein Vergleich der Jahre 1988 und 1989 darauf hin, daß Geldmarktfonds in Zeiten höherer Zinsen an Attraktivität gewinnen, weil die Banken ihre Termingeldzinsen nicht völlig parallel zu den Geldmarktzinsen festsetzen, sondern bei höherem Zinsniveau ihre Margen steigern[13].

Soweit also Termineinlagen als Konkurrenzprodukt zu Geldmarktfonds betroffen sind, kann nur unter den oben aufgezeigten Einschränkungen von einem überlegenen neuen Angebot die Rede sein. Deshalb kann hier nur bedingt von einer echten Angebotslücke gesprochen werden.

Spareinlagen

Neben Termineinlagen könnten vor allem Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist von der Konkurrenz neuer Geldmarktfonds betroffen sein. Hier ist die Einschätzung des Konkurrenzgrades zwischen Spareinlagen und Geldmarktfonds ausschlaggebend. Bei einer Kennzeichnung der Spareinlagen anhand der bereits eingeführten Charakteristika dominieren für den Anleger Sicherheit und Liquidität, während die Rentabilität zurücktritt. Vergleicht man Geldmarktfonds mit diesem Profil, haben sie nur bei ganz kurzfristigen Anlagen Nachteile wegen des einmalig anfallenden Ausgabeaufschlags. Hinzu kommt der höhere Mindestanlagebetrag. Ansonsten bieten Geldmarktfonds aufgrund der Aufsichtsbestimmungen hohe Sicherheit der Anlage, vernachlässigbare Kursschwankungen und täglich unbegrenzte Liquidierbarkeit ohne besondere Kosten.

Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist dienen zwar in aller Regel als Anlagen mit durchaus etwas längerem Anlagehorizont, aber in erster Linie sind sie „Liquiditätstitel", d.h., das Geld soll jederzeit risikolos verfügbar sein. Deshalb stellen Rentenwerte oder Rentenfonds auch immer nur in sehr begrenztem Maße echte Alternativen dar[14], während Geldmarktfonds aufgrund ihres Produktprofils fast ein perfektes Substitut bieten, das noch mit zwei Vorteilen aufwarten kann: Es entfallen die Einschränkungen sowie Kosten der Kündigungsfrist und der Zins dürfte in aller Regel erheblich attraktiver ausfallen.

Hinsichtlich der Verzinsung liefern die Bundesbankdaten wieder ein klares Bild. Im Durchschnitt rentierten sich Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist im Jahr 1988 mit 2,01%, d.h. circa 1,6 Prozentpunkte schlechter als die Bruttorendite des gewählten Geldmarktfonds. Im Jahr 1989 vergrößerte sich die Differenz auf fast 3,4 Prozentpunkte, mit den entsprechenden Ausgangswerten von 2,43% und 5,8%.

Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist sind als liquide, risikolose Anlagen von den sachlichen Produkteigenschaften her den Geldmarktfonds sehr ähnlich. Allerdings ist ihre niedrigere Verzinsung ein gravierender Nachteil. Insofern kann hier durchaus von einer Angebotslücke gesprochen werden.

In jüngster Zeit erfreuen sich DM-Anleihen mit variabler Verzinsung einer wachsenden Popularität. Sie bieten dem Anleger – bei erstklassiger Bonität – das gleiche wie DM-Geldmarktfonds, haben aber den Vorteil, daß die Performance nicht durch Verwaltungskosten geschmälert wird. Nachteile bestehen in normalerweise anfallenden höheren Transaktionsgebühren und – vermutlich aus Sicht mancher Anleger – im offenkundigeren Wertpapiercharakter dieser Anlageform. Inwieweit der Markterfolg von Geldmarktfonds durch Floating Rate Notes ungeschmälert bleibt, wird stark vom Marketing der Banken abhängen: sie müßten die Vorzüge der Fonds- gegenüber der Direktanlage verdeutlichen und Geldmarktfonds vom Produktprofil her vergleichsweise näher an Spareinlagen plazieren.

Anbieterwettbewerb

Diese Überlegungen leiten bereits zur Situation des Anbieterwettbewerbs über, insbesondere zur Frage, ob die Wettbewerbssituation auf dem Anlagesektor für eine breite, aktiv vertriebene Angebotspalette an Geldmarktfonds sorgen wird. Eine Bejahung dieser Frage ist nicht selbstverständlich, weil die durch Geldmarktfonds ausgelösten Umschichtungsprozesse die Gewinne der Anbieter substitutiver Produkte spürbar reduzieren. Das wird wahrscheinlich zur Folge haben, daß billige Kundengelder durch die erheblich teureren Einlagen der Geldmarktfonds ersetzt werden[15]. Was spricht also dafür, daß die Banken, als die bisherigen großen Anbieter von Einlagenprodukten, in Zukunft auch offensiv ein weniger gewinnträchtiges Konkurrenzprodukt verkaufen? Dies kann nur ein besser funktionierender Wettbewerb leisten.

