

# Stromhandel

## Arten und Formen des Stromhandels, insbesondere Börsen- und Derivathandel

Dr. Andreas Hünerwadel, LL.M., Partner von Wenger & Vieli Rechtsanwälte in Zürich

### INHALTSVERZEICHNIS:

I. EINLEITUNG.....	1
A. ENTWICKLUNG DES STROMHANDELS.....	2
1. Liberalisierung und Privatisierung.....	2
2. Erhöhung der Risiken.....	2
a) <i>Volatilität der Strompreise</i> .....	2
b) <i>Gegenparteirisiko</i> .....	3
c) <i>Konsequenzen</i> .....	3
B. TERMINOLOGIE UND KATEGORIEN.....	3
II. BÖRSENHANDEL.....	4
A. BÖRSEN.....	4
1. Übersicht.....	4
2. Börsenhandel an der EEX.....	6
a) <i>Handel (Preisfindung und Clearing)</i> .....	6
b) <i>Finanzielle Abwicklung (Financial Settlement)</i> .....	7
c) <i>Physische Abwicklung (Physical Settlement)</i> .....	7
B. PRODUKTE.....	7
1. Spotkontrakte.....	7
a) <i>Charakteristiken</i> .....	7
b) <i>Verwendungszweck</i> .....	8
2. Terminkontrakte.....	8
a) <i>Charakteristiken</i> .....	8
b) <i>Verwendungszweck</i> .....	8
III. DERIVATHANDEL.....	9
A. GRUNDSÄTZE.....	9
B. BÖRSENHANDEL.....	9
C. OTC-HANDEL.....	10
1. Beispiel Deutschland.....	10
a) <i>Voraussetzungen der Aufsichtspflicht</i> .....	10
b) <i>Handlungsalternativen</i> .....	11
2. Revidierte EU-Richtlinie (MiFID).....	12
D. KONSEQUENZEN.....	12
IV. SCHLUSSFOLGERUNG.....	13

### I. EINLEITUNG

Strom unterscheidet sich von anderen Rohwaren insbesondere durch seine fehlende Lagerbarkeit und durch die Erforderlichkeit eines Übertragungsnetzes zu seinem Transport. Die möglichen Teilnehmer am Stromhandel sind deshalb begrenzt: Im Grosshandel sind es Produzenten, Börsen und Händler, im Einzelhandel sind es Verteiler und Verbraucher. Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf den Grosshandel.

## A. ENTWICKLUNG DES STROMHANDELS

### 1. Liberalisierung und Privatisierung

Bis zur Liberalisierung der Strommärkte in Europa war der Handel mit Strom vom freien Markt weitgehend ausgeschlossen. Seit 1990 ist der europäische Strommarkt und damit der europäische Stromhandel sukzessive liberalisiert und sind die Stromhandelsunternehmen weitgehend privatisiert worden. So sieht die EU Richtlinie über den Elektrizitätsbinnenmarkt vom 19. Februar 1997 die vollständige Öffnung des Strommarktes bis 2007 vor, während der skandinavische und der deutsche Strommarkt seit Jahren vollständig liberalisiert sind<sup>1</sup>. Unabhängig von der Ablehnung des Elektrizitätsmarktgesetzes durch das Schweizer Stimmvolk ist diese Liberalisierung des Grosshandels mit Strom auch in der Schweiz längst Wirklichkeit. Die Schweiz, als Drehscheibe im internationalen Stromhandel, konnte sich dieser Entwicklung selbstverständlich nicht entziehen.

### 2. Erhöhung der Risiken

Mit der Liberalisierung und der Privatisierung ging auch die freie Preisfindung für Strom an einem kommerziellen Markt einher. Dies führte zu einem Ansteigen der Volatilität der Strompreise (insbesondere im kurzfristigen Handel) und damit auch zu einer Erhöhung der Risiken. Hinzu kam auch das Gegenparteirisiko, da neu eine Vielzahl von privatrechtlichen Gesellschaften (und nicht mehr nur ein kleiner Kreis von Staatsunternehmungen) als Marktteilnehmer auftraten.

#### a) *Volatilität der Strompreise*

Die Volatilität der Strompreise im kurzfristigen Handel (also am Spotmarkt) lässt sich durch ein aktuelles Beispiel verdeutlichen. Der Juli 2006 war ein ausserordentlich heisser und trockener Monat. Dies führte einerseits zu einem Anstieg der Nachfrage (Stichwort Klimaanlagen) und andererseits zu einer Einschränkung der Produktion (Kühlungsprobleme bei AKW, fehlender Antrieb für Windkraftanlagen, Einschränkung bei der Wasserkraft durch Tiefstände). Die Folge waren Rekordpreise an den europäischen Strombörsen: Am 25. Juli 2006 erreichte der Preis für eine MWh mit 2'000 EUR einen Höchststand, wobei vergleichsweise am 4. September 2006 eine MWh nur EUR 57 kostete. Aber nicht nur das Wetter, sondern auch die Preise für die Primärenergieträger (Öl, Kohle und Gas), Lieferengpässe im Übertragungsnetz, Revisionen von Produktionsanlagen und andere Faktoren (z.B. die Preisentwicklung der CO<sub>2</sub>-Emissionszertifikate) haben einen wesentlichen Einfluss auf die Preisbildung von Strom.

