



### Notenbanken

#### Schweizerische Nationalbank – klare Ansagen und Flexibilität

Bei aller Einbindung in die internationalen Organisationen und in deren Konsultation auf verschiedenen Ebenen sowie dem erkennbaren Bemühen um eine Koordination der weltweiten geldpolitischen Aktivitäten ist und bleibt es für die Notenbanken kleinerer Länder eine große Herausforderung, sich im Konzert der großen Währungsblöcke zu behaupten. Die Schweiz pflegt und praktiziert dabei traditionell ihre geldpolitische Eigenständigkeit. Vor zehn Jahren hat sie das frühere Konzept der Geldmengensteuerung aufgegeben und orientiert sich seither an Inflationsprognosen. Der Erhalt der Preisstabilität wird als Hauptziel vorgegeben, daneben ist aber auch eine klare Regelbindung vorgesehen, um die Inflationserwartungen zu verankern. Und bei alledem soll das Konzept nach Möglichkeit auch den notwendigen Freiraum für eine kurzfristige Konjunkturstabilisierung lassen, soweit sich das mit dem langfristig übergeordneten Ziel der Preisstabilität verträgt.

Ähnlich wie bei der EZB standen seit August 2007 und verschärft nach der Lehman-Pleite im September vergangenen Jahres die flexiblen Reaktionsmöglichkeiten der SNB unter Bewährung. Und wie in Frankfurt, so hat es der Notenbankpräsident Jean-Pierre Roth kurz vor seiner Verabschiedung in den Ruhestand beim Internationalen Club Frankfurter Wirtschaftsjournalisten sehr anschaulich verdeutlicht, wurde auch in Basel mit unkonventionellen Methoden reagiert. Wurde bis weit in das Jahr 2008 hinein die Liquiditätsversorgung mit Schweizer Franken ausgeweitet, um das am Dreimonats-Libor in London orientierte Zielband für den Dreimonats-Libor zwischen 2,25 und 3,25 Prozent unter Kontrolle zu halten, musste man im Herbst 2008 erkennen, dass die bisherigen expansiven Maßnahmen bei Weitem nicht ausreichten.

Nach weiteren Lockerungen der Geldpolitik, etwa dem Angebot von Devisenswaps mit einer Laufzeit von drei Monaten, wurde das Zielband für den Dreimonats-Libor bis Anfang Dezember 2008 in drei Schritten auf null bis 1,0 Prozent herabgeschraubt. In der geldpolitischen Lagebeurteilung wurde für die nächsten drei Jahre gar das Risiko einer Deflation artikuliert und eine weitere kräftige Lockerung der monetären Bedingungen angekündigt. Unter der klaren Ansage, eine weitere Aufwertung des Schweizer Franken gegen den Euro verhindern zu wollen, wurde die Breite des Zielbandes schließlich im März 2009 noch einmal auf 75 Basispunkte verkürzt. Und zudem wurde die Liquidität weiter stark erhöht, indem zusätzliche Repo-Geschäfte abgeschlossen, Devisenkäufe auf dem Markt getätigt und Schweizer-Franken-Obligationen privater Schuldner erworben wurden (sogenanntes quantitative easing). Eine klar diagnostizierte Rezession, die Gefahr einer Deflation, ein Zins am unteren Ende der Möglichkeiten und ein Schweizer Franken unter Aufwertungsdruck, so beschreibt Jean-Pierre Roth das ungemütliche Szenario auf dem Tiefpunkt der Krise Anfang März dieses Jahres. Und in der aktuellen geldpolitischen Lagebeurteilung am 10. Dezember 2009 lässt die SNB keinen Zweifel daran,

auch nach Einstellung des quantitative easing einer „übermäßigen Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro entschieden entgegenwirken“ zu wollen. Seit Frühjahr 2009 hat sich auch die Schweizer Wirtschaft stabilisiert. Insbesondere die Binnenwirtschaft hat sich resistenter gezeigt als befürchtet. Und der Einbruch für das ganze Jahr 2009 wird voraussichtlich mit minus 1,5 Prozent des BIP deutlich moderater ausfallen als beispielsweise in Deutschland. Entwarnung will die SNB aber beileibe noch nicht geben. Denn anders als in der akuten Krisenbewältigung wissen die dortigen Notenbanker nur zu gut, dass es beim Ausstieg aus den Krisenszenarien mit der Koordination der Geldpolitik schwieriger werden dürfte und von Europa über die USA bis nach China die Wahrung der eigenen Interessen wieder stärker ausgeprägt sein könnte. Eigene flexible Reaktionsmöglichkeiten der Geldpolitik sind der SNB deshalb weiterhin wichtig.