Das Bankenverhalten hinsichtlich der Zinsgestaltung für Spareinlagen (insbesondere solche mit gesetzlicher

---

[12] Zur Ermittlung vgl. Fußnote 8.

[13] Eine Rolle spielt hierbei auch die mit dem Zinsniveau stärker wirkende Mindestreservebelastung.

[14] Multiple Regressionsrechnungen zeigen den Sondercharakter von Spareinlagen für private Haushalte, die mit Ausnahme von Zahlungsmitteln als einzige Einlagen- oder Wertpapierform (unter anderem) direkt vom Wachstum des verfügbaren Einkommens abhängen. Vgl. dazu A. M. Seum: Das Anlageverhalten der Sparer, Frankfurt 1988.

[15] Natürlich könnten sich bei einer entsprechenden Absatzpolitik auch die Kundeneinlagen unmittelbar verteuern, doch wird dies vermutlich nur graduell der Fall sein, da häufig genug Produktvorteile von Geldmarktfonds – wie gezeigt – durch Einlagen nicht zu erreichen sind.

Kündigungsfrist) sieht z.B. D. Kath durch „kartellartige Vereinbarungen" gekennzeichnet, und auch die Bundesbank äußert sich in ihrem jüngsten Geschäftsbericht zu diesem Punkt recht kritisch[16]. Zweifellos fallen hier ganz beträchtliche Deckungsbeiträge an[17], deren Existenz von zwei Faktoren abhängt: Zum einen vom kartellartigen Verhalten der Anbieter, zum anderen von der engen regionalen Begrenzung wettbewerblicher Beziehungen. Beides wird hinsichtlich der Geldmarktfonds in Zukunft anders sein.

Ein preissetzendes Anbieteroligopol bei Geldmarktfonds kann mit hoher Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen werden, da neben den Banken auch Versicherungen und ausländische Anbieter am Markt auftreten. Bis Ende März 1990 wurden 11,5% aller Wertpapier-Publikumsfonds über Versicherungen vertrieben[18], die in erheblichem Umfang mit eigenen Kapitalanlagegesellschaften operieren. Ausländischen Anbietern öffnen sich durch den EG-Binnenmarkt Zugangsmöglichkeiten. Beide Gruppen können an Geldmarktfonds uneingeschränkt verdienen, da sie über keinerlei gefährdete Einlagen verfügen[19]. Dieser Anreiz, der auch für Außenseiter unter den deutschen Banken bzw. für andere Vermögensverwaltungen besteht, dürfte zu großen verkäuferischen Anstrengungen führen, die spürbare Umschichtungen bewirken.

Vor die Alternative gestellt, an diesem Geschäft gar nichts zu verdienen, oder doch eigene Geldmarktfonds aktiv anzubieten, werden die großen Investmentgesellschaften und die dahinter stehenden Banken sicher den zweiten Weg wählen, wie es ansatzweise bereits getan wurde.

Umschichtungsbereitschaft

Eine Schlüsselrolle kommt deshalb der Umschichtungsbereitschaft der Anleger zu, da das Angebot ansonsten weitgehend ungenutzt bliebe. Aus Sicht der „Optimisten" wird hier der Konservativismus der bundesdeutschen Sparer ins Feld geführt, der sich in geringer Experimentierfreude, hoher Institutsloyalität, großer Vorsicht und der besonderen Rolle des Sparbuchs ausdrückt[20]. Aufgrund dieser Verhaltensmotive rechnen sie auf seiten der Anleger mit geringer und nur gradueller Bereitschaft zur Neuorientierung, vor allem was Sparbuchinhaber angeht.

Dem ist grundsätzlich zuzustimmen, doch sprechen in diesem speziellen Fall drei Faktoren für eine höhere Umschichtungsbereitschaft, als man sie gemeinhin erwarten sollte. Erstens wird die Institutsloyaliät und die Vorsicht der Investoren kaum auf die Probe gestellt, insoweit die eingeführten Banken selbst Geldmarktfonds anbieten und auch aktiv vermarkten. Zweitens wird die Experimentierfreude durch das neue Produkt wenig gefordert, da Investmentfonds inzwischen eine recht etablierte Anlageform geworden sind. Seit 1986 investieren überwiegend private Kunden Beträge von jährlich rund 15 Mrd. DM[21] in Investmentfonds. Und drittens geht für die insgesamt zinssensibler gewordenen Anleger gerade in der jetzigen Zinslandschaft ein enormer Anreiz von Geldmarktfonds aus: Ihr (Brutto-) Zinsvorteil gegenüber Termineinlagen beträgt circa 1 Prozentpunkt und gegenüber Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist gut 4,5 Prozentpunkte[22]. Nach einer Untersuchung in Großbritannien ist ein Zinsvorsprung von 0,5 – 1 Prozentpunkten notwendig, damit Anleger freie Gelder in eine neue Anlageform investieren[23].