---

<sup>1</sup> Vgl. dazu ANDREAS HÜNERWADEL, Handel mit Strom, in: AJP 6/2003, S. 672 f.; M. STEIGER/B. HUBER, Strommarktliberalisierung in Deutschland, in: Der Schweizer Treuhänder 1-2/02, S. 79; Botschaft zum Elektrizitätsmarktgesetz, S. 7385 ff.

### **b) Gegenparteirisiko**

Das Gegenparteirisiko lässt sich am Beispiel von Enron verdeutlichen: Der Kollaps von Enron führte auch zum Zusammenbruch von Enron's europäischem Stromhandelsgeschäft. Da Enron in kurzer Zeit ein sehr aktiver Handelsteilnehmer geworden war, konfrontierte der Eintritt des Gegenparteirisikos eine Vielzahl von Handelspartnern mit der Tatsache, dass eine Gegenpartei ihre Kontrakte nicht mehr erfüllen konnte.

### **c) Konsequenzen**

Für das Management dieser Risiken wurden zunehmend Techniken und Instrumente aus der Finanzbranche eingesetzt (auch Derivate). Damit einher ging und geht auch eine Zunahme der aufsichtsrechtlichen Regulierung, wie sie auf den Finanzdienstleistungsmarkt Anwendung findet.

## **B. TERMINOLOGIE UND KATEGORIEN**

Beim Handel mit Strom lassen sich verschiedene Kategorien bilden<sup>2</sup>:

- Es wird zunächst zwischen langfristiger und kurzfristiger Lieferung von Strom unterschieden: Die langfristigen Lieferungen, welche nach wie vor den Hauptteil des Handelsvolumens ausmachen, werden in bilateralen Verträgen zwischen Verkäufer (Produzent oder Händler) und Käufer (Verteiler, Endabnehmer oder Händler) abgeschlossen. Auf diesen langfristigen Handel mit physischer Lieferung zwischen den Vertragsparteien wird nachfolgend nicht weiter eingegangen.
- Weiter wird unterschieden zwischen dem Handel über eine Börse (Börsenhandel) und dem ausserbörslichen, bilateralen Handel (sog. OTC-Handel). Vom Volumen her gesehen ist der OTC-Handel gewichtiger, auch wenn das Volumen des Börsenhandels kontinuierlich zunimmt.
- Beim Börsenhandel wird zwischen dem (kurzfristigen) Handel mit physischem Strom (dem Spotmarkt) und dem Handel mit Futures und Optionen (Terminmarkt) unterschieden.
- Der Handel mit (börslich gehandelten) Futures, (OTC gehandelten) Forwards und (börslich und OTC gehandelten) Optionen wird als Derivathandel bezeichnet.
- Sowohl in logistischer Hinsicht, aber auch in Bezug auf die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen spielt die Unterscheidung zwischen physischer Erfüllung bzw. Erfüllbarkeit (sog. Physical Settlement) und bloss finanziellem Ausgleich (sog. Financial Settlement) eine zentrale Rolle. Während bei physischer Erfüllung ein Netzzugang (direkt oder durch eine entsprechende Vereinbarung mit einem Dritten) erforderlich ist, unterliegt der Handel mit finanziell erfüllbaren Derivaten

<sup>2</sup>

Vgl. dazu auch ROLF H. WEBER/BRIGITTA KRATZ, Elektrizitätswirtschaft, Bern 2005, 9 N 6 ff.

und auch der sonstige Handel, welcher nicht auf eine physische Lieferung von Strom ausgerichtet ist, zunehmend aufsichtsrechtlichen Einschränkungen bzw. Bewilligungspflichten<sup>3</sup>.

Die nachfolgenden Ausführungen konzentrieren sich darauf, die Funktionsweise und die Produkte des Börsenhandels (Spotmarkt und Terminmarkt) darzustellen und die aufsichtsrechtlichen Fragestellungen bezüglich des Derivathandels (börslich und OTC) zu beleuchten.