Ganz so klar und direkt wie sie sich das vielleicht wünscht, kann die Schweizerische Notenbank auf die Entwicklungen der heimischen Realwirtschaft aber nicht reagieren. Denn im Verlauf der Finanzkrise hat sie nach zehn Jahren relativer Ruhe wieder registrieren müssen, dass der Schweizer Franken in großem Ausmaß für Carry Trades genutzt wird, also für eine Anlagestrategie, bei der sich ein Investor in einer Tiefzinswährung verschuldet und in einer höher verzinsten Währung investiert. Auch die Vergabe von Franken-Hypotheken in Österreich und Osteuropa zählt die SNB zu diesen Entwicklungen, die die eigene Währung von den Entwicklungen der eigenen Realwirtschaft abkoppeln und ein Stück weit zum Spielball der Finanzmärkte werden lassen können. Die Schweizerische Notenbank weiß um diese „Safe-Haven-Rolle“ des Franken und sorgt sich um die dadurch drohenden prozyklischen Wechselkursschwankungen. In Kooperation mit der EZB hat sie seit Mitte Oktober 2008 einwöchige liquiditätszuführende Swapgeschäfte in Schweizer Franken beschlossen, um im Eurogebiet den Refinanzierungsbedarf von Banken ohne direkten SNB-Zugang zu decken. Die Maßnahme fand seit Herbst vergangenen Jahres enormen Zuspruch (laut EZB-Monatsbericht vom Oktober 2009 wurden im Durchschnitt 33 Milliarden Euro bereitgestellt) und wurde mittlerweile mehrfach verlängert, zuletzt bis Ende Januar 2010. Aber die SNB lässt auch keinen Zweifel daran, dieses Phänomen genau im Auge zu haben und ihre Geldpolitik danach auszurichten – nach dem Ausstieg aus der Nullzinspolitik wieder mit der konventionellen Zinssteuerung, aber wenn es sein muss auch mit Währungsinterventionen.

### Finanzpolitik

#### Interessenunterschiede bei Timing und Abfolge

Für Theoretiker wie Praktiker findet die Geld- und Fiskalpolitik allmählich wieder zu klassischen Fragestellungen zurück, über die sich im Lichte der heutigen Gegebenheiten so richtig schön argumentieren, debattieren und spekulieren lässt. Wann ist der richtige Zeitpunkt für die Abkehr von der expansiven Geldpolitik und/oder den vielen expansiven Sondermaßnahmen gekommen? Und wie stark und in welcher Abfolge sollten Geld- und Realwirtschaft abgebremst werden? Allein aus der Tatsache, dass diese Szenarien

heute von Politikern, Notenbankern und Wirtschaftswissenschaftlern an den Hochschulen wie in den volkswirtschaftlichen Abteilungen der Finanzwirtschaft tagtäglich kontrovers diskutiert werden, lässt sich auf eine gewisse Stabilisierung der Märkte schließen. Offensichtlich kann man den verunsicherten Akteuren solche Debatten wieder zumuten, ohne den letzten Rest an Vertrauen zu zerstören. Und wahrscheinlich braucht man sie sogar, um in Theorie und Praxis nach und nach wieder auf den Pfad der Normalität, also eine Geldpolitik ohne Sondermaßnahmen, zurückzufinden.

Wie in den volkswirtschaftlichen Abteilungen anderer großer Finanzdienstleister wird die Debatte um das richtige Ausstiegsszenario auch bei der Allianz derzeit auf zwei Ebenen geführt. Aus eigener Bewertung der Dinge haben Michael Heise und sein Team zwar klare Vorstellungen für das Timing und die Abfolge der notwendigen Maßnahmen. Aber als einer der wahrnehmbaren Akteure im Spektrum der entscheidungsrelevanten Meinungsbildung müssen sie sich auch mit den Entwicklungen beschäftigen, die sie im weltweiten Zusammenspiel von Notenbankern, Politikern, Finanzdienstleistern und Wissenschaftlern für wahrscheinlich halten. Und diese können von der eigenen Position abweichen.

