

SCHWINTOWSKI • SCHOLZ • SCHULER (Hrsg.)

Handbuch Energiehandel

5., völlig neu bearbeitete und wesentlich erweiterte Auflage



Handbuch Energiehandel

Herausgegeben von

Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski

Humboldt Universität zu Berlin

Frank Scholz

Vattenfall

Dr. Andreas Schuler

Chief Risk Officer, Vice President, Vattenfall

Mit Beiträgen von

Britta Berlinghof, Commercial Project Manager;

Dr. Jörg Fried, Rechtsanwalt;

Dr. Philipp A. Härle, Rechtsanwalt, Fachanwalt Versicherungsrecht, Fachanwalt
Bank- und Kapitalmarktrecht;

Prof. Dr. Kai Hufendiek, Universität Stuttgart, IER;

Dr. Christian Köhler, LL. M. (Cornell), M.Sc.;

Dr. Thomas Pilgram, Dipl.-Kfm., Dipl.-Volksw.;

Frank Scholz, Dipl.-Kfm., Dipl.-Volksw.;

Dr. Andreas Schuler, Dipl.-Ing.:

Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski, Humboldt Universität zu Berlin;

Henrik Specht, Dipl.-Volksw.

5., völlig neu bearbeitete und wesentlich erweiterte Auflage

ERICH SCHMIDT VERLAG

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Weitere Informationen zu diesem Titel finden Sie im Internet unter

<https://ESV.info/978-3-503-20020-7>

Zitievorschlag:

Bearbeiter, in: Schwintowski/Scholz/Schuler (Hrsg.), Handbuch Energiehandel, 5. Aufl. 2021

1. Auflage 2006
2. Auflage 2010
3. Auflage 2014
4. Auflage 2018
5. Auflage 2021

Das Werk erschien bis zur 3. Auflage unter der alleinigen Herausgeberschaft von Schwintowski.

ISBN 978-3-503-20020-7 (gedrucktes Werk)

ISBN 978-3-503-20021-4 (eBook)

Alle Rechte vorbehalten

© Erich Schmidt Verlag GmbH & Co. KG, Berlin 2021

www.ESV.info

Druck: Hubert & Co., Göttingen

Vorwort zur 5. Auflage

Die 5. Auflage des Handbuchs Energiehandel steht ganz im Zeichen von Corona. Die Auswirkungen dieser weltweiten Pandemie, vor allem auf das Risikomanagement im Energiehandel, sind vielfältig und komplex. Ganz besonders plastisch hat das *Britta Berlinghof* in ihrem Bericht über einen Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna dargestellt. Hier werden am Beispiel Corona konkrete Hinweise und Vorgehensweisen benannt, wie man in Großkrisen (z. B. einem „schwarzen Schwan“) aktionsfähig bleibt und den Risiken begegnen kann. Dies ist auch inspirierend für Handlungsmöglichkeiten in anderen Bereichen, wie zum Beispiel dem Vertrieb. Corona hinterlässt tiefen Spuren in vielen Branchen und beeinflusst damit sowohl den Energieverbrauch als auch die Liquidität und die Bonität der betroffenen Unternehmen. Es gibt positive und negative Auswirkungen auf den Handel mit Energie und damit völlig neue Herausforderungen für die Energiehändler.

Die Herausforderungen betreffen sowohl den ökonomischen als auch den rechtlichen Hintergrund des Energiehandels und damit alle Ebenen, die in diesem Handbuch aufgearbeitet und aktualisiert worden sind. Besonders erfreulich ist es, dass Herr Rechtsanwalt, *Dr. Christian Köhler*, das Werk mit einem Kapitel zu den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an den Energiehandel aus Sicht der BaFin kompletiert.

Das Werk befindet sich auf dem Stand Juni 2021.

Berlin, im August 2021

Die Herausgeber

Vorwort zur 1. Auflage

Mit dem Handbuch Energiehandel wird der Versuch unternommen, die Formen des Energiehandels in Deutschland – einschließlich der Bezüge zum Europäischen Gemeinschaftsrecht – für die Praxis zu erfassen. Das Werk besteht aus vier Teilen. Der erste Teil beschäftigt sich mit dem Handel over the counter (OTC-Handel). Es geht um die Formen des OTC-Handels, seine Rolle und Funktion, die Produkte, die Entwicklung des Handels, die Marktteilnehmer und die Systeme. Der OTC-Handel wird im europäischen Kontext (grenzüberschreitender Stromhandel) dargestellt. Sodann geht es um Handel und Regulierung, insbesondere um die Rahmenbedingungen für einen verlässlichen Handel.

Im Kapitel zur rechtlichen Bewältigung des OTC-Handels geht es um die rechtlichen Voraussetzungen und die Formen des Handels, ebenso wie um die vertraglichen Grundlagen in Deutschland und Europa. Die vertragsrechtlichen Aspekte typischer OTC-Verträge am Beispiel der E-FET-Rahmenverträge werden entwickelt. Daneben stehen die Besonderheiten des Handels mit CO₂-Emissionszertifikaten und des Handels mit Kohle sowie mit Energiederivaten. Handelssicherheiten und OTC-Verträge in der Insolvenz schließen dieses Kapitel ab.

Der zweite Teil des Buches betrifft den für die Praxis immer wichtiger werdenden Handel an der EEX. Auch hier wird zunächst aus der Perspektive der Praxis der Handel an der EEX selbst vorgestellt. Es geht um die Einordnung der Strombörsen, die Organisationsgrundlagen der EEX, die Märkte und Produkte an der EEX, das Clearing von Börsengeschäften und die Transparenz des Börsenhandels. In einem zweiten Schritt geht es um die rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX. Differenziert wird zwischen dem Börseninnen- und dem Börsenaußengeschäft. Die Geschäftsabschlüsse am EEX Spotmarkt werden dargestellt, ebenso wie diejenigen am EEX Terminmarkt.

Der dritte Teil beschäftigt sich mit dem Risikomanagement. Erneut geht es zunächst um den Blick auf die Praxis des Risikomanagements im Energiehandel. Wieso ist ein Risikomanagement überhaupt notwendig? Die Aufbauorganisation und die Ablauforganisation des Risikomanagements wird entwickelt. Daneben steht der für die Praxis außerordentlich wichtige Bereich des Risikocontrollings einschließlich der praktischen Inhalte des Risikocontrollings. Die Darstellung schließt mit Steuerungsmodellen. Um ein anschauliches Beispiel für die Fragen zu geben, die ein typischer Energiehändler zu bewältigen hat, gibt es im Anhang einen aus der Praxis entwickelten Text, der einen Tag im Leben eines typischen Händlers darstellt.

Die rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel schließt sich an. Es geht um die Grundlagen im Aktienrecht und um die Beziehungen zum Bilanz- und zum Prüfungsrecht. Geklärt werden die einzelnen Tatbestandsvoraussetzungen des § 91 II AktG, verbunden mit der Frage, ob die von der

Vorwort zur 1. Auflage

BaFin aus der Perspektive des Kreditwesengesetzes vorgegebenen Mindestanforderungen aktienrechtlich verbindlich oder doch zumindest state of the art sind. Einbezogen werden die MaRisk ebenso wie die Auswirkungen auf die Prüfpflichten des Aufsichtsrates und der Wirtschaftsprüfer.

Der vierte Teil des Buches verzichtet auf die für die drei anderen Teile typische Zweiteilung in Praxis einerseits und rechtliche Bewältigung andererseits. In diesem vierten Teil geht es um die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für den Energiehandel. Hier kann es nur um eine Darstellung aus der Perspektive des geltenden Aufsichtsrechts im Kreditwesengesetz gehen.

Entsprechend der Zielsetzung, ein Handbuch des Energiehandels für die Praxis vorzulegen, handelt es sich bei den Autoren/innen um ausgewiesene Praktiker mit großer Erfahrung und Kompetenz in den von ihnen jeweils betreuten Kapiteln. Für den Inhalt der einzelnen Kapitel sind die Autoren/innen selbst verantwortlich. Die Verantwortung für die Gesamtredaktion lag beim Herausgeber. Für die hervorragende Betreuung der Autoren/innen in der Veröffentlichungsphase gebührt Frau Wiss. Ass. Janine Bosien (Mitarbeiterin am EWeRK in der Humboldt-Universität zu Berlin) großer Dank.

Berlin, im Januar 2006

Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski

Inhaltsübersicht

Vorwort zur 5. Auflage	<u>V</u>
Vorwort zur 1. Auflage	<u>VII</u>
Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)	<u>1</u>
Zweiter Teil: Der Handel an der EEX	<u>299</u>
Dritter Teil: Risikomanagement	<u>443</u>
Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen	<u>601</u>
Anhang: Beispiele zum Risikomanagement	<u>659</u>
Autorenverzeichnis	<u>703</u>
Glossar	<u>711</u>
Stichwortverzeichnis	<u>755</u>

Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur 5. Auflage	<u>V</u>
Vorwort zur 1. Auflage	<u>VII</u>
Inhaltsübersicht	<u>IX</u>
Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)	<u>1</u>
A. Grundlagen des Energiehandels (<i>Kai Hufendiek</i>)	<u>3</u>
Inhaltsübersicht	<u>3</u>
Literatur	<u>3</u>
I. Grundlagen von Commodity-Märkten	<u>6</u>
II. Energiemärkte	<u>49</u>
III. Organisation eines Energiehandelshauses	<u>88</u>
B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels (<i>Jörg Fried</i>)	<u>93</u>
Inhaltsübersicht	<u>93</u>
Literatur	<u>95</u>
I. Grundlagen	<u>103</u>
II. Vertragsrechtliche Aspekte typischer OTC-Verträge am Beispiel der EFET-Rahmenverträge	<u>127</u>
III. Besonderheiten des Handels mit CO ₂ -Emissionszertifikaten	<u>204</u>
IV. Besonderheiten des Handels mit Kohle	<u>219</u>
V. Handel mit Energiederivaten	<u>226</u>
VI. Handelssicherheiten	<u>238</u>
VII. OTC-Verträge in der Insolvenz	<u>256</u>
VIII. Fazit und Ausblick	<u>297</u>
Zweiter Teil: Der Handel an der EEX	<u>299</u>
A. Formen des Handels an der EEX (<i>Thomas Pilgram</i>)	<u>301</u>
Inhaltsübersicht	<u>301</u>
Literatur	<u>302</u>
I. Einordnung der Strombörsen	<u>305</u>
II. Organisationsgrundlagen der EEX	<u>312</u>
III. Produkte und Märkte	<u>330</u>
IV. Das Clearing von Börsengeschäften	<u>353</u>
V. Bedeutung von Erneuerbaren Energien und Händlern an den Märkten	<u>367</u>
VI. Diskussion wichtiger Funktionen des Clearings	<u>369</u>
VII. Fazit	<u>383</u>
B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX (<i>Philipp A. Härtle</i>)	<u>385</u>
Inhaltsübersicht	<u>385</u>
Literatur	<u>386</u>
I. Rechtsgrundlagen	<u>387</u>
II. Beteiligte am EEX Spot- und Terminmarkt	<u>389</u>

Inhaltsverzeichnis

III.	Kontraktspezifikation	397
IV.	Handel	402
V.	Störungen des Schuldverhältnisses	410
Dritter Teil: Risikomanagement		443
A.	Formen des Risikomanagements im Energiehandel (<i>Frank Scholz, Andreas Schuler</i>)	445
	Inhaltsübersicht	445
	Literatur	446
I.	Einleitung	449
II.	Notwendigkeit Risikomanagement	456
III.	Aufbauorganisation Risikomanagement	465
IV.	Ablauforganisation Risikomanagement	474
V.	Risikocontrolling	485
VI.	Praktische Inhalte des Risikocontrollings	500
VII.	Steuerungsmodelle	540
VIII.	Zusammenfassung	547
B.	Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel (<i>Hans-Peter Schwintowski</i>)	549
	Inhaltsübersicht	549
	Literatur	549
I.	Der gesetzliche Auftrag – § 91 II AktG	554
II.	Derivate – EMIR	558
III.	Risiken durch Unterlassen	563
IV.	Compliance durch REMIT	564
V.	Unternehmensgegenstand vs. Risikomanagementsystem?	565
VI.	Das Risikoüberwachungssystem nach § 91 II AktG	567
VII.	Überwachungspflichten des Aufsichtsrates	593
VIII.	Prüfung durch den Wirtschaftsprüfer	594
IX.	Rechtsfolgen bei Verstößen gegen § 91 AktG	598
Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen		
	(<i>Christian Köhler</i>)	601
	Inhaltsübersicht	603
	Literatur	604
I.	Überblick	605
1.	Spotgeschäfte	605
2.	Termingeschäfte	606
II.	Erlaubnispflicht nach dem Kreditwesengesetz	607
1.	Adressatenkreis	607
2.	Erlaubnispflichtige Geschäfte	612
3.	Erlaubnispflichtige Geschäfte	614
III.	Integrität der Energiemärkte	634
1.	Marktmissbrauchsverordnung (MAR)	634
2.	Verordnung über die Integrität und Transparenz auf Energiegroßhandelsmärkten (REMIT)	642

Inhaltsverzeichnis

IV. EMIR	647
1. Anwendungsbereich	648
2. Zentrales Clearing	648
3. Risikomanagement	650
4. Meldung an Transaktionsregister	654
V. Plattformzwang für OTC-Derivate	654
1. Erfasster Personenkreis	655
2. Erfasste Geschäfte	655
VI. Positionslimite und -meldungen bei Warenderivaten	655
1. Positionslimite	655
2. Positionsmeldungen	657
Anhang: Beispiele zum Risikomanagement	659
Ein Tag im Leben des Händlers Arthur Zahn (<i>Henrik Specht</i>)	661
Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna (<i>Britta Berlinghof</i>)	679
Autorenverzeichnis	703
Glossar	711
Stichwortverzeichnis	755

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

A. Grundlagen des Energiehandels

Inhaltsübersicht

I. Grundlagen von Commodity-Märkten.....	1
1. Einführung Handel.....	1
a) Historischer Rückblick	1
b) Handel aus volkswirtschaftlicher Sicht.....	3
2. Funktion von Märkten	6
a) Aufgabe von Märkten.....	6
b) Vollkommener Markt.....	11
3. Eigenschaften von Commodity-Märkten	13
a) Commodities.....	13
b) Preisbildung	14
c) Märkte.....	34
d) Produkte.....	54
4. Energiemärkte als spezielle Commodity-Märkte	74
a) Historische Entwicklung.....	76
b) Leistungsgebundene Energiewirtschaft.....	79
c) Nutzen von wettbewerblichen Energiemärkten	93
5. OTC-Handel in Energiemärkten	99
II. Energiemärkte	103
1. Überblick	103
2. Strom	106
a) Einleitung.....	106
b) Netzzugang	112
c) Produkte.....	122
d) Preisbildung	134
e) Energiewende und Energiehandel	144
3. Gas	148
a) Einleitung.....	148
b) Netzzugang in Deutschland	156
c) Handelpunkte	164
d) Preisbildung	172
III. Organisation eines Energiehandelshauses	175
1. Front Office	177
2. Middle Office	178
3. Back Office	179

Literatur

50 Hertz Transmission GmbH, Amprion GmbH, TenneT TSO GmbH, TransnetBW GmbH,
Prozessbeschreibung Fahrplananmeldung in Deutschland, Version 4.1, 12.04.2019,
abgerufen unter https://www.amprion.net/Dokumente/Strommarkt/Bilanzkreise/_Fahrplanmanagement/ESS/AG-FPM_Prozessbeschreibung_Fahrplananmeldung_v4.1.pdf
(27.8.2020)

Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER), European Gas Market Model –
Review and Update, January 2015, abgerufen unter <https://www.acer.europa.eu/Events/Presentation-of-ACER-Gas-Target-Model/Documents/European%20Gas%20Target%20Model%20Review%20and%20Update.pdf> (27.08.2020)

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- Bofinger P., Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 4. Aufl., Pearson, Hallbergmoos, 2015
- Boiteux M., Peak Load Pricing, The Journal of Business, Vol. 33, No. 2, 1960. pp. 157–179
- Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft e.V. (BDEW), BDEW-Strompreisanalyse 2020, Haushalte und Industrie, Berlin, 7. 1. 2020 abgerufen unter https://www.bdew.de/media/documents/20200107_BDEW-Strompreisanalyse_Januar_2020.pdf (27. 10. 2020)
- Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi), Dossier Erneuerbare Energien abgerufen unter <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Dossier/erneuerbare-energien.html> (28. 08. 2020)
- Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen (BNetzA), Gasnetzzugang, abgerufen unter https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Sachgebiete/ElektrizitaetundGas/Unternehmen_Institutionen/Netzzugang_Messwesen/NetzzugangGas_KOV/gas-node.html (28. 08. 2020)
- Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen (BNetzA), Marktgebiete und Kooperationsvereinbarung Gas (KoV) abgerufen unter https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Sachgebiete/ElektrizitaetundGas/Unternehmen_Institutionen/HandelundVertrieb/MarktgebieteGas_KOV/marktgebietegas.html (17. 3. 2017 – am 28. 08. 2020 nicht mehr verfügbar)
- Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen (BNetzA), Beschlusskammer 7, Az BK7-11-002, Beschluss in den Verwaltungsverfahren wegen Festlegung zur Einführung eines Konvertierungssystems in qualitätsübergreifenden Gasmarktgebieten, abgerufen unter https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Service-Funktionen/Beschlusskammern/1_GZ/BK7-GZ/2011/BK7-11-002/BK7-11-002_Konni_Gas_Mitteilung_Nr.1_Download.pdf?blob=publicationFile&v=1 (28. 04. 2020)
- Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation und Eisenbahnen (BNetzA): WindSeeG – 2. Ausschreibung für bestehende Projekte nach § 26 WindSeeG: Ergebnisse der 2. Ausschreibung vom 01. 04. 2018, BK6-18-001, abgerufen unter https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Service-Funktionen/Beschlusskammern/1_GZ/BK6-GZ/2018/BK6-18-001/Ergebnisse_zweite_ausschreibung.pdf?blob=publicationFile&v=3 (27. 08. 2020)
- Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen (BNetzA), Kopplung der europäischen Stromgroßhandelsmärkte (Market Coupling)/Berechnung gebotszonenübergreifender Übertragungskapazitäten, abgerufen unter https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Sachgebiete/ElektrizitaetundGas/Unternehmen_Institutionen/HandelundVertrieb/EuropMarktkopplung/MarketCoupling.html (27. 08. 2020)
- ENTSO-E, Capacity Allocation and Congestion Management (CACM) abgerufen unter https://www.entsoe.eu/network_codes/cacm (27. 08. 2020)
- ENTSO-E, Forward Capacity Allocation (FCA) abgerufen unter https://www.entsoe.eu/network_codes/fca (27. 08. 2020)
- ENTSO-G, Capacity Allocation Mechanisms NC, abgerufen unter <https://www.entsoe.eu/capacity-allocation-mechanisms-nc#> (28. 08. 2020)
- EPEX Spot, Diskussionspapier zum BMWi-Impulspapier „Strom 2030“, Paris, 31. 10. 2016, abgerufen unter <http://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/Stellungnahmen/Stellungnahmen-Strom-2030/epexblob.pdf?blob=publicationFile&v=4> (14. 3. 2017)
- Erdmann G., Zweifel P., Energieökonomik, Theorie und Anwendungen, Springer, Heidelberg, 2010
- Europäisches Parlament, Kurzdarstellungen zur Europäischen Union: Energiebinnenmarkt, abgerufen unter https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/de/FTU_2.1.9.pdf (27. 08. 2020)
- Hahn B., Welthandel: Geschichte – Konzepte – Perspektiven, Spektrum, Darmstadt, 2009