## II. BÖRSENHANDEL

### A. BÖRSEN

#### 1. Übersicht

Die Preisbildung für Strom findet im kurzfristigen Bereich heute massgeblich über die in den letzten Jahren in Europa entstandenen Strombörsen statt. An diesen Strombörsen wird der physische Handel im kurzfristigen Bereich (Spothandel bzw. Day-Ahead-Handel) und der Handel mit Terminkontrakten (Futures und Optionen) sowie neustens auch an einzelnen Börsen mit CO<sup>2</sup>-Emissionszertifikaten durchgeführt.

Der Grosshandelsmarkt in Europa ist in verschiedene Regionen unterteilt. Dies führt zu einer Vielzahl von Strombörsen, was aus der nachfolgenden Darstellung hervorgeht.

Strombörsen in Europa:

Strombörse	Region	Angebot		
		Spotmarkt	Terminmarkt	Emmissionszertifikate
ICE	Grossbritannien	X	X	X
Nordpool	Skandinavien	X	X	X
OMEL/OMIP	Iberien	X	X	
APX/Endex	Niederlande	X	X	
EEX	Deutschland	X	X	X
POLPX	Osteuropa	X	X <sup>4</sup>	X
EXAA	Österreich	X		X
Powernext	Frankreich	X	X	X
IPEX	Italien	X		

Bei dieser Vielzahl von verschiedenen Strombörsen ist es nicht erstaunlich, dass diese nicht einheitlich aufgebaut sind und neben verschiedenen Produkten auch verschiedene Dienstleistungen anbieten. Während sämtliche Börsen eine Aukti-

<sup>3</sup> Vgl. dazu hinten III.

<sup>4</sup> Seit 1. April 2006 suspendiert.

onsplattform für das sog. Matching betreiben, bieten ausgewählte Strombörsen auch die zusätzliche Funktion als zentrale Gegenpartei (Central Counterparty, CCP) an<sup>5</sup>. Ursprünglich waren die Strombörsen in Europa so konzipiert, dass sie lediglich das Matching durchführten und die Handelsteilnehmer danach in bilaterale Verträge eintraten. Im Zuge der Strommarktliberalisierung hatte sich jedoch eine Vielzahl von zum Teil ungenügend kapitalisierten Handelsteilnehmern breit gemacht. Der Zusammenbruch von Enron und andere Fälle führten zu erheblichen Ausfällen; die Stromhandelsbranche wurde mit dem Gegenparteirisiko im liberalisierten Strommarkt konfrontiert. In der Folge führten die Stromhändler klare Handelslimiten ein, wodurch der Stromhandel (sowohl der Börsenhandel als auch der OTC-Handel) an Volumen einbüßte. Vor diesem Hintergrund gewann der Wert einer zentralen Gegenpartei, wodurch die Börse für die Handelsteilnehmer das Gegenparteirisiko übernimmt, zunehmend an Bedeutung. Heute sind einzelne Strombörsen als zentrale Gegenparteien eingerichtet<sup>6</sup>, während andere Strombörsen sich immer noch auf das Matching beschränken<sup>7</sup>.

Die Funktionsweise einer Strombörse soll am Beispiel der EEX European Energy Exchange in Leipzig kurz skizziert werden<sup>8</sup>. Dabei wird auch die englische Terminologie angeführt, da diese im Handel gebräuchlich ist. Die Darstellung erfolgt notgedrungen vereinfacht<sup>9</sup> und kann graphisch wie folgt abgebildet werden:

---

<sup>5</sup> MARTIN HESS, Die zentrale Gegenpartei im Effektenhandel – rechtliche Aspekte des Clearing, in: AJP 6/2004, S. 687 ff.

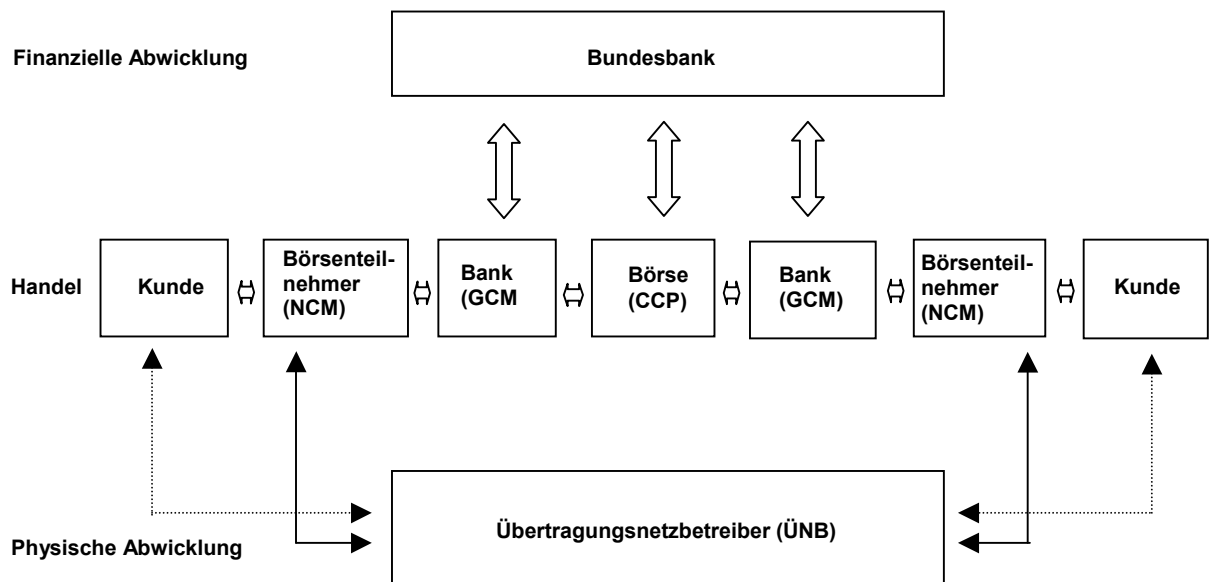
<sup>6</sup> So z.B. EEX, Nordpool oder ICE.