Je länger der extreme Expansionsgrad der (Geld- und Fiskal-)Politik anhält, desto höher sind die Risiken und die Kosten. Auf Basis dieser Bewertung der Ausgangslage zieht die Allianz zwei Schlüsse für das Timing des Ausstiegs. Zu früh und zu stark sollte eine Rückführung der Impulse nicht erfolgen, um eine Konjunkturerholung nicht zu gefährden. Zu spät darf andererseits auch nicht reagiert werden, um Inflationsgefahren zu vermeiden. Als Nebenbedingungen sollte zudem das Entstehen neuer Finanzmarktblasen verhindert werden, und die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte sollten möglichst abgebaut und neue vermieden werden. Auf diesem Abstraktionsgrad dürfte die Situationsanalyse noch breite Zustimmung finden, doch dürfte dieser Konsens bei der Frage der Umsetzung der daraus abgeleiteten Handlungsempfehlungen bei Notenbankern, Wissenschaftlern und auch Politikern je nach deren eigenem Umfeld deutlich abnehmen.

Schon möglichst zeitnah plädieren die Allianz-Volkswirte für die Einleitung einer Kehrtwende bei der Geldpolitik. Angesichts der üblichen Wirkungsverzögerungen rechnen sie dabei nicht mit einer spürbaren Bremswirkung auf die Konjunkturentwicklung 2010, verstehen sie aber als klares Signal, die Bildung von Vermögenspreisblasen zu erschweren. Eine verstärkte Haushaltskonsolidierung im Sinne einer Rückführung struktureller Defizite empfehlen sie dann ab 2011. Konkret wollen sie dabei den Anstieg der Staatsausgaben bis in das Jahr 2014 hinein um zwei Prozentpunkte unter dem Wachstum des Bruttoinlandsproduktes halten.

So richtig überzeugt gibt man sich bei der Allianz von der Umsetzbarkeit dieser Maßnahmen aber nicht. Denn an zu vielen Stellen setzen die Volkswirte beim Weg aus der Krise auf eine internationale Abstimmung. Zwar hat die EZB Anfang Dezember 2009 den Beschluss gefasst, einige der expansiven Sondermaßnahmen auslaufen zu lassen und andere im Lichte der jeweiligen Marktentwicklung auf ihre Beendigung hin zu prüfen. Doch wann die zinspolitische Wende eingeleitet wird, lässt sie einstweilen noch offen. Wer will zudem schon daran glauben, dass die wichtigen Notenbanken Amerikas, Europas und Asiens gleichgerichtete und abgestimmte Schritte zur Vermeidung von Spannungen im

Wechselkursgefüge unternehmen werden? Wer hält es für realistisch, die USA könnte in absehbarer Zeit den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik lockern? Und wer traut es den asiatischen Notenbanken zu, eine geordnete Aufwertung ihrer Währungen zu akzeptieren und eine weniger expansive Geldpolitik zu betreiben?

In der akuten Krisenbewältigung hat die internationale Abstimmung ganz gut funktioniert, weil die Bedrohlichkeit der Lage sehr schnell allen klar war. Im Weg aus der Krise dürfte es wesentlich schwerer fallen, zu gleichgerichteten Maßnahmen zu finden, weil zu viele Beteiligte in kalkulierbarem Maße ihre eigene Interessenslage verfolgen werden. Bei allen wohlfeilen Absichtserklärungen dürfte die geld- und fiskalpolitische Koordination deshalb eher in einem Trail and Error Prozess zur Normalität zurückfinden.

## Branchenstudien

### Nebliger Blick in die Kristallkugel

Schon in stabileren Zeiten ist die Aussagekraft von Branchenstudien schwer zu bewerten. Komplizierte Zeiten machen die Interpretation der Ergebnisse nicht einfacher. Der heiß diskutierten Frage, ob es in den kommenden Monaten eine Kreditklemme geben wird, hat sich eine aktuelle Studie angenommen. Konkret gefragt erwarten 70 Prozent der teilnehmenden Banken und 57 Prozent der Unternehmen, dass in der Breite Kredite in ausreichender Menge zur Verfügung stehen werden. Darüber hinaus herrscht in beiden Lagern Optimismus: Sowohl Banken als auch Unternehmen sind mehrheitlich der Ansicht, dass die Finanz- und Wirtschaftskrise innerhalb der nächsten 18 Monate beendet sein wird. Das deckt sich mit der weithin geäußerten Prognose, dass schon ab 2010 wieder ein konjunktureller Aufwärtstrend bevorsteht.