A. Grundlagen des Energiehandels

- Hufendiek K., Vorlesungsunterlagen Energiemarkt & Energiehandel, IER, Universität Stuttgart, 2016
- IGCC International Grid Control Cooperation*, Informationen zum Netzregelverbund und der internationalen Weiterentwicklung, Stand 1.4.2020, abgerufen unter <https://www.regelleistung.net/ext/download/marktinformationenApg> (28.08.2020)
- International Energy Agency (IEA)*, "World energy balances", IEA World Energy Statistics and Balances (database). DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/data-00512-en> (28.08.2020)
- Jevons W.S., The Theory of Political Economy, Mcmillan, London, 1871
- Joskow P., Competitive Electricity Markets and Investment in New Generation Capacity, MIT-Schrift, CEEPR, Cambridge (MA), 2006, abgerufen unter <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/45055/2006-009.pdf?sequence=1> (27.08.2020)
- Monopolkommission*, Sondergutachten 59, Energie 2011: Wettbewerbsentwicklung mit Licht und Schatten, 2011 abrufbar unter http://www.monopolkommission.de/images/PDF/SG/s59_volltext.pdf (28.08.2020)
- Müller C., Grenzkosten und Nachhaltigkeit des Kraftwerksbetriebs, Energiewirtschaftliche Tagesfragen, 57. Jg., Heft 5, 2007, S. 26 ff.
- Nowega GmbH, Deutschland ein Marktgebiet, abgerufen unter <http://www.marktgebietzusammenlegung.de/> (28.08.2020)
- Pindyck R.S., Rubinfeld D.L., Mikroökonomie, Pearson, Hallbergmoos, 2015
- Putnoki, H., Hilgers, B., Große Ökonomen und ihre Theorien, Wiley-VCH, Weinheim, 2007
- regelleistung.net*, Allgemeines zur Regelleistung – Technische Aspekte, abgerufen unter <https://www.regelleistung.net/ext/static/technical> (28.08.2020)
- regelleistung.net*, Netzregelverbund, abgerufen unter <https://www.regelleistung.net/ext/static/gcc> (28.08.2020)
- Schumann J., Meyer U., Ströbele W., Grundzüge der mikroökonomischen Theorie, 7. Aufl., Springer, Berlin, 2007
- Springer Gabler Verlag(Hrsg.), Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: Unbundling, abgerufen unter <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/147113/unbundling-v4.html> (28.08.2020)
- Smith A., An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, 1776, deutsche Übersetzung von Recktenwald H.C., Der Wohlstand der Nationen, C.H. Beck, München, 2001, zitiert nach Putnoki, H., Hilgers, B., Große Ökonomen und ihre Theorien, Wiley-VCH, Weinheim, 2007
- Spufford, P., Handel, Macht und Reichtum: Kaufleute im Mittelalter, Wiss. Buchgesellschaft, Darmstadt, 2004
- Stoft S., Power System Economics: Designing Markets for Electricity, IEEE Press, New York, 2002
- Ströbele W., Pfaffenberger W., Heuterkes M., Energiewirtschaft, Einführung in Theorie und Politik, 3. Aufl., Oldenbourg, München, 2012
- Vereinigung der Fernleitungsnetzbetreiber Gas e. V. (FNB Gas), Marktgebiete, abgerufen unter <http://www.fnb-gas.de/de/fernleitungsnetze/marktgebiete/marktgebiete.html> (18.3.2017)
- Woll A., Volkswirtschaftslehre, Vahlen, 16. Aufl., München, 2011

I. Grundlagen von Commodity-Märkten

1. Einführung Handel

a) Historischer Rückblick

- 1 „Weltweite Handelsverflechtungen sind kein Phänomen der Neuzeit“¹: Erste Hinweise auf Handelsaktivitäten gibt es wohl schon aus prähistorischer Zeit, in der es zwischen Europa, Asien und Afrika einen begrenzten Handel von Luxusgütern, hergestellt aus Bernstein, Korallen oder Muscheln, gegeben hat. Dabei wird deutlich, dass dies Güter sind, die aufgrund der natürlichen Vorkommen nur durch Tausch aus einer anderen Region erworben werden konnten.

Ab dem 12. Jahrhundert stieg der Handel in Europa mit der Entwicklung des mittelalterlichen Städtesystems auf. Städte hatten als wichtiges Merkmal einen Markt, wo Waren angeboten wurden.² Handel war also auch historisch immer mit Märkten verbunden, auf denen der Austausch von Waren stattfindet.

- 2 Mit dem Wachstum der Bedeutung des Gelds als zentralem Tauschgut im 13. Jahrhundert bildete sich, ausgehend von den Kaufleuten in Norditalien, eine neue Qualität des Handels aus. Es entstand eine Spezialisierung in einer Arbeitsteilung: Kaufleute reisten nicht mehr mit ihren Waren, sie nahmen einen festen Sitz ein und spezialisierten sich auf Finanzierung und Organisation des Ex- und Imports. Den Transport übernahmen Fuhrleute, den Seetransport Schiffseigner.³ Die Grundlage für den modernen Handel war gelegt. Gleichzeitig war die Grundlage für das moderne Bankwesen, einschließlich des bargeldlosen Zahlungsverkehrs, entwickelt worden.⁴

Mit der weiteren Ausdehnung der Seefahrt und der nachfolgenden Kolonialisierung entwickelte sich der weltweite Warenhandel weiter, mit der Industrialisierung stieg das weltweite Handelsvolumen, begleitet durch theoretisch fundierte Überlegungen (Volkswirtschaftslehre) zu einer Liberalisierung des Welthandels, bis in die Neuzeit exponentiell an.⁵

b) Handel aus volkswirtschaftlicher Sicht

- 3 **Handel** ist im Grunde also **so alt wie die Menschheit**. Waren, die nicht selbst hergestellt werden können, müssen von anderen auf irgendeine Weise erworben werden.

1 Hahn B., Welthandel, Spektrum, Darmstadt, 2009. S. 9.

2 Hahn B., Welthandel, Spektrum, Darmstadt, 2009. S. 11.

3 Spufford, P., Handel, Macht und Reichtum: Kaufleute im Mittelalter, Wiss. Buchgesellschaft, Darmstadt, 2004. S. 14.

4 Hahn B., Welthandel, Spektrum, Darmstadt, 2009. S. 12.

5 Hahn B., Welthandel, Spektrum, Darmstadt, 2009. S. 33 ff.

Adam Smith⁶ erkannte den **grundlegenden Zusammenhang** zwischen **Arbeitsteilung und Handel** sowie die hieraus erwachsenden Vorteile für Volkswirtschaften. Die Arbeitsteilung ermöglicht eine Spezialisierung der Produktion. Entsprechend spezialisierte Produzenten können dieselben Produkte besser und effizienter herstellen, so dass eine höhere Produktivität erreicht wird. Teilweise können Produkte durch einzelne Produzenten auch gar nicht hergestellt werden, was z.B. schon in prähistorischer Zeit zu einem begrenzten Welt- handel führte (vgl. Teil 1 A I 1 a)), weil bestimmte natürliche Produkte nur in einzelnen Regionen vorkommen. Durch Tausch können die spezialisierten Produzenten dann ihren jeweiligen Bedarf an allen Produkten decken. Da die **Produkte durch die Arbeitsteilung effizienter hergestellt** werden können, steigt auf diese Weise für alle Beteiligten der Nutzen. **Warentausch** ist eine **Grundform von Handel**.

Durch die Einführung von **Geld als generelles Tauschgut**, wird der unmittelbare Tausch zweier Waren miteinander wesentlich vereinfacht.⁷ Tausch bzw. Handel wird so zu einem alltäglichen Vorgang und ist ein wesentliches Element unserer Volkswirtschaften. Geld als generelles Tauschgut ermöglicht auch sehr einfach einen Vergleich von Werten, da Geldeinheiten einen einheitlichen Bewertungsmaßstab ermöglichen.

Speziell im Fall von Marktwirtschaften ist der Handel an Märkten ein zentrales Element für den Austausch von Gütern. Handel und Märkte sind damit eine direkte Folge der Arbeitsteilung. Der **Grad der Arbeitsteilung hängt** nach Adam Smith **von der Ausdehnung der Märkte ab**.⁸

In **modernen Marktwirtschaften** werden die unterschiedlichsten Güter und Leistungen auf teilweise hochspezialisierten Märkten gehandelt. Oft wird zwischen zwei Ebenen unterschieden, dem Großhandel, bei dem Güter oder Leistungen in großen Mengen und in häufig hochspezialisierten Märkten getauscht werden und dem Einzelhandel, der in kleineren Mengen die Nachfrage der einzelnen Konsumenten bedient. Auch wenn sich die Vorgänge im Groß- und Einzelhandel in einzelnen Details unterscheiden, die grundlegenden Mechanismen, die im Feld der Mikro-Ökonomie erforscht werden, sind weitgehend dieselben. In Marktwirtschaften erfolgt der Handel im Groß- wie Einzelhandel auf den jeweils relevanten Märkten.

6 Smith A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 1776, deutsche Übersetzung von Recktenwald H.C., *Der Wohlstand der Nationen*, C.H. Beck, München, 2001, zitiert nach Putnoki, H., Hilgers, B., *Große Ökonomen und ihre Theorien*, Wiley-VCH, Weinheim, 2007. S. 3–6.