<sup>7</sup> So z.B. Powernext oder OMEL.

<sup>8</sup> Die Liberalisierung ist neben Skandinavien in Deutschland am weitesten fortgeschritten. Deutschland hatte bereits im April 1998 den Strommarkt mit einem "Big Bang" vollständig liberalisiert.

<sup>9</sup> Detaillierte Beschreibungen der Prozesse sind in den Unterlagen EEX-Terminmarktkonzept, EEX-Spotmarktkonzept und EEX-Margining, welche über die Website der EEX [www.eex.de](http://www.eex.de) zugänglich sind, enthalten.

## Börsenhandel am Terminmarkt der EEX:



## 2. Börsenhandel an der EEX

### a) *Handel (Preisfindung und Clearing)*

Börse: Die EEX AG als Börse führt das Auktionsverfahren (Matching) durch und fungiert als zentrale Gegenpartei (Central Counterparty, CCP) und Clearing House<sup>10</sup>.

General Clearing Member (GCM): Die EEX AG schliesst ihre Kontrakte ausschliesslich mit Banken ab, welche bei der Bundesbank über entsprechende Abwicklungsmöglichkeiten verfügen. Diese Banken bieten ihre Dienste den Börsenteilnehmern an (als sog. GCM) oder handeln direkt (sog. Direct Clearing Member, DCM). Der GCM hat der Börse die erforderlichen und von der Börse berechneten Sicherheiten und Ausgleichszahlungen (Collateral und Margin) zu stellen bzw. zu leisten.

Non Clearing Member (NCM): Börsenteilnehmer, welche nicht über entsprechende Abwicklungsmöglichkeiten verfügen, schliessen mit dem GCM eine Vereinbarung und leisten diesem Sicherheiten für die Weiterverpfändung<sup>11</sup> an die Börse.

<sup>10</sup> Bei einzelnen Börsen wie z.B. der ICE oder der OMIP treten überdies unterschiedliche Gesellschaften als Betreiber der Auktionsplattform und als zentrale Gegenpartei/Clearing House auf.

<sup>11</sup> Zu aufsichtsrechtlichen Einschränkungen der Weiterverpfändung vgl. HÜNERWADEL, a.a.O., S. 676 und MARTIN HESS, a.a.O., S. 697 ff. sowie EBK-BULLETIN 43/2003, S. 62 ff.

Kunde: Tritt ein NCM als Kundenhändler auf, schliesst er eine entsprechende Handelsvereinbarung mit dem Kunden, welcher ihm die erforderlichen Sicherheiten und Zahlungen leisten muss (zur Weiterverpfändung bzw. Weiterleitung an den GCM und an die Börse).

**b) *Finanzielle Abwicklung (Financial Settlement)***

Die finanzielle Abwicklung der Kontrakte findet durch Verrechnung der entsprechenden Konti der GCM und der EEX AG bei der Bundesbank statt. Beim Spothandel betrifft dies den Kaufpreis, beim Handel mit Terminkontrakten betrifft dies zusätzlich noch die finanzielle Erfüllung (wo eine solche vorgesehen ist).

**c) *Physische Abwicklung (Physical Settlement)***

Die physische Erfüllung erfordert die Kapazität, Strom ins Übertragungsnetz einspeisen bzw. aus diesem entnehmen zu können. Die physische Erfüllung erfolgt durch Meldung des sog. Fahrplanes (Schedule) an den Übertragungsnetzbetreiber (ÜNB; Grid Operator). Verfügt ein Handelsteilnehmer nicht über die Fähigkeit der physischen Erfüllung, so muss er mit einem dazu fähigen Unternehmen eine entsprechende Vereinbarung abschliessen.