Andernorts in der Studie bekommt das Bild eine andere Färbung. So glauben 60 Prozent der Banken an einen Anstieg der Kreditnachfrage in den kommenden Monaten. Allerdings wollen nur 40 Prozent von ihnen die Neuvergabe in diesem Zeitraum auch tatsächlich erhöhen. Zudem erwarten zwei Drittel der Unternehmen eine Erschwerung von Prolongationen, bei den Banken sind es immerhin 38 Prozent. Bei der Ursachenforschung malt die Studie ein sehr undeutliches Bild: Die Gründe für eine mögliche Verknappung schiebt ein Lager auf das andere. So werten die befragten Unternehmen ein verändertes Risikobewusstsein der Banken als Hauptgrund für eine Zurückhaltung bei der Neukreditvergabe. Auf der anderen Seite nennen die Banken mehrheitlich eine gesunkene Bonität der Unternehmen als Grund für eine mögliche Verknappung. Unter beiden Gesichtspunkten ist indes eine etwaige Zurückhaltung der Kreditbranche kaum verwerflich, denn die Institute müssen wohl überlegen, welche Risiken sie aufnehmen wollen und können. Es ist noch nicht lange her, dass man sie mit großer Leidenschaft gescholten hat, in dieser Hinsicht zu freizügig umgegangen zu sein. Die Finanzierung des Mittelstands kann nur zu den Kernaufgaben eines Kreditinstituts gehören, so lange sie sich rechnet. Förderinstitute sind die Banken per se freilich nicht.

Keine Kreditklemme im engeren Sinne steht also zu erwarten, aber Engpässe sind dennoch absehbar – insbesondere in einzelnen

Branchen des produzierenden Gewerbes. Von den Unternehmen ist also ein besserer Finanzierungsmix gefordert, insbesondere weil bei leeren Kassen und leeren Lagern der erwartete Aufschwung im Tagesgeschäft mitfinanziert sein will. Mit Unternehmensanleihen, Schuldscheinen oder Asset Backed Securities bietet der Markt Unternehmen unterschiedlicher Größen auch einige gute Alternativen zum Bankkredit. Allein kommt die Nutzung solcher Formen nach den Erwartungen der 670 Studienteilnehmer nur sehr langsam in Fahrt: Leasing und Factoring – weiter traut man sich derzeit noch nicht weg vom Altbekannten. Von der Angst eines möglichen Kontrollverlusts bei der Einbeziehung externen Eigenkapitals als weiteren Finanzierungsweg ganz zu schweigen. Sich mit den Möglichkeiten des Kapitalmarkts auseinanderzusetzen, kann derweil von der breiten Masse der Unternehmen kaum verlangt werden. Insbesondere für kleine und mittelständische Betriebe, von denen wenige überhaupt kapitalmarktfähig sind, dürften sich oft angemessenere Finanzierungswege finden lassen. Glaubt man der Studie, wird noch bedenklich viel Zeit verstreichen, bis diese Herausforderung in der Breite gemeistert ist.

## Unternehmensinsolvenzen

### Wie weit nach oben?

Für einen Dienstleister in Sachen Wirtschaftsinformation und Förderungsmanagement hätte der Veröffentlichungstermin eigener Zahlen kaum besser sein können. Denn der für den gleichen Abend anberaumte Konjunkturgipfel bei der Bundeskanzlerin mit Vertretern der (Banken-)Verbände, Gewerkschaften und Unternehmen sicherte den neuesten Erhebungen des Verbands der Vereine Creditreform einen hohen Aufmerksamkeitsgrad. Die präsentierten Daten zum Stand und der Entwicklung der aktuellen Insolvenzen und Neugründungen können freilich Politik und Wirtschaft wenig begeistern. Denn die voraussichtlich 34 300 Unternehmensinsolvenzen im laufenden Jahr bestätigen klar und wenig überraschend die schon 2008 (mit 29 580 Fällen) eingeleitete Trendwende. Und die unterjährige Entwicklung mit einer zunehmenden Steigerungsrate von Monat zu Monat wie auch das Prognosefenster von 38 000 bis 40 000 gewerblichen Insolvenzen für das kommende Jahr machen nicht gerade Mut. Beides lässt sogar der Befürchtung Raum, der Höhepunkt der Entwicklung könnte die relative Spitze von 39 470 aus dem Jahre 2003 noch überschreiten.