7 Woll A., *Volkswirtschaftslehre*, Vahlen, 16. Aufl., München, 2011. S. 33.

8 Schumann J., Meyer U., Ströbele W., *Grundzüge der mikroökonomischen Theorie*, 7. Aufl., Springer, Berlin, 2007. S. 35.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

2. Funktion von Märkten

a) Aufgabe von Märkten

- 6 Waren (oder auch Leistungen) sind volkswirtschaftlich betrachtet immer ein **knappes Gut**, da sie üblicherweise nicht in beliebiger Menge zur Verfügung stehen. Da Waren üblicherweise einen Nutzen für die Nachfrager erzeugen, ergibt sich ein **Allokationsproblem**. Dieses besteht darin, welche Nachfrager die zur Verfügung stehenden knappen Waren erhalten und damit ihre Nachfrage befriedigen sowie einen entsprechenden Nutzen erreichen können und welche nicht. Aus dieser Knappheit der Ressourcen, Güter und Leistungen im Vergleich zu den Bedürfnissen der Menschen entstehen letztlich alle ökonomischen Probleme.⁹
- 7 Es gibt im Grundsatz zwei Lösungsansätze um die arbeitsteilige Wirtschaft zu koordinieren¹⁰: Eine **hierarchische Koordination** oder **Märkte**, an denen die Steuerung durch Verträge und Preismechanismen erfolgt. Beide Organisationsformen kommen in einer Marktwirtschaft vor und haben ihre spezifischen Vorteile und Nachteile. Innerhalb der Unternehmen gilt i. d. R. das System der „Hierarchie“, Manager geben durch Anweisungen vor, welches Produkt mit welcher Produktionstechnik zu erstellen ist. Zwischen den Unternehmen erfolgt die Koordination über Märkte.¹¹ Im Wirtschaftssystem einer **Zentralverwaltungswirtschaft** erfolgt die **Koordination ausschließlich über hierarchische Strukturen**: die Regierung gibt allen Akteuren durch den Plan vor, wer welche Produkte und Leistungen bereitzustellen hat. Die gesamte Volkswirtschaft funktioniert quasi wie ein einziges großes Unternehmen, den einzelnen Akteuren ist jedoch jegliche Entscheidungsfreiheit genommen.¹² Diese Form der Steuerung erscheint zwar als relativ einfache Konzeption, ist jedoch in der Praxis äußerst schwer zu handhaben, wie die Erfahrungen in zentral gelenkten sozialistischen Ländern nach dem zweiten Weltkrieg zeigen.¹³

Wird den einzelnen Akteuren bzw. Unternehmen die **Entscheidungsfreiheit überlassen**, welche Produkte, in welcher Qualität, in welcher Weise, zu welchen Kosten hergestellt und an wen diese verkauft werden sollen, bzw. wo die Nachfrager ihre Produkte beschaffen, erfolgt die Koordination über **wettbewerblich organisierte Märkte**.

Die volkswirtschaftliche Literatur definiert Märkte mit unterschiedlichen Ansätzen, die jedoch im Grundsatz zu derselben Bedeutung führen. So wird beispielsweise ein Markt dadurch definiert, dass festgestellt wird, dass „**Angebot**

9 Schumann J., Meyer U., Ströbele W., Grundzüge der mikroökonomischen Theorie, 7. Aufl., Springer, Berlin, 2007. S. 6.

10 Bofinger P., Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 4. Aufl., Pearson, Hallbergmoos, 2015. S. 48.

11 Bofinger P., Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 4. Aufl., Pearson, Hallbergmoos, 2015. S. 49.

12 Schumann J., Meyer U., Ströbele W., Grundzüge der mikroökonomischen Theorie, 7. Aufl., Springer, Berlin, 2007. S. 1.

13 Woll A., Volkswirtschaftslehre, 16. Aufl., Vahlen, München, 2011. S. 44.

und Nachfrage den Markt eines Guts definieren".¹⁴ Etwas konkreter lässt sich definieren, dass „ein Markt eine Ansammlung von Käufern und Verkäufern ist, die durch tatsächliche und potenzielle Interaktionen den Preis eines Produkts oder Produktsortiments bestimmen.“¹⁵ Etwas abstrakter ist die Definition „Markt ist ein Transaktions- und Informationskosten sparendes Arrangement, das zu einem Gleichgewicht der Pläne von Anbietern und Nachfragern führt“.¹⁶ Dabei spielt es offensichtlich keine Rolle, ob alle Käufer bzw. Nachfrager und Verkäufer bzw. Anbieter sich tatsächlich an einem Ort treffen oder ob sie an einer Vielzahl von Orten (wie z. B. kleinen Geschäften) individuell zusammentreffen und dabei dennoch einen Markt im Sinne eines Gesamtangebots und -nachfrage bilden. Daher ist für die volkswirtschaftliche Analyse die Frage der **Marktabgrenzung** (bzw. Marktdefinition) eine zentrale Frage. Hierbei wird festgelegt, welche Käufer, Verkäufer sowie welche Produktpalette in einen bestimmten zu betrachtenden Markt einbezogen werden sollen.

Treffen Anbieter und Nachfrager tatsächlich an einem Ort mit dem Ziel des Ausgleichs ihrer Interessen zusammen, so soll im Folgenden der Begriff eines **Marktplatzes** verwendet werden. Dabei kann dieser örtlich aber auch virtuell verstanden werden. Als Marktplätze können dabei sowohl der historische Marktplatz, z. B. Wochenmarkt, als auch eine Börse oder eine elektronische Brokerplattform verstanden werden.

Das Interesse der Anbieter ist der Verkauf von Waren zu einem bestimmten 8 Preis. Üblicherweise steigt das Interesse der Anbieter, Waren zu verkaufen, mit dem Preis, d. h. je höher der Preis, desto höher das **Angebot**, weil bei höheren Preisen Anbieter weitere Waren produzieren, beschaffen oder fördern können.

Das Interesse der Nachfrager ist, Waren zu beschaffen. Mit steigendem Preis nimmt die **Nachfrage** üblicherweise ab, da der erzielbare Nutzen der Nachfrager zurückgeht und ab einem bestimmten Preis die Kosten der Beschaffung nicht mehr rechtfertigt.

Treffen sich nun das gesamte relevante Angebot und die gesamte relevante 9 Nachfrage an einem Markt, so erfolgt dort ein Ausgleich. Entsprechend der volkswirtschaftlichen Theorie ist ein **Markt im Gleichgewicht**, wenn es keinen Anbieter mehr gibt, der zu einem Preis bis maximal zu dem am Markt bezahlten Preises verkaufen möchte, und es keinen Nachfrager mehr gibt, der bereit wäre für seine Nachfrage einen Preis zu bezahlen, der über dem am Markt bezahlten Preis entspricht. Alle Angebote lassen sich in einer **Angebotskurve** zusammenfassen, deren Preis mit steigender Menge ansteigt; alle Nachfrage lässt sich in einer **Nachfragekurve** darstellen, die mit fallenden Preisen steigende Mengen aufweist. Am Schnittpunkt der beiden Kurven ist der Markt im Gleichgewicht

14 Schumann J., Meyer U., Ströbele W., Grundzüge der mikroökonomischen Theorie, 7. Aufl., Springer, Berlin, 2007. S. 22.

15 Pindyck R.S., Rubinfeld D.L., Mikroökonomie, Pearson, Hallbergmoos, 2015. S. 32.

16 Boßinger P., Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, 4. Aufl., Pearson, Hallbergmoos, 2015. S. 629.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

(vgl. Abbildung 1): Der Preis des Schnittpunkts ist der Gleichgewichts- oder markträumende Preis¹⁷ bzw. kurz **Marktpreis**. Beim Marktpreis gibt es nur noch Anbieter, die bereit wären zu einem höheren Preis zu verkaufen bzw. Nachfrager, die bereit wären zu einem niedrigeren Preis zu kaufen.

- 10 Die Differenz zwischen der Nachfragekurve und dem Marktpreis stellt die **Konsumentenrente** dar: Es ist die Differenz zwischen der Zahlungsbereitschaft der Nachfrager, die sich aus dem Nutzen ergibt, die die Waren bei ihnen erzeugen und dem am Markt für die Beschaffung zu bezahlenden Preis. Die Differenz zwischen Angebotskurve und Marktpreis ist im Gegensatz dazu die **Produzentenrente**: Es sind die Mehreinnahmen ggü. seinen Produktionskosten, die der Anbieter erzielen kann, wenn er die Ware am Markt verkauft. Je nach Verlauf der Angebots- und Nachfragekurve kann die Produzenten- oder Konsumentenrente in einem Markt unterschiedlich hoch ausfallen.

Entsprechend der volkswirtschaftlichen Theorie ist ein wettbewerblicher Markt mit seinen Mechanismen in der Lage eine effiziente Lösung für das o. a. Allokationsproblem zu ermöglichen. Ein Markt erreicht damit im Prinzip die **optimale Allokation knapper volkswirtschaftlicher Ressourcen**, da durch die Entscheidungsfreiheit aller Akteure, sämtliche Informationen dieser Akteure in die Preisbildung am Markt implizit einfließen. Dies ist bei einer zentralen Koordination i. d. R. nicht effizient zu erreichen.

Ob und wie gut dies in realen Märkten gelingen kann, hängt allerdings von Details ab, wie z. B. den Marktmechanismen, der Anbieter- und Nachfragerstruktur oder dem Marktrahmen.