## **B. PRODUKTE**

Die nachfolgenden Ausführungen beschränken sich auf den Spotmarkt und den Terminmarkt am Beispiel der EEX. Auf den Handel mit Emissionszertifikaten sowie auf die OTC-gehandelten Forwards oder sonstige OTC-gehandelte Derivate wird an dieser Stelle nicht eingegangen. Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich deshalb nur auf die an der EEX gehandelten Futures. Dabei handelt es sich um standardisierte Produkte, da nur diese für den Börsenhandel geeignet sind (daneben gibt es im OTC-Bereich eine wachsende Zahl von individualisierten Produkten).

### **1. Spotkontrakte**

**a) *Charakteristiken***

Am EEX-Spotmarkt können Spotkontrakte auf Strom gehandelt werden. Die Spotkontrakte an der EEX unterscheidet man nach der Lieferdauer des Stromes in Stunden- und Blockkontrakte.

Es werden Stundenkontrakte für jede Stunde eines Tages gehandelt (damit pro Tag 24 verschiedene Stundenkontrakte).

Als Blockkontrakte werden eine Tages-Grundlastlieferung (Base Load-Kontrakt) und eine Tages-Spitzenlastlieferung (Peak-Load-Kontrakt) sowie eine Wochenend-Grundlastlieferung (Weekend-Base-Load-Kontrakt) gehandelt.

Lieferorte des Stroms können fünf Regelzonen von definierten Übertragungsnetzbetreibern sein. Für jeden Liefertag gibt es demnach 5 x 24, d.h. 120 Stundenkontrakte.

#### **b) Verwendungszweck**

Der Handel von Stundenkontrakten ermöglicht den Handelsteilnehmern, ein stundenscharfes Gleichgewicht ihres Bezugs- und Absatzportfolios zu erreichen sowie den Einsatz von Stromerzeugungsanlagen zu optimieren. Übersteigen z.B. die Produktionskosten einer Anlage den Marktpreis, bleibt die Anlage ausser Betrieb und der Bedarf wird am Spotmarkt eingekauft (zusätzlich können die für die Produktion erforderlichen Emissionszertifikate am Markt verkauft werden).

## **2. Terminkontrakte**

#### **a) Charakteristiken**

Bei den Stromfutures wird zwischen solchen mit physischer Erfüllung (physische Stromfutures) und solchen mit finanzieller Erfüllung (finanzielle Stromfutures) unterschieden. Beim physischen Stromfuture wird Lieferung einer definierten Menge Strom während einem in der Zukunft liegenden definierten Zeitraum zu einem fixen Preis vereinbart. Bei finanziellen Stromfutures vereinbaren die Parteien, die Preisdifferenz zwischen dem vereinbarten Preis und dem zukünftigen Marktpreis für eine definierte Stromlieferung in bar auszugleichen.

Am EEX-Terminmarkt können verschiedene Stromoptionen gehandelt werden. Stromoptionen werden nach Ausübung durch Einbuchung einer korrespondierenden Futuresposition erfüllt. Der Basiswert ist also ein Future.

#### **b) Verwendungszweck**

Futures- und Optionskontrakte können zur Absicherung (Hedging) gegen fallende oder steigende Strompreise genutzt werden oder auch zur Spekulation (Arbitrage).

### III. DERIVATHANDEL

Die Ausführungen zum Derivathandel beschränken sich auf die aufsichtsrechtlichen Aspekte.

#### A. GRUNDSÄTZE

Die aufsichtsrechtliche Regulierung des Stromhandels durch die Finanzmarktaufsichtsbehörden<sup>12</sup> ist erst mit der Liberalisierung des Stromhandels und der Einrichtung der Strombörsen in Europa zum Thema geworden. Die Regulierung und Praxis hierzu ist insbesondere in der Schweiz noch nicht weit fortgeschritten. Zu dieser Finanzmarktaufsicht werden einige Punkte herausgegriffen.

In grundsätzlicher Hinsicht kann Folgendes festgehalten werden:

- Physische Erfüllung: Verträge über die physische Lieferung von Strom unterliegen grundsätzlich nicht der regulatorischen Aufsicht.
- Finanzielle Erfüllung: Der Stromhandel mit rein finanzieller Erfüllung unterliegt grundsätzlich der Aufsicht (im OTC-Bereich und im Börsenhandel).
- Möglichkeit physischer oder finanzieller Erfüllung: Hier stellen sich im OTC-Bereich in der Praxis schwierige Abgrenzungsfragen. Auf diese Abgrenzungsfragen wird nachstehend unter C eingegangen.