Dass das Spitzentreffen von Politik und Wirtschaft seine Berechtigung hatte, sieht Creditreform durch die Auswertung der eigenen Datenströme gleichwohl bestätigt. In Schwierigkeiten bringt derzeit Unternehmen in vielen Branchen das Zusammentreffen von schlechter Nachfrage mit restriktiven Finanzierungsbedingungen der Kreditwirtschaft. Einem staatlichen Anschub für eine qualitativ hochwertige Verbriefung von Mittelstandskrediten, wie ihn kürzlich Politik und Wirtschaft auf ihrem Konjunkturgipfel diskutiert, aber noch nicht beschlossen haben, bringt der Informationsdienstleister deshalb offene Sympathien entgegen. Er liegt dabei mit einigen der großen Wirtschafts- und Bankenverbände auf einer Linie. Eine staatliche Förderung dieses viel geschmähten Instrumentes bleibt freilich (politisch) umstritten – selbst für den Bereich der Mittelstandsfinanzierung (Kreditwesen 19-2009). Zu-

mindest bisher bewegt sich die Politik nur zögerlich in diese Richtung, und auch Bundesbankpräsident Weber hat sich klar dagegen ausgesprochen. Grundsätzliche Einigkeit besteht hingegen, eine mögliche konjunkturelle Erholung keinesfalls durch Engpässe in der Kreditversorgung gefährden zu wollen. Diese Gefahr richtig einzuschätzen und frühzeitig mögliche Gegenmaßnahmen abzustimmen, war das große Anliegen des Treffens im Bundeskanzleramt.

Die Berechtigung für eine solche Gesprächsrunde wichtiger gesellschaftlicher Gruppen wird auch an der Entwicklung der aktuellen Insolvenzstatistik der Creditreform deutlich. Bemerkenswert sind im laufenden Jahr einige regionale und sektor- beziehungsweise branchenspezifische Details der Studie. So ist etwa der Anstieg der Insolvenzzahlen in den neuen Bundesländern weniger stark ausgefallen als in Westdeutschland. Zurückgeführt wird dies auf die stärkere Orientierung der Wirtschaftsstruktur der ostdeutschen Unternehmen an dem stabileren Binnenmarkt. Umgekehrt hat die stärkere Exportorientierung die westdeutschen Unternehmen anfälliger gemacht. Gestützt wird dieses Erkenntnis mit dem Blick auf die Sektorstruktur der betroffenen Unternehmen. Besonders hoch fällt der Anstieg der Insolvenzen im verarbeitenden Gewerbe aus – mit 40 Prozent insgesamt und gar mit 46 Prozent in Westdeutschland. Geradezu stabil wirkt hingegen das Baugewerbe (Insolvenzen plus 2,6 Prozent), das nach wie vor stark von den beiden Konjunkturpaketen der Bundesregierung für den Straßen- und Schienenbau sowie für kommunale Infrastruktur profitiert. Mit plus 18,8 Prozent beziehungsweise 15,6 Prozent sind schließlich der Handel leicht überproportional und der Dienstleistungssektor leicht unterproportional betroffen. Dieses Bild relativiert sich allerdings sofort wieder, wenn man die Zahlen mit der Gesamtzahl der Unternehmen in Bezug setzt. Auf jeweils 10 000 Unternehmen hat im laufenden Jahr das verarbeitende Gewerbe 89 (66) Insolvenzen zu verkräften, der Dienstleistungssektor 104 (92), der Handel 107 (90) und das Baugewerbe 164 (163).