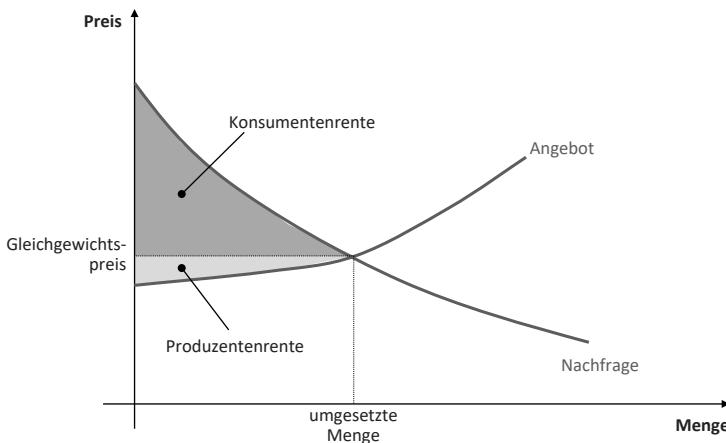


Abbildung 1: Angebot und Nachfrage: Gleichgewichtspreis des Markts

Quelle: Hufendiek K., Vorlesungsunterlagen Energiemärkte & Energiehandel, IER, Universität Stuttgart, 2016

17 Pindyck R.S., Rubinfeld D.L., Mikroökonomie, Pearson, Hallbergmoos, 2015. S. 55.

b) Vollkommener Markt

In der volkswirtschaftlichen Theorie stellt der **vollkommene Markt** mit vollkommener Konkurrenz einen idealen Markt dar. Diese Theorie wurde von William Stanley Jevons bereits im 19. Jahrhundert entwickelt.¹⁸ Grundsätzlich wird von Akteuren ausgegangen, die anstreben, ihre individuellen Gewinne zu maximieren. Für einen solchen Markt gelten bestimmte, häufig idealisierte, Voraussetzungen:

- Bei der betreffenden Ware handelt es sich um ein **homogenes Gut**, d. h. die Ware ist nicht differenzierbar. Die Volkswirtschaftslehre spricht davon, dass keine räumlichen, sachlichen oder persönlichen Präferenzen vorliegen.
- Allen Akteuren im Markt liegen **vollständige Informationen** vor.
- Es liegt **Transaktionseffizienz** bzgl. Zeit und Kosten vor.
- Bei **vollkommener Konkurrenz** sind unendlich viele kleine Akteure sowohl auf Anbieter- als auch Nachfragerseite vorhanden. Keiner der Akteure kann das Marktgeschehen als Einzelner beeinflussen.

Für einen solchen Markt lässt sich theoretisch zeigen, dass es zu einem Zeitpunkt für eine Ware immer nur einen Preis geben kann.¹⁹ Das bedeutet er muss **arbitragefrei** sein. In der Volkswirtschaft ist dies auch als „**Law of one Price**“ bekannt.

Für das Angebot in solchen Märkten lässt sich folgern, dass ein Angebot solange wirtschaftlich ist, wie die kurzfristigen Grenzkosten der Produktion kleiner als der erzielbare Marktpreis sind. Dann lohnt sich die Produktion einer entsprechenden Mehrmenge, weil am Markt hierfür ein adäquater Erlös zu erzielen ist. Die **Angebotskurve** entspricht daher der Kurve der kurzfristigen Grenzkosten des Angebots.

Analogen gilt für die **Nachfragekurve**: Sie entspricht der Kurve des Grenznutzens der Nachfrage. Damit entspricht im Marktgleichgewicht in solchen Märkten der Grenznutzen der Nachfrage den Grenzkosten des Angebots.

Da Rohstoffe als Commodities häufig wenig differenzierbar sind, liegt ein homogenes Gut vor und eine wichtige Voraussetzung für einen vollkommenen Markt ist als erfüllt anzusehen.

3. Eigenschaften von Commodity-Märkten

a) Commodities

Eine **Ware** die soweit **standardisiert** ist, dass zwischen zwei Angeboten der Ware keine Unterschiede festzustellen sind, ist **nicht differenzierbar**. Waren,

18 Jevons W.S., The Theory of Political Economy, Mcmillian, London, 1871, Chapter IV.
17 (abgerufen unter <http://www.econlib.org/library/YPDBooks/Jevons/jvnPE4.html#Chapter%204> (27.08.2020)).

19 Jevons W.S., The Theory of Political Economy, Mcmillian, London, 1871, Chapter IV.
21 (abgerufen unter <http://www.econlib.org/library/YPDBooks/Jevons/jvnPE4.html#Chapter%204> (27.08.2020)).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

die von verschiedenen Anbietern angeboten werden, sind hinsichtlich Eigenschaften und Qualität vollkommen gleich. Sie sind für den Nachfrager daher vollständig austauschbar. Sie wird in der Volkswirtschaft als „**homogenes Gut**“ bezeichnet.²⁰

Für Rohstoffe ist die Eigenschaft der Indifferenz (z.B. Kohle, Rohöl, Eisenerz oder Orangensaftkonzentrat) häufig deutlich besser erfüllt als für Endprodukte (z.B. Autos, Orangensaft im Einzelhandel), bei denen mittels Marketing die Differenzierung bewusst gefördert wird, um einer Homogenisierung der Waren und damit deren Austauschbarkeit entgegen zu wirken. Tatsächlich unterscheiden sich Rohstoffe aus unterschiedlichen Quellen und verschiedener Herkunft natürlich üblicherweise auch in ihrer Qualität, wie z.B. Rohöle aus unterschiedlichen Feldern verschiedene Dichten und Schwefelgehalte aufweisen. Dennoch hat der Markt hierfür Standardisierungen durch beispielsweise die Leitsorten im Rohölmarkt erreicht, um genau diese Austauschbarkeit zu erreichen. Die Ware wird damit zur „**Commodity**“, ein nicht differenzierbares Produkt ist entstanden. Speziell Energieträger und allen voran Strom entsprechen typischerweise dieser Anforderung der Indifferenz sehr gut.

Dies ermöglicht in Folge dann die Entwicklung hoch liquider Commodity-Märkte, die in ihren Eigenschaften den vollkommenen Märkten in Teil 1 A I 2 b) nahekommen und wesentlich für den Energiehandel auf der Großhandelsebene sind.

b) Preisbildung

aa) Märkte ohne knappe Kapazitäten

- 14 Wie in Abschnitt Teil 1 A I 2 a) bereits eingeführt, bildet sich der Preis in wettbewerblichen Märkten anhand der Angebots- und Nachfragefunktion.²¹

Angebotsfunktion

- 15 In vollkommenen Märkten (vgl. Teil 1 A I 2 b)), denen die Commodity-Märkte häufig ähnlich sind, weil die Bedingung eines homogenen Guts sehr gut erfüllt ist, entspricht die **Angebotsfunktion** der Kurve der Grenzkosten der Produktion.

Bei der Produktion oder Förderung und Transport der Commodity zum Übergabebot fallen **variable Kosten** an. Soll eine Mehrmenge der Commodity zur Verfügung gestellt werden, so fallen entsprechend höhere Kosten an; wird nur eine geringere Menge benötigt, so entfallen nur diese variablen Kosten. Solange die Produktionskapazitäten nicht knapp sind, entspricht die Angebotskurve in

20 Jevons W.S., The Theory of Political Economy, Mcmillian, London, 1871, Chapter IV. 22 (abgerufen unter <http://www.econlib.org/library/YPDBooks/Jevons/jvnPE4.html#Chapter%204> (27.08.2020)).

21 Für eine intensive Befassung mit dem Thema im Hinblick auf Elektrizitätsmärkte sei empfohlen: Stoft S., Power Systems Economics: Designing Markets for Electricity, IEEE Press, New York, 2002.

solchen Märkten folglich der Kurve der variablen Kosten der Bereitstellung/Erzeugung der Commodity. Sie stellen die **kurzfristigen Grenzkosten** dar. **Fixe Kosten**, wie z.B. Erschließungskosten, Investitionen oder auch fixe Betriebskosten (festes Personal, Versicherungen, etc.) kommen hierbei nicht zum Tragen, da die produzierte Menge nicht von diesen Kosten abhängt.

Abbildung 2 zeigt als Beispiel für die **Kostenstruktur des Angebots** die Kostenstruktur der Stromerzeugung auf. Ausschließlich die **variablen Kosten**, die sich hier aus den Kosten für den Brennstoff, Transport, Verschleiß und Entsorgung sowie CO₂-Zertifikate und Transaktionen zusammensetzen, entscheiden über die Produktion. Kann der Erzeuger diese Kosten am Markt erlösen, d.h. der **Marktpreis ist höher** als diese Kosten, so **wird er produzieren**, um einen **positiven Deckungsbeitrag** zu erzielen. Liegt der Marktpreis niedriger, so wird er auf eine Produktion verzichten und bietet am Markt keine Mengen an.

16

Ein positiver Deckungsbeitrag bedeutet für den Erzeuger jedoch noch nicht, dass er aus der Erzeugungsanlage **Gewinn erzielen** kann. Zunächst dienen diese Deckungsbeiträge dazu, die fixen Kostenanteile zu decken. Erst wenn diese vollständig abgedeckt sind, kann er einen Gewinn verbuchen. Daher sind variable Kosten und Vollkosten der Stromerzeugung, wie allgemein bei der Bereitstellung von Energieträgern, zu unterscheiden.

Kann der Erzeuger längerfristig die fixen Kosten für Betrieb, Instandhaltung und Personal nicht erlösen, wird er die Anlage **stilllegen**, um keinen dauerhaften Wertverlust zu erleiden. Eine **Investition** in neue Erzeugungsanlagen wird ein kommerziell orientierter Erzeuger jedoch nur dann tätigen, wenn er mit hinreichender Sicherheit davon ausgehen kann, dass er mindestens die **Vollkosten** einer Erzeugungsanlage im Markt erlösen kann.

17

Die Grenzkosten des Angebots entsprechen den variablen Kosten der Produktion in allen vollkommenen Märkten in denen ausreichend Produktionskapazitäten vorhanden sind. Sind die zur Verfügung stehenden Produktions-, Förder- oder Transportkapazitäten in einem Markt knapp oder reichen nicht aus, die Nachfrage zu decken, entsprechen die Grenzkosten der Erzeugung den Vollkosten neuer Kapazitäten, den sogenannten **langfristigen Grenzkosten**, da für eine Bereitstellung neue Kapazitäten geschaffen werden müssten. Da Leistung in Märkten zunächst nur zu wenigen Zeitpunkten knapp sein wird, führt dies zu einzelnen **Preisspitzen**, die durch die Zahlungsbereitschaft der Nachfrager limitiert sind (vgl. Abschnitt bb) „VOLL – Value of lost load“).