#### B. BÖRSENHANDEL

Für Schweizer Handelsteilnehmer an den europäischen Terminmärkten ist die aufsichtsrechtliche Frage einfach zu beantworten: Jeder Handelsteilnehmer muss zumindest Effektenhändler sein und damit einer Aufsicht durch die EBK unterstehen. Beim Börsenhandel spielt also die Abgrenzung zwischen physischer Erfüllung und finanzieller Erfüllung keine Rolle, dies aus folgendem Grund: Da die ausländischen Strombörsen schweizerischen Handelsteilnehmern Zugriff auf ihre Handelsplattformen ermöglichen (sog. Remote Access), unterstehen sie nach Art. 37 BEHG und Art. 14 BEHV einer Bewilligungspflicht als ausländische Börse. Gemäss Art. 2 lit. b und Art. 7 BEHG darf eine Börse nur Effektenhändlern Zugang zum Handel gewähren. Aufgrund dieser gesetzlichen Ausgangslage verfügt die EBK in der Zulassung der ausländischen Strombörse eine Auflage, wonach diese in der Schweiz nur von der EBK überwachte Institute als Handelsteilnehmer aufnehmen darf<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> In der Schweiz ist dies die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) und in Deutschland die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

<sup>13</sup> Vgl. dazu HÜNERWADEL, a.a.O. S. 676. Die Teilnahme von Schweizer Handelsmitgliedern am Spotmarkt ist demgegenüber nicht auf Effektenhändler beschränkt.

## C. OTC-HANDEL

### 1. Beispiel Deutschland

#### a) *Voraussetzungen der Aufsichtspflicht*

Nachfolgend wird die Haltung der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) dargestellt, da nicht nur die Liberalisierung des Strommarktes sondern entsprechend auch dessen Regulierung in Deutschland weiter fortgeschritten ist, als in der Schweiz. Im Bereich des OTC-Handels von physisch oder finanziell erfüllbaren Derivaten ergeben sich in der Praxis schwierige Abgrenzungsfragen, und die Positionen der verschiedenen Aufsichtsbehörden sind noch nicht abschliessend bezogen.

Die BaFin hat folgende grundsätzliche Haltung zur Qualifikation eines Stromkontraktes als Derivat und damit als Finanzinstrument i.S.d. Kreditwesengesetzes (KWG) kommuniziert<sup>14</sup>: OTC-Termingeschäfte werden von der BaFin dann als Derivate behandelt, wenn die Geschäfte darauf abzielen, nicht physisch erfüllt zu werden. Massgebend ist damit die Absicht, ein Differenzgeschäft zu tätigen. Dabei unterscheidet die BaFin zwischen einem erkennbaren Abzielen auf nicht physische Erfüllung (so wenn die vertragliche Vereinbarung die Zahlung eines Differenzausgleiches statt einer physischen Erfüllung vorsieht; sog. offenes Differenzgeschäft) und eines sich bloss aus den Umständen der Vertragsschliessung ergebenden Abzielens auf nicht physische Erfüllung (sog. verdecktes Differenzgeschäft). Letzteres ist z.B. dann der Fall, wenn der Vertragspartner gar nicht in der Lage ist, Strom in der vereinbarten Menge abzunehmen bzw. zu liefern<sup>15</sup>. Aus regulatorischer Sicht ist wesentlich, dass sich mit der finanziellen Erfüllbarkeit ein Leverage-Effekt erzielen lässt.

Wer in Deutschland gewerbsmässig Finanzdienstleistungen in Bezug auf Finanzinstrumente erbringt, unterliegt einer Bewilligungspflicht (§ 32 KWG). Ob eine Finanzdienstleistung vorliegt oder nicht, ist wiederum eine Abgrenzungsfrage<sup>16</sup>. So erklärt die BaFin den Eigenhandel mit Derivaten zur Absicherung

<sup>14</sup> JOCHEN SANIO, Anforderungen des KWG an die Energiewirtschaft, Vortrag 13. Februar 2002, zugänglich über [www.bafin.de](http://www.bafin.de): BAFIN, Hinweise zur Erlaubnispflicht von Geschäften im Zusammenhang mit Stromhandelsaktivitäten, Juli 2003.

<sup>15</sup> In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass z.B. ein physischer Stromforward jederzeit am Spotmarkt durch das Eingehen eines inversen Kontraktes glattgestellt werden kann.

<sup>16</sup> Als erlaubnispflichtige Finanzdienstleistungen werden das Finanzkommissionsgeschäft (Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten im eigenen Namen für fremde Rechnung), die Anlagevermittlung (Vermittlung von Geschäften über Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten), die Abschlussvermittlung (Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten im fremden Namen für eigene Rechnung), die Finanzportfolioverwaltung (Verwaltung von Finanzinstrumenten für andere mit Entscheidungsspielraum), soweit nicht eine reine Beratungsdienstleistung hinsichtlich Strategie und Risikomanagement erbracht wird, sowie der Eigenhandel (Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten als Eigenhändler für andere, insbesondere im Rahmen des Market Making), wobei der Eigenhandel zur Absicherung eigener Risiken bewilligungsfrei ist. BAFIN, Hinweise zur Erlaubnispflicht von Geschäften im Zusammenhang mit Stromhandelsaktivitäten, Juli 2003.

physischer Positionen nicht als Finanzdienstleistung, den Eigenhandel im Rahmen eines Market Makings hingegen schon<sup>17</sup>.