Mit Blick auf die Branchenstruktur haben sich die Insolvenzen bei den Automobilzulieferern mehr als verdreifacht (plus 330 Prozent), aber auch die Metallbearbeitung (plus 140 Prozent), der Maschinenbau (plus 97 Prozent), die Herstellung von Gummi und Kunststoff (plus 86 Prozent) sowie die Herstellung von Metallenergieerzeugnissen (plus 56 Prozent) und von chemischen Produkten (plus 46) Prozent weisen deutlich überdurchschnittliche Steigerungsraten aus. Leicht weniger Insolvenzen als im Vorjahr hatten hingegen die Nahrungsmittelproduzenten und das Gastgewerbe zu verzeichnen. Sprunghaft erhöhen wird sich den jüngsten Zahlen nach das Schadensvolumen je Insolvenzfall, und zwar auf 1,082 Millionen Euro nach 710 000 Euro im Vorjahr. Ebenso wie an der Gesamtschadenssumme, die mit 48,6 Milliarden Euro weit über den Stand von 40,5 Milliarden Euro aus dem Jahre 2003 hinausgeht, wird daran einmal mehr deutlich, dass im laufenden Jahr von Arcandor über Woolworth und Qimonda bis hin zu den Wadan-Werften, Schiesser und der Escada AG sehr viele große Firmen betroffen waren. Hinzu kommen traditionsreiche Unternehmen wie Märklin oder der Klavierbauer Schimmel.

Die in den Jahren 2005 bis 2007 nicht zuletzt durch die Basel-II-Anforderungen aufgebauten Eigenkapitalpositionen vieler Unternehmen, die zuletzt von der Bundesbank noch lobend registriert wurden, sieht auch Creditreform, hält aber diesen Puffer durch die aktuellen Belastungen weitgehend für aufgebraucht. Für die

Banken kann das mit Blick auf die drohende Insolvenzwelle nur heißen, bei der Kreditvergabe die drohenden Kreditrisiken besonders gut im Auge zu halten und bei neuen Kreditanfragen, falls erforderlich, auch einmal Nein sagen zu können.

## Börsen

### Zwischen Tradition und Marktberreinigung

Jetzt zeigt sich, wie sehr die MiFID die Börsenlandschaft wirklich verändert. Denn es ist bemerkenswert, was dieser Tage in Berlin geschieht: Zuerst kündigt die bisherige außerbörsliche Handelsplattform (multilateral trading facility, MTF) Tradedate Exchange an, die Zulassung als regulierter Markt bekommen zu haben. Zum Start des Handelsplatzes war vorab für den 1. Dezember dieses Jahres geladen worden, gehandelt wird ab dem 4. Januar 2010. Pünktlich zum Feiertag platzte dann die Bombe: Die Deutsche Börse übernimmt 75 Prozent plus einen Anteil an der Plattform selbst sowie ein Aktienpaket von fünf Prozent an deren Betreiber-gesellschaft. Dass ein Volumen und Geld spendender Partner gesucht wurde, war im Markt durchaus bekannt gewesen. Dass von allen im Vorfeld in den Medien kolportierten möglichen Interessenten mit dem Frankfurter Handelsplatzbetreiber nun der Unwahrscheinlichste bei Tradedate einsteigt, hat gleichwohl überrascht. Doch die Taktik der Frankfurter erschließt sich leicht: Während sich das Geschäft an der Frankfurter Wertpapierbörse zunehmend schwierig gestaltet, weist das auf Privatkunden fokussierte MTF enorme Wachstumsraten auf. Und das gilt selbst für die ansonsten geschäftsschwachen letzten Monate.

Die Börse Berlin steht als traditioneller, geregelter (Regional-)Markt nun umso mehr unter Beschuss. Nicht nur, weil sie jetzt einen neuen Wettbewerber mit finanzkräftiger Unterstützung auf dem eigenen Terrain angehen muss. Auch hat sich der 324 Jahre alte Handelsplatz strategisch verkalkuliert. Die teuer gekauften Anteile an der in London aktiven Easdaq und deren Technologieplattform Equiduct, mit der man sich neben dem traditionellen Xontro-Handel ein zweites Standbein aufbauen wollte, haben sich bislang alles andere als ausgezahlt. So gering war die erhoffte Anziehungskraft, dass man die Tochter bis auf einen Restanteil an den US-Hedgefonds Citadel veräußern musste (Kreditwesen 16-2009). Und auch beim traditionellen Geschäft stehen dem Handelsplatz Schwierigkeiten ins Haus. Bislang nämlich trägt Frankfurt aufgrund des hohen Handelsvolumens den mit Abstand größten Anteil an den Kosten für die Skontroführer-Plattform. Fällt dieser Geldgeber weg, müssen alle verbleibenden Nutzer demnach mit den doppelten Kosten für den Betrieb und die Entwicklung ihrer Kernplattform rechnen. Bei ohnehin schmalen Gewinnen wird das für einige Handelsplätze ein durchaus schwieriges Unterfangen.