18

In **Rohstoffmärkten** ist i. d. R. davon auszugehen, dass die Bereitstellung neuer Kapazitäten, aufgrund längerer Zeiträume für die Erstellung neuer Anlagen, **keine kurzfristige Erhöhung der Produktionskapazität** erlaubt. Im Markt sind daher mit zunehmender Knappheit der Kapazität entsprechende Risikoauflschläge auf die kurzfristigen Grenzkosten zu erwarten, die in der Theorie die **Investition in neue Kapazitäten** ermöglichen. Empirisch ist speziell im Hinblick auf Strommärkte jedoch bislang ungeklärt, ob diese Mechanismen tatsächlich greifen. Entsprechend empirischen Untersuchungen in liberalisierten

19

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

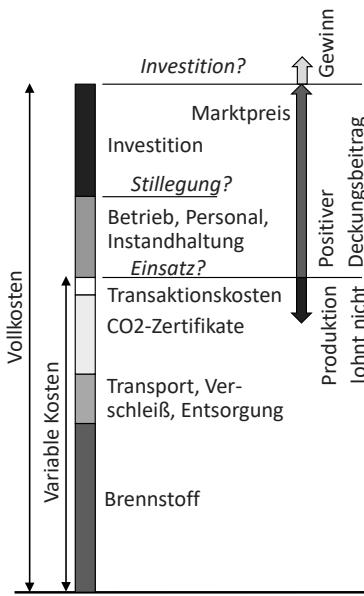


Abbildung 2: Kostenstruktur der Stromproduktion

Quelle: Hufendiek K., Vorlesungsunterlagen Energiemärkte & Energienhandel, IER, Universität Stuttgart, 2016

Strommärkten in den USA ist zu vermuten, dass dies i. d. R. nicht der Fall ist; Joskow nennt dies das „missing money phenomenon“.²²

Festzuhalten ist anhand dieser Überlegungen summarisch, dass Preise oberhalb der kurzfristigen Grenzkosten der Erzeugung in Situationen mit knappen Erzeugungskapazitäten kein Hinweis auf Marktversagen oder Marktmachtausübung ist, sondern dass erst das **Erreichen von Preisen auf dem Niveau von Vollkosten** von Erzeugungskapazitäten notwendig ist, um Investitionen in neue Produktionskapazitäten zu ermöglichen und ein langfristig stabiles System zu erreichen.

Nachfragefunktion

- 20 Im Grundsatz wird die **Nachfragefunktion** nach der volkswirtschaftlichen Theorie durch den **erzielbaren Grenznutzen** bestimmt (vgl. Teil 1 A I 2 b)). Im Falle von Commodity-Märkten ist das i. d. R. der durch den Einsatz der Commodity beim Nachfrager zu erzielende zusätzliche Nutzen, z. B. der zu erzielende

22 Joskow P., Competitive Electricity Markets and Investment in New Generation Capacity, MIT-Schrift, CEEPR, Cambridge (MA), 2006, abgerufen unter <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/45055/2006-009.pdf?sequence=1> (27.08.2020). pp. 28–29.

Wertzuwachs durch eine Industrieproduktion oder der individuelle Nutzen einer warmen Wohnfläche für einen Haushalt.

Die Bestimmung des Grenznutzens ist theoretisch wie empirisch deutlich schwieriger als die Bestimmung der Grenzkosten auf der Angebotsseite. Im Grundsatz entspricht er der Zahlungsbereitschaft der Nachfrager, die ihnen ein **Vermeiden eines Lieferengpasses** der betreffenden Commodity wert ist. Im Zusammenhang mit Strommärkten wird dabei verbreitet der Begriff des „Value of lost load (VOLL)“²³ verwendet. Im kurzfristigen Zeitbereich weisen viele Nachfrager speziell in leistungsgebundenen Energiemärkten keine Preissensitivität auf, da häufig für die Lieferanten eine Versorgungspflicht besteht und außerdem die Endkundenpreise oft nicht kurzfristig dynamisch auf Veränderungen der Großhandelspreise reagieren. Auf Ebene der Großkunden im Gas- und Strommarkt ist jedoch in speziellen Fällen durch „abschaltbare Verträge“ oder Lastmanagement eine **Preisabhängigkeit der Nachfrage** bereits heute üblich. Da die Verträge in wettbewerblichen Märkten frei verhandelt werden können, lassen diese zumindest eine Indikation des Wertverlusts erkennen, den der jeweilige Nachfrager dem vorübergehenden Verzicht auf die Commodity beimisst. Da dies jedoch nur Einzelfälle betrifft, ist die flächendeckende Quantifizierung eines VOLL für alle Kundengruppen weiterhin schwierig.

Langfristig bestehen in nahezu allen Commodity-Märkten Preisabhängigkeiten der Nachfrage aufgrund von **Substitutionseffekten**. Wie ausgeprägt diese in Energiemärkten sind, hängt davon ab, wie einfach solche Substitutionen möglich sind. Eine Substitution von Heizöl durch Gas oder eine Elektrodirektheizung im Wärmemarkt ist beispielsweise deutlich einfacher als die Substitution von Strom in einer IKT-Anwendung. Diese Substitutionsmöglichkeiten, deren benötigte Investitionen für den Wechsel eine Barriere darstellen, die zunächst überwunden werden muss, führen zu Wettbewerb auch zwischen den betreffenden Energieträgern. Dieser Wettbewerb ist umso intensiver, je niedriger diese Barriere ist.

bb) Preisbildung und Vollkosten

Ausgehend von den im vorangegangenen Abschnitt aa) beschriebenen Mechanismen der Preisbildung ist sichergestellt, dass mindestens die variablen Kosten des Angebots durch die Marktpreise erlöst werden können, wenn die Grenzkosten des Angebots monoton steigend sind. Dies ist in größeren Systemen i. d. R. immer der Fall, weil bei einer Vielzahl von Anlagen mit steigendem Angebot, die Anlagen mit ansteigenden variablen Kosten eingesetzt werden.

Für ein **dauerhaft stabiles System** müssen aber die Anbieter nicht nur die variablen Kosten, sondern auch die Fixkosten am Markt erlösen können. Sonst werden entweder Kapazitäten stillgelegt oder es kann nicht in neue Kapazitäten

21

22

23 Stoft S., Power Systems Economics: Designing Markets for Electricity, IEEE Press, New York, 2002. S. 25 ff.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

investiert werden. Die Anbieter müssen also in der Lage sein, **langfristig die Vollkosten**, d.h. fixe und variable Kosten, ihrer Anlagen zu **erwirtschaften**.

- 23 Wenn vereinfachend von konstanten variablen Kosten (Produktionskosten) einer Anlage über ihrem gesamten Leistungsbereich ausgegangen wird, dann stellt sich für die betreffende Anlage der **Verlauf der Vollkosten in Abhängigkeit von der Produktion** (im Falle von Energieträgern: produzierte Energie), wie in Abbildung 3 gezeigt, dar. Für ein **dauerhaft stabiles System** muss jede Anlage für die von ihr bereitgestellte Produktion **mindestens diese Kosten erlösen** können.
- 24 Welche Erlöse die Anlage generieren kann, hängt von der Situation am Markt ab. Hierzu soll zunächst ein **Modellsystem mit mehreren Produktionsanlagen** unterschiedlicher Kostenstrukturen untersucht werden, das **kostenoptimal für eine gegebene Nachfrage** (Versorgungsaufgabe) **dimensioniert** sei. Im Beispiel wird dabei von einem Strommarkt ausgegangen, im Grundsatz kann das Modell aber auf andere Energiemarkte mit ähnlichen Strukturen übertragen werden. Die Struktur der Vollkosten der Angebotsseite dieses Systems zeigt Abbildung 4 (erster Abbildungsabschnitt). Hier werden die Funktionen der Vollkosten der verschiedenen Produktionsanlagen aufgezeigt. Die **Gasturbine (GT)** hat in diesem System die niedrigsten Fixkosten k_{fGT} pro installierter Leistung und damit die niedrigste „Knickstelle“ der Vollkostenfunktion auf der Abszisse. Mit steigender Produktion steigen von diesem Punkt aus die Kosten steil an, da diese Anlage durch hohe variable Kosten charakterisiert wird.
- 25 Das Gas- und **Dampfturbinen-Kraftwerk (GuD)** hat gegenüber der Gasturbine höhere spezifische Fixkosten k_{fGuD} , die sich in der oberhalb gelegenen „Knickstelle“ der Vollkostenfunktion zeigen. Dafür steigt die Funktion mit zunehmender Produktion flacher an, da die GuD-Anlage geringere variable Kosten als die Gasturbine hat. Auf diese Weise schneiden sich die beiden Funktionen bei

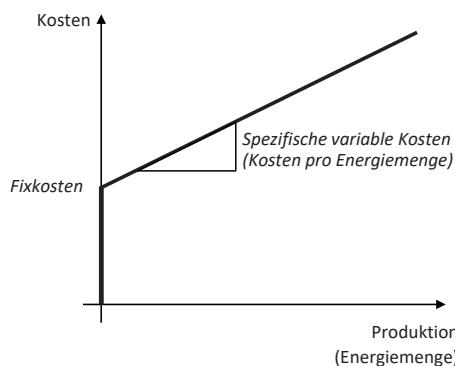


Abbildung 3: Vollkosten in Abhängigkeit der Produktion einer Anlage

Quelle: Hufendiek K., Vorlesungsunterlagen Energiemarkte & Energiehandel, IER, Universität Stuttgart, 2016

einem definierten Produktionsoutput. Im hier abgebildeten Modellsystem wird vereinfachend davon ausgegangen, dass die Produktion einer Anlage immer mit voller Leistung erfolgt, so dass die Produktion auch durch die Einsatzdauer in Stunden beschrieben werden kann. Somit schneiden sich die Vollkostenkurven beider Anlagen bei einer Einsatzdauer von t_1 . Das bedeutet, dass für Einsatzdauern $t > t_1$ die Produktion mit der GuD-Anlage kostengünstiger ist, als die der Gasturbine. Für $t < t_1$ ist die Produktion der Gasturbine entsprechend am kostengünstigsten. Analoges gilt für die anderen Erzeugungsanlagen unseres Modellsystems, die immer höhere Fixkostenanteile bei niedrigeren variablen Kosten aufweisen, so dass deren Einsatz bei noch höheren Einsatzzeiten kosteneffizient wird.