Wie aus der Finanzbranche einlässlich bekannt ist, hat die BaFin die Anforderungen für eine Erbringung von Finanzdienstleistungen durch Schweizer Anbieter in Deutschland massiv verschärft<sup>18</sup>. Diese Diskussion, welche in den Medien vor allem für die Banken und Vermögensverwalter geführt wurde und zu Vorstössen auf politischer Ebene geführt hat, gilt jedoch ebenso für den Handel mit Stromderivaten.

### **b) Handlungsalternativen**

Erbringt ein Schweizer Stromhändler gewerbsmässig in Deutschland Finanzdienstleistungen mittels Finanzinstrumenten, fällt er unter die Bewilligungspflicht nach § 32 KWG, soweit nicht ein Ausnahmetatbestand<sup>19</sup> vorliegt. Eine Anerkennung der Herkunftsaufsicht ist für schweizerische Institute ausgeschlossen, da diese nach Auffassung der BaFin nicht vom sog. Europäischen Pass Gebrauch machen können<sup>20</sup>. Es ist deshalb zwingend erforderlich, dass der Schweizer Stromhändler von der BaFin beaufsichtigt wird. Die BaFin verlangt dafür jedoch, dass der Schweizer Stromhändler in Deutschland eine Niederlassung errichtet und diese um eine Bewilligung bei der BaFin nachsucht<sup>21</sup>.

Als Alternative verbleibt im Moment lediglich die Freistellung eng definierter Finanzdienstleistungen, welche die BaFin auf Gesuch hin vornehmen kann. Für die Freistellung nach § 2 Abs. 4 KWG ist jedoch eine äquivalente Überwachung am Herkunftsort (konkret eine Effektenhändlerlizenz der EBK) erforderlich.

<sup>17</sup> BAFIN, Hinweise zur Erlaubnispflicht von Geschäften im Zusammenhang mit Stromhandelsaktivitäten, Juli 2003.

<sup>18</sup> BAFIN, Hinweise zur Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 KWG in Verbindung mit § 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG von grenzüberschreitend betriebenen Bankgeschäften und/oder grenzüberschreitend erbrachten Finanzdienstleistungen, April 2005; HANS PETER SCHWINTOWSKI, Die rechtlichen Rahmenbedingungen grenzüberschreitend tätiger schweizerischer Vermögensverwalter, in: AJP 4/2005, S. 457 ff.; FRANK PUDERBACH/INES ZENKE, in: ZENKE/ELLWANGER, Handel mit Energiederivaten, München 2003, S. 29 ff.

<sup>19</sup> Konzernprivileg (Handel ausschliesslich für Mutter-, Tochter- oder Schwesterunternehmen) und Terminbörsenprivileg (Börsenhandel für andere Börsenmitglieder, insbesondere Market Making). BAFIN, Hinweise zur Erlaubnispflicht von Geschäften im Zusammenhang mit Stromhandelsaktivitäten, Juli 2003.

<sup>20</sup> Dieser Fragenkomplex lag dem Europäischen Gerichtshof zur Beurteilung vor in einem Fall, in welchem sich ein Schweizer Anbieter von Finanzdienstleistungen auf die auch Nicht-EU-Mitgliedern offen stehende Kapitalverkehrsfreiheit berief (Fall Fidium Finanz AG; NZZ vom 25. Juli 2006, S.34, Darf Deutschland seine Bürger vor Schweizer Banken schützen? In Erwartung eines wegweisenden Urteils des Europäischen Gerichtshofs). Der EuGH hat diese Argumentation jedoch mit Entscheidung vom 3. Oktober 2006 verworfen (NZZ vom 4. Oktober 2006, S. 20 f., Zulässige Hürden für Kredite aus der Schweiz. Brisantes EuGH-Urteil – Grundsatzbedeutung umstritten).

<sup>21</sup> Zu den Folgen einer Unterstellung vgl. nachstehend III. D.