Inwieweit letztlich gerade Sparbuchinhaber umsteigen, mag von der „Verpackung" der Geldmarktfonds abhängen. Je mehr sie den Spareinlagen in Inhalt und Form angeglichen werden, desto leichter dürfte auch manch konservativem Anleger der Versuch mit dem neuen Produkt fallen.

Marktpotential

Damit wurden alle vier eingangs erwähnten Bedingungen diskutiert, und die Argumente sprechen überwiegend für einen Markterfolg von DM-Geldmarktfonds in der Bundesrepublik. Bisher handelte es sich aller-

[16] D. Kath: Die Bedeutung neuer Finanzierungsinstrumente für den Wandel der finanziellen Struktur in der Bundesrepublik Deutschland, in: A. Gutowski (Hrsg.): Neue Instrumente an den Finanzmärkten: Geldpolitische und bankenaufsichtliche Aspekte, Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F., Bd. 170, Berlin 1988, S. 65-90, hier S. 79. Vgl. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht für das Jahr 1989, Frankfurt 1990, S. 36, wo in diesem Zusammenhang von „oligopolistisch bestimmten Märkten" die Rede ist.

[17] Offensichtlich dienen diese Deckungsbeiträge in erheblichem Umfang zur Quersubventionierung des Zahlungsverkehrs. Vgl. dazu H. Fassbender: Banken: Revolution im Kerngeschäft, in: Manager Magazin, H. 7, 1989, S. 207-210, hier S. 208.

[18] Das Volumen aller deutschen Wertpapier-Publikumsfonds betrug Ende März 1990 106 Mrd. DM, davon wurden 12,2 Mrd. DM über einen Versicherungsaußendienst vertrieben. Vgl. BVI-Statistiken.

[19] Vgl. H. Fassbender, a.a.O.

[20] Vgl. W. Gerke, M. A. Schöner: Interessengegensätze bei der Zulassung von Geldmarktfonds, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 42. Jg. (1989), H. 22,, S. 1045-1050, hier S. 1045; und W. Pelzl, W. Betz, a.a.O., S. 64.

[21] Das Mittelaufkommen in deutschen Publikumsfonds bewegte sich in den Jahren 1986 – 1989 zwischen 13 und 21 Mrd. DM jährlich, dazu kommen noch Käufe von Luxemburg-Fonds. Die erzielten Spitzenwerte 1988 und zu Anfang 1989 sind Ergebnis der Quellensteuerdiskussion und deshalb hier nicht der Maßstab.

[22] Dabei wird die Rendite von Geldmarktfonds in Anlehnung an die Ergebnisse der Jahre 1988 und 1989 mit einem Abschlag gegenüber 3-monatigen Geldmarktsätzen von circa 1 Prozentpunkt angesetzt.

[23] Vgl. B. Schneider: Geldmarktfonds, Nürnberg 1987, S. 106.

dings um eine qualitative Begründung erheblicher Portfolioumschichtungen zugunsten der neuen Anlageform. Welche Anhaltspunkte gibt es nun für die Abschätzung konkreter Milliarden-Beträge, die in den kommenden Jahren in DM-Geldmarktfonds investiert werden könnten?

Von den deutschen Verhältnissen ausgehend läßt sich das Marktpotential in Relation zu bestehenden Anlageformen ausdrücken. Termineinlagen mit einer Laufzeit von unter vier Jahren und Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist, die jeweils Nichtbanken halten, stehen in direkter Konkurrenz zu Geldmarktfonds. Deren Volumina betrugen Ende 1989 338,6 bzw. 485,6 Mrd. DM[24]. Zieht man eine Mindestanlage von 10000 DM für Geldmarktfonds in Betracht, dann reduziert sich das relevante Volumen der Spareinlagen um circa 29% auf rund 345 Mrd. DM[25].

Einen anderen Anhaltspunkt liefert das Volumen, das bisher schon in Investmentfonds angelegt war. In der Bundesrepublik belief es sich Ende 1989 bei Publikumsfonds auf 122,1 Mrd. DM und in Luxemburg auf 18,2 Mrd. DM, d.h. zusammen 140,3 Mrd. DM und bei Spezialfonds 107,8 Mrd. DM[26].