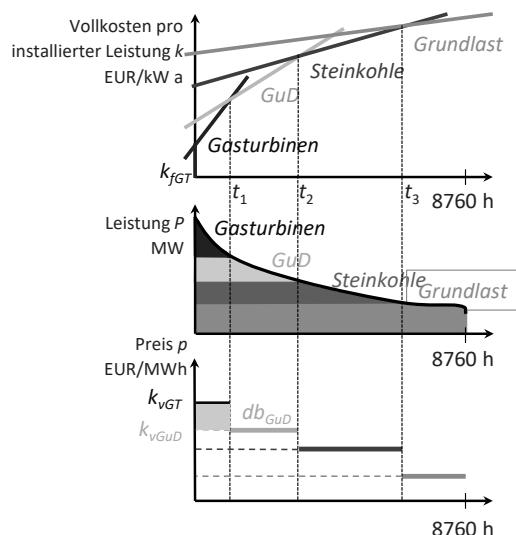


Abbildung 4: Modellsystem mit mehreren Produktionsanlagen

Quelle: Hufendiek K., Vorlesungsunterlagen Energiemarkte & Energiehandel, IER, Universität Stuttgart, 2016

Die Nachfrage, die das Modellsystem zu decken hat, schwankt innerhalb eines Jahres erheblich. Die in den jeweiligen Zeitintervallen (z. B. eine Stunde) nachgefragten Erzeugungsleistungen werden durch die Jahresdauerlinie in Abbildung 4 (zweiter Abbildungsabschnitt) beschrieben. Aufgrund der unterschiedlichen Kostenstrukturen lassen sich mittels der, anhand der Vollkostenfunktionen in Abbildung 4 (erster Abbildungsabschnitt) ermittelten, Zeitpunkte t_1 , t_2 und t_3 die jeweils kostenoptimalen Einsatzzeiten der verschiedenen Erzeugungsanlagen ermitteln. Daraus leitet sich dann die kostenoptimale Dimensionierung des Modellsystems ab, d. h. die jeweils optimal zu installierenden Leistungen zur Deckung der gegebenen Nachfragestruktur, die in Abbildung 4 Mitte an der Abszisse abzulesen ist. 26

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- 27 Wenn nun zusätzlich vereinfachend angenommen wird, dass die **Nachfrage zu jedem Zeitpunkt unabhängig von den Marktpreisen** ist, dann gilt für einen Markt mit vollkommenem Wettbewerb, dass die Marktpreise den Grenzkosten der teuersten Produktionsanlage entsprechen, die zur Deckung der Nachfrage notwendig ist. Auf diese Weise lassen sich für das Modellsystem die für die jeweiligen Zeitintervalle auftretenden Preise anhand der Grenzkosten der jeweils teuersten Anlage ermitteln (Abbildung 4, dritter Abbildungsabschnitt). Für alle Zeitintervalle, in denen die nachgefragte Leistung so hoch ist, dass alle Erzeugungsanlagen zur Deckung benötigt werden, setzen die Grenzkosten der Gasturbine, die die höchsten Grenzkosten aufweist, den Preis. Sie entsprechen den variablen Kosten der Erzeugung dieser Gasturbine k_{vGT} .

In den Zeitintervallen, in denen die GuD-Anlage die teuerste Anlage darstellt, die zur Deckung der Nachfrage benötigt wird, setzen die variablen Kosten der GuD-Anlage k_{vGuD} den Preis, der für diese Zeitintervalle diesen variablen Kosten entspricht. Für alle anderen Zeitintervalle gilt analoges.

- 28 Damit können zwei **wichtige Erkenntnisse** für das Modellsystem gewonnen werden:

1. Die Gasturbine als **Anlage mit den höchsten variablen Kosten** ist im Modellsystem nicht in der Lage, einen positiven Deckungsbeitrag zur Deckung ihrer Fixkosten k_{fGT} zu erwirtschaften. Es werden lediglich die variablen Kosten am Markt erlöst, da in jedem Zeitintervall, in dem die Gasturbine produziert, der Preis den variablen Kosten der Gasturbine entspricht. Die **Markterlöse** sind folglich **um den Betrag der Fixkosten k_{fGT} geringer als die Vollkosten** der Anlage.
2. Die GuD-Anlage als **Anlage mit den zweithöchsten variablen Kosten** kann in den Zeiten, in denen die teurere Gasturbine zur Deckung der Nachfrage ebenfalls produzieren muss, einen **positiven Deckungsbeitrag db_{GuD} erwirtschaften**, der zur Deckung der Fixkosten verwendet werden kann.

Allerdings ist noch zu klären, ob dieser Deckungsbeitrag db_{GuD} ausreicht, um die Fixkosten der GuD-Anlage k_{fGuD} zu decken. Da der Deckungsbeitrag der in Abbildung 4, dritter Abbildungsabschnitt gezeigten Fläche entspricht, lässt sich aus der Abbildung heraus zeigen, dass zwar die variablen Kosten und ein Teil der Fixkosten der GuD-Anlage am Markt erwirtschaftet werden können. Es verbleibt jedoch der **identische Fehlbetrag in Höhe der spezifischen Fixkosten der Gasturbine k_{fGT}** , der sich am Markt nicht erlösen lässt.

- 29 Für die o. a. Modellannahmen lässt sich allgemein zeigen, dass **bei allen Technologien** immer genau ein **Fehlbetrag** hinsichtlich Deckung der Vollkosten entsteht, der den **spezifischen Fixkosten der teuersten Technologie** am Markt entspricht.²⁴ Zunächst gilt dies nur für das Modellsystem, dem einige vereinfachende Annahmen zugrunde gelegt wurden:

24 Müller C., Grenzkosten und Nachhaltigkeit des Kraftwerkbetriebs, Energiewirtschaftliche Tagesfragen, 57. Jg., Heft 5, 2007, S. 26 ff.

- Die **Nachfrage** sei **unabhängig von den Marktpreisen**: Dies führt tendenziell zu einer Überschätzung der erzielbaren Erlöse für die Anbieter. Denn wird eine Reaktion der Nachfrage auf die Preise unterstellt, führt dies zu niedrigeren Marktpreisen.
- Der **Anlagenpark** des Angebots sei **optimal strukturiert** für die Versorgungsaufgabe: Entspricht der Anlagenpark nicht dem optimal effizienten für die gegebene Nachfrage, kann es zu Abweichungen bei den Deckungsbeiträgen kommen. Dies würde jedoch dazu führen, dass sich der Anlagenpark langfristig in Richtung der optimalen Struktur entwickelt, sodass dann erneut o. a. Schwierigkeiten auftreten.

Um ein **dauerhaft stabiles System** zu erreichen, müssen bei der Preisbildung 30 bei knappen Kapazitäten die **langfristigen Grenzkosten** berücksichtigt werden, die die Zubaukosten für neue Kapazitäten beinhalten. Insofern müssen die Marktpreise auch in einem Markt mit vollkommenem Wettbewerb über die Preise auf Basis kurzfristiger Grenzkosten zumindest dann ansteigen, wenn die Kapazität auf der Angebotsseite knapp ist. Im Umkehrschluss bedeutet dies aber auch, dass **Preise oberhalb kurzfristiger Grenzkosten alleine noch kein Hinweis auf Ausübung von Marktmacht** oder Marktmanipulationen sind.

cc) Preisbildung bei knappen Kapazitäten

In Zeiträumen, in denen Überkapazitäten im Markt vorhanden sind, entspricht 31 das Marktverhalten oft sehr gut einer Preisbildung auf Basis kurzfristiger Grenzkosten. Eine solche Situation liegt u. a. typischerweise zum Zeitpunkt der Liberalisierung von leitungsgebundenen Energienmärkten vor. Werden die Kapazitäten in solchen Märkten dann mittelfristig durch Kapazitätsstilllegungen oder entsprechendes Nachfragewachstum knapp, muss sich eine veränderte Preisbildung einstellen, da sonst Kapazitätserweiterungen nicht wirtschaftlich sind (vgl. Abschnitt c)). Aber auch in **Märkten mit knappen Kapazitäten** tritt Knappheit üblicherweise nur in Zeitintervallen mit einer hohen Nachfrage auf. Zu anderen Zeiten sind weiterhin ausreichend Kapazitäten vorhanden, da eine niedrigere Nachfrage vorliegt.

Sind in einzelnen Zeitintervallen keine ausreichenden Kapazitäten vorhanden, 32 kann entweder die Nachfrage nicht gedeckt werden oder es muss angebotsseitig zu einer Kapazitätserweiterung kommen. Damit entsteht zu diesen Zeitpunkten entweder bei den Nachfragern ein Nutzenverlust, der bis zur Höhe des VOLL akzeptiert würde, oder es müssen zusätzliche Kapazitäten investiert werden, was zusätzliche Fixkosten nach sich zieht. Für einen Angebotszuwachs fallen in dieser Situation die langfristigen Grenzkosten an, in die auch die Fixkosten der Kapazitätserweiterung eingehen. Ansonsten wird kein Akteur bereit sein, in zusätzliche Kapazität zu investieren.

Daher muss der Preis – auch bei Festhalten an der Annahme vollkommenen Wettbewerbs – in diesen Zeiträumen über den Preis auf Basis der kurzfristigen Grenzkosten (vgl. Abschnitt b)) des Angebots steigen. Dies ermöglicht dann die auftretenden Fixkosten zusätzlich zu decken. Allerdings ist dieser Effekt aber

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

auf die Zeitintervalle begrenzt, in denen Knappheit vorkommt. In diesen Zeitintervallen kommt es zu **Preisspitzen**.