## 2. Revidierte EU-Richtlinie (MiFID)

Die EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)<sup>22</sup>, welche seit 2004 in Kraft steht und bis Ende Januar 2007 von den Mitgliedstaaten in nationales Recht umgesetzt werden (und dieses wiederum bis Ende November 2007 in Kraft treten) muss, wird für den Rohwarenhandel (und damit auch für den Stromhandel) einen weiteren Regulierungsschub bringen. Im Gegensatz zur Vorgängerrichtlinie<sup>23</sup> wird von der MiFID auch der Stromhandel erfasst. In die Definition des Begriffes "Finanzinstrumente" in Abschnitt C von Anhang I der MiFID werden neu Derivate auf Waren, die bar abgerechnet werden müssen oder können (Ziff. 5) oder die zwar effektiv geliefert werden können, jedoch an einem geregelten Markt und/oder über eine Handelsplattform (Multilateral Trading Facility; MTF) gehandelt werden (Ziff. 6), als Finanzinstrumente erfasst. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass der OTC-Handel mit Forwards vorwiegend über Handelsplattformen abgewickelt wird.

Auf weitere Merkmale der MiFID kann an dieser Stelle nicht weiter eingetreten werden<sup>24</sup>. Die MiFID führt zu einer Vielzahl von schwierigen Abrenzungsfragen, insbesondere im OTC-Handel. Aber auch die Umsetzung der MiFID ins nationale Recht ist noch weitgehend ungeklärt.

## D. KONSEQUENZEN

Die Auswirkungen der aufsichtsrechtlichen Erfassung des Stromhandels sind für die Branche mit gravierenden Folgen und Kosten verbunden. Zum einen führt eine Tätigkeit im aufsichtsrechtlichen Bereich zu einer permanenten Aufsicht durch die Finanzmarktaufsichtsbehörde, in der Schweiz durch die EBK. Es muss m.a.W. um eine Effekthändlerbewilligung nachgesucht werden<sup>25</sup>. Dabei sind die detaillierten Bewilligungsanforderungen (insbesondere im Bereich von Organisation und IT) nicht nur im Zeitpunkt der Bewilligung, sondern während der gesamten Dauer der Effekthändlertätigkeit zu erfüllen. Dies ist mit grossem Aufwand und mit erheblichen Kosten verbunden.

Andererseits sind auch die Eigenkapitalanforderungen einzuhalten. Diese Anforderung stellt insbesondere für einen Stromhändler, der auch in der Stromproduktion tätig ist, eine nur schwer überwindbare Hürde dar.

Es liegt deshalb nahe, den bewilligungspflichtigen Teil der Stromhandelstätigkeit in eine eigene Gesellschaft auszulagern und nur dieser Gesellschaft den Effekthändlerstatus zu verschaffen.

<sup>22</sup> Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), abgedruckt im Amtsblatt der EU-Kommission Nr. L 145 vom 30. April 2004, S.1.

<sup>23</sup> Investment Services Directive (ISD).

<sup>24</sup> Vgl. dazu HANS-MARTIN KOOPMANN, Investment Services Directive und Handel in Energiederivaten, in: Recht der Energiewirtschaft, Heft 1/2004, S. 1 ff.

<sup>25</sup> Z.B. für den Kundenhandel, den Eigenhandel über dem Schwellenwert von CHF 5 Mrd. pro Jahr oder für die Tätigkeit als Derivathaus oder als Market Maker.

## IV. SCHLUSSFOLGERUNG

Durch die Liberalisierung und Privatisierung hat sich der Stromhandel Europas in den letzten zehn Jahren massiv verändert. Heute wird Strom wie andere Rohwaren gehandelt.

Dadurch haben sich die Risiken Im Stromhandel, insbesondere die Preisvolatilität und das Gegenparteirisiko, massiv verschärft. Die in ganz Europa entstandenen Stromhandelsbörsen und die Weiterentwicklung der OTC gehandelten Produkte erlauben es heute einem Stromhändler, seine Positionen mit Derivaten abzusichern. Mit solchen Instrumenten kann aber gleichzeitig das Spekulationsgeschäft (mit entsprechender Hebelwirkung) betrieben werden. Mit dem Einzug der Stromderivate hat sich auch die finanzmarktrechtliche Aufsicht als zusätzliche Regulierungsebene über einen wesentlichen Teil der Stromhandelsaktivitäten gelegt.

Die EBK, als zuständige Finanzmarktaufsichtsbehörde in der Schweiz, hat (anders als die BaFin in Deutschland) ihre Position zu den sich stellenden aufsichtsrechtlichen Fragen noch nicht definiert, was angesichts der wenigen bisher im Effektenhändlerstatus registrierten Stromhändler aber auch nicht verwunderlich ist. Die zunehmende Regulierung des Stromhandels in Europa, welche durch die Umsetzung der MiFID nochmals beschleunigt wird, bringt für sämtliche Stromhändler grosse Ungewissheiten. Gewiss ist heute jedoch, dass die (finanzmarktrechtliche) Regulierung des Stromhandels kontinuierlich zunehmen wird.

\*\*\*\*\*