Um also ein Geldmarktfondsvolumen von vielleicht 100 Mrd. zu erreichen, genügen Umschichtungen von weniger als 15% der relevanten Termin- und Spareinlagen, dies entspricht in etwa 70% des heute schon in Publikumsfonds gehaltenen Vermögens. Geldmarktfonds würden so einen 29%igen Anteil an allen Fonds erreichen, verglichen mit rund 50% in Frankreich, dem Land, in dem Geldmarktfonds heute in Europa mit Abstand am weitesten verbreitet sind[27].

Diese Größenordnungen gehen deutlich über den Rahmen von 6-64 Mrd. DM hinaus, wie ihn z.B. Pelzl und Betz diskutieren[28]. Der Grund dafür liegt in ihrer Annahme, daß eine „maßgebliche Verminderung der Spareinlagen" durch Geldmarktfonds nicht ausgelöst werde[29].

Im Umkehrschluß erscheinen dann aber 100 Mrd. DM, wenn man der inhaltlichen Nähe von Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist und Geldmarktfonds zustimmt, eine durchaus realistische Größenordnung[30], die problemlos innerhalb weniger Jahre erreicht werden könnte. Im Jahre 1988 z.B. betrug allein die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte 150,5 Mrd. DM bzw. lagen deren Zinsforderungen und Dividenden bei 102 Mrd. DM[31].

Ein Blick in das Ausland zeigt, daß in Frankreich Geldmarktfonds zwischen 1984 und 1988 jährlich in einer Größenordnung von 30 – 45 Mrd. DM wuchsen. In den USA wurden 1980/81 für rund 230 Mrd. DM Geldmarktfonds gekauft[32]. Diese Beispiele verdeutlichen, daß bei entsprechend attraktivem Angebot die Nachfrage sehr flexibel reagieren kann.

Fazit

Zusammenfassend ergibt sich damit folgendes, eher die Sicht der „Pessimisten" bestätigendes Bild hinsichtlich des zu erwartenden Markterfolges von DM-Geldmarktfonds in der Bundesrepublik:

☐ Geldmarktfonds bieten für ein liquiditätsorientiertes Anlagebedürfnis einen spezifischen Produktnutzen. Termineinlagen und auch gerade Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist als wesentliche Konkurrenzprodukte lassen vor allem renditemäßig, aber auch hinsichtlich der Flexibilität eine Angebotslücke offen, in die Geldmarktfonds stoßen können.

☐ Der Anbieterwettbewerb im Fondsgeschäft durch Versicherungen und ausländische Anbieter wird dafür sorgen, daß auch die großen heimischen Bankengruppen attraktive eigene Produkte aktiv vermarkten. Dies wiederum erleichtert vielen Kunden ihre Umschichtungsbereitschaft, die ansonsten von der Bekanntheit von Fondsprodukten und den Produktvorteilen der Geldmarktfonds getragen wird.

☐ Die für Umschichtungen in Frage kommenden Volumina verdeutlichten, daß Geldmarktfonds für durchaus 100 Mrd. DM und mehr innerhalb weniger Jahre verkauft werden können. Erfahrungen im Ausland bestätigen dies: Während dort eher gesetzliche Bestimmungen die Konkurrenzprodukte benachteiligten, ist es in der Bundesrepublik die bisherige Produktpolitik der Banken. In jedem Fall sorgt die Befriedigung aufgestauter Nachfrage für Bewegung an den Finanzmärkten.

---

[24] Deutsche Bundesbank: Monatsberichte.

[25] Vgl. als Anhaltspunkt Deutscher Sparkassen- und Giroverband: Jahresbericht 1988, Bonn 1989, S. 97, wonach 71% aller Spareinlagen bei den Sparkassen auf Anlagen von jeweils mindestens 10000 DM entfallen.

[26] Deutsche Bundesbank: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten; BVI-Statistiken.

[27] Vgl. W. Mansfeld, a.a.O., S. 11.

[28] Vgl. W. Pelzl, W. Betz, a.a.O., S. 70.

[29] Vgl. ebenda, S. 64.

[30] Vgl. auch W. Mansfeld, a.a.O., S. 36, der sogar hauptsächlich mit Termineinlagen operiert.

[31] Deutsche Bundesbank: Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für das Jahr 1988, in: Monatsberichte, 41. Jg. (1989), H. 5, S. 12-20 und S. 37-49.

[32] Vgl. W. Mansfeld, a.a.O., S. 10 ff.