Einige der verbliebenen Regionalbörsen in Hamburg/Hannover, Düsseldorf, Stuttgart, München und auch Berlin, die heute freilich längst nicht mehr allein regional agieren, haben sich mit ihren jeweiligen Nischen gute Standbeine aufgebaut – ob mit Fonds, Derivaten oder Best Execution. Zumindest was den deutschen Markt betrifft waren sie mitunter sogar Marktbereiter einzelner Katego-

rien. Allerdings holt die Deutsche Börse mit all ihrer technologischen und betriebswirtschaftlichen Macht auf, kaum ein Segment des Börsenhandels, das der Frankfurter Betreiber nicht abdeckt.

National sind die Strukturen in den vergangenen Jahren damit recht stabil geblieben. Und dass über die Landesgrenzen hinweg von MiFID eine Bedrohung für die Deutsche Börse, Nyse Euronext, die LSE oder selbst die regionalen Märkte ausgehen könnte, konnte nach den zunächst sehr schleppenden Marktanteilsgewinnen bei den alternativen Plattformen – mit Ausnahme von Chi-X – schon fast in Vergessenheit geraten. Nun aber bröckelt es bei den „alten“ Handelsplätzen gleich an mehreren Stellen: Zum einen saugen die Newcomer Chi-X, Bats & Co den etablierten Märkten mittlerweile doch immer nachhaltiger die Volumina weg. Damit geraten Letztere unter Handlungsdruck. Zum Zweiten etablieren sich spezialisierte kleinere Anbieter á la Tradedate. Zwar ist auch die MTF-Branche nicht allein von Erfolgen gekrönt. Die von mehreren Großbanken initiierte Plattform Turquoise etwa musste bekanntlich bereits aufgegeben werden. Anderen fiel es bislang schwer, eine kritische Masse zu erreichen. Dennoch zeigt die Geschwindigkeit der Ereignisse in Berlin, zusammen mit dem jüngst gestarteten Xetra International Market, dass der größte deutsche Marktbetreiber wie auch die gesamte Branche post-MiFID weiterhin eifrig nach neuen Strukturen suchen.

## Persönliches

### Ernst-Otto Sandvoß 75

Ob solche Stetigkeit bei den heutigen Fluktuationsraten des Spitzenpersonals des Kreditgewerbes überhaupt noch realistisch wäre? In dieser Ausprägung, vom Lehrling bis ganz an die Spitze, dürfte man sie im Sparkassensektor wie in anderen Banken(gruppen) wenn überhaupt dann nur ganz selten finden. Ernst-Otto Sandvoß gehörte seit 1971 dem Vorstand der Deutschen Girozentrale – Deutsche Kommunalbank an. Und seit 1975 hat er das Institut bis in die Startphase des Zusammenschlusses zur heutigen Deka-Bank hinein als Vorstandsvorsitzender geführt – und das, obwohl er so gut wie jeden Posten in der Sparkassenorganisation hätte haben können. Entsprechend stark war und ist er auf allen Ebenen des S-Sektors vernetzt und informiert. Er wurde und wird um Rat gefragt, und er wusste und weiß Marktchancen wie Klippen des Sparkassengeschäftes klug und weitsichtig zu beurteilen. Dass man mit ihm in seiner aktiven Zeit mehr und ergiebiger über die strategischen Tops und Flops in der gesamten Sparkassenorganisation reden konnte als über das eigene Haus, lag an der selbstverordneten Verschwiegenheit in allen Angelegenheiten seiner DGZ. Heute mag sich mancher im Sparkassensektor eine Sparkassen-Wholesalebank dieser Art ohne große Risiken wünschen.

Nach seiner Verabschiedung in den Ruhestand war er als Mitglied und 2002/2003 als Aufsichtsratsvorsitzender der Berliner Bankgesellschaft AG in deren Sanierung eingebunden. Seinen guten Einblick in die wichtigen Strömungen der S-Gruppe hat er sich bis heute bewahrt. Am 12. Dezember 2009 feierte Ernst-Otto Sandvoß seinen 75. Geburtstag. Die Redaktion bedankt sich für viele gute Gespräche und Anregungen und wünscht alles Gute. ■■■■■