- 33 Die Bildung von Preisspitzen, die auf die Zeiträume knapper Kapazitäten begrenzt sind, ist ökonomisch effizient, da sie gleichzeitig einen Anreiz für die Nachfrage setzen, entsprechende Preisspitzen zu vermeiden, und eine verursachungsgerechte Kostenzuordnung darstellen. Dieses „**Peak-Load-Pricing**“, bei dem in den Zeitintervallen mit Knappheit die langfristigen Grenzkosten, die auch Fixkosten enthalten, für die Preisbildung relevant sind, ist auch in monopolistisch organisierten Strukturen effizienter, als die Alternative einer Kostenwälzung der Fixkosten als Durchschnittskosten über alle Zeitintervalle.²⁵ Aufgrund der Eigenschaft der realen Kapazitäten in Energiemarkten harte technische Grenzen (maximale Leistung der Anlage) aufzuweisen, weisen die Angebotsfunktionen senkrechte Verläufe bei maximaler Auslastung auf,²⁶ weil das Angebot kurzfristig nicht weiter steigen kann (Abbildung 5). Solange eine Zahlungsbereitschaft auf der Nachfrageseite vorhanden ist, entstehen hierdurch **Knapheitsprämien**, die benötigt werden, um die Fixkosten für die entsprechend benötigten Kapazitäten zu erlösen.

Da die benötigten Investitionen in Kapazitätserweiterungen in realen Systemen i. d. R. nur über längere Zeiträume hinweg realisierbar sind, da Anlagen zu

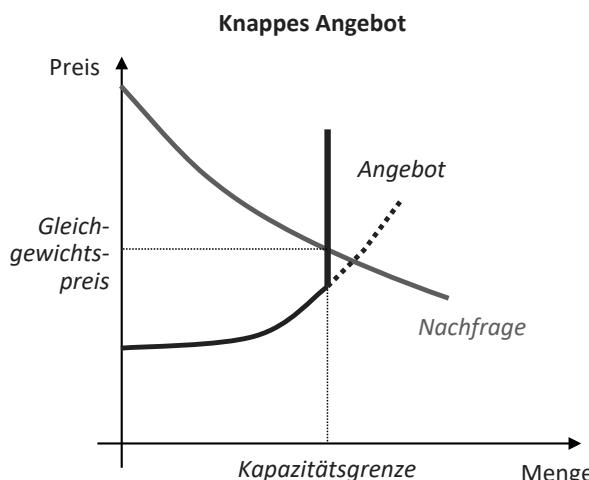


Abbildung 5: Preisbildung bei knappen Kapazitäten

Quelle: Hufendiek K., Vorlesungsunterlagen Energiemarkte & Energiehandel, IER, Universität Stuttgart, 2016

25 Boiteux M., Peak Load Pricing, The Journal of Business, Vol. 33, No. 2, 1960. pp. 157–179.

26 Boiteux M., Peak Load Pricing, The Journal of Business, Vol. 33, No. 2, 1960. p. 161.

erweitern oder neu zu erstellen sind, ist zu erwarten, dass entsprechende **Knappheitsprämien als Risikoprämien** an den Terminmärkten auftreten und dabei das Risiko reflektieren, dass mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit zu gewissen Zeitpunkten knappe Kapazitäten im Markt erwartet werden.

Empirisch ist das Auftreten von ausreichend hohen Preisspitzen jedoch bislang zumindest in Strommärkten nicht aufgetreten.²⁷ Wie in Abschnitt b) bereits angesprochen, wird dies in der Literatur auch als „Missing Money Phenomenon“ bezeichnet.

Stoft macht hierfür primär Nachfragedefekte verantwortlich:²⁸

- Das **Fehlen einer Echtzeitmessung und Abrechnung** verhindert eine **Nachfragepreiselastizität** an den Märkten, d.h. Preisreaktionen der Nachfrage, da Lieferanten nur über verhältnismäßig starre Preisstrukturen die Endkunden abrechnen können.
- Die **nicht vorhandene Möglichkeit** für den Systembetreiber die **Nachfrage einzelner Abnehmer zu steuern**, so dass unabhängig vom Verhalten eines einzelnen Nachfragers, seiner vertraglichen Situation und des Verhalts seines Lieferanten durch den Systembetreiber letztendlich das System ausgeglichen werden muss und der Nachfrager zum kostenbasierten Preis des Systembetreibers beliefert wird.

Darüber hinaus bestehen weitere Schwierigkeiten, die möglicherweise zum o. a. „Missing Money Phenomenon“ führen können:

- Hohe öffentliche Aufmerksamkeit hinsichtlich der Höhe des Strompreises, so dass beim Auftreten von Preisspitzen häufig politischer Handlungsdruck entsteht und in einigen Märkten auch vorgegebene Preisgrenzen existieren.
- Problem des **Time-Lag bei Investitionen**, das aufgrund der langen Vorlaufzeiten von Investitionen und der sehr schnell reagierenden Märkte entsteht, so dass ein Investor möglicherweise im Markt sichtbare Preisspitzen nicht realisieren kann, da der Markt schneller auf die erwartete Investition reagiert und damit die Preisspitzen schneller verschwinden, als die Investitionsprozesse ablaufen können.
- **Regulatorische Eingriffe in den Markt**, wie z.B. Kapazitätsprämien oder Subventionsmechanismen für einzelne Energieträger, wie das deutsche Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG)

Im Grundsatz könnten diese **Schwierigkeiten** in den Energiemarkten **behoben werden**. Allerdings ist die Behebung der Defekte teilweise sehr aufwendig²⁹ und

27 Joskow P., Competitive Electricity Markets and Investment in New Generation Capacity, MIT-Schrift, CEEP, Cambridge (MA), 2006, abgerufen unter <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/45055/2006-009.pdf?sequence=1> (27.08.2020). pp. 28–29.

28 Stoft S., Power System Economics: Designing Markets for Electricity, IEEE Press, New York, 2002. pp. 108–111.

29 Stoft S., Power System Economics: Designing Markets for Electricity, IEEE Press, New York, 2002. p. 108.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

daher noch nicht empirisch zu erkennen. Im Hinblick auf den Strommarkt hat die deutsche Bundesregierung mit dem **Strommarktgesetz 2016** jedoch einen wichtigen Schritt zur Stärkung auch der langfristigen Marktmechanismen umgesetzt, indem einige der o.a. **Schwierigkeiten konkret adressiert** werden. Dabei wird beispielsweise explizit festgelegt, dass die wettbewerblich am Markt gebildeten Preise nicht beschränkt werden sollen, die Bilanzkreistreue sichergestellt werden soll (und damit den Lieferanten die Nutzung der Bilanzausgleichsenergie des Systembetreibers erschwert wird) und auf eine Flexibilisierung von Angebot und Nachfrage hingewirkt werden soll.³⁰

c) Märkte

- 34 Entsprechend der in Teil 1 A I 2 a) eingeführten Definitionen von Märkten, lassen sich auch **Commodity-Märkte** festlegen. Zunächst ist die relevante Marktabgrenzung wichtig. Hier ist jeweils festzulegen, welche Produkte und welche Anbieter bzw. Nachfrager, d.h. welche Markakteure, zu berücksichtigen sind. Darauf aufbauend kann dann auch betrachtet werden, an welchen Marktplätzen der Handel im jeweiligen Fall konkret stattfindet.

Für die **Marktabgrenzung** ist jeweils eine räumliche, zeitliche und sachliche Abgrenzung zu treffen. Diese sollte so getroffen werden, dass das gesamte wirksame Angebot mit der entsprechenden gesamten wirksamen Nachfrage erfasst wird. Eine solche Abgrenzung wird auch **Marktgebiet** oder **Gebotszone** genannt und unterstellt, dass innerhalb dieses Gebiets keine räumliche Differenzierung einer Lieferung der Commodity erfolgt.

aa) Produktsortiment

- 35 Im Hinblick auf eine geeignete Marktabgrenzung im Fall von Commodity-Märkten muss zunächst das zu handelnde Gut definiert werden. Märkte für Strom, Erdgas oder Öl sind i. d. R. als separate Märkte abzugrenzen, da es sich um **unterschiedliche Güter** (Warenart) handelt. Wird die Marktabgrenzung ausschließlich auf der Ebene der verschiedenen Warenarten vorgenommen, handelt es sich um eine weite Marktabgrenzung.
- 36 Für eine detailliertere Betrachtung können auch verschiedene **Produkte** einer einzelnen Warenart unterschieden werden. Diese ergeben sich aus den wesentlichen Eigenschaften einer Warenart. Aufgrund der Möglichkeit Handelsgeschäfte auf Großhandelsebene, speziell im **OTC-Markt**, **im Prinzip beliebig bilateral zu verhandeln**, können diese Produkte beliebig individuell festgelegt werden. Um jedoch die Eigenschaften einer Commodity, die Indifferenz der Ware nutzen zu können, werden üblicherweise Produkte anhand definierter Eigenschaften standardisiert, die dann als marktgängig betrachtet werden können. Solche **Standardprodukte** spielen häufig auch in den OTC-Märkten eine wichtige Rolle, z. B. als Preisindikatoren.

30 BGBI. I Nr. 37, S. 1786, vom 29. Juli 2016, Gesetz zur Weiterentwicklung des Strommarktes (Strommarktgesetz), insbesondere § 1a Abs. 1–3.

Für eine detaillierte Betrachtung verschiedener Ausprägungen von Produkten in Commodity-Märkten vgl. Teil 1 A I 3 d).

bb) Spot- und Terminmärkte

Eine speziell wichtige Unterscheidung auf Seiten der Produkte in Commodity-Märkten besteht im Hinblick auf den Erfüllungszeitpunkt der gehandelten Waren. Üblicherweise werden hierbei **Spotmärkte** und **Terminmärkte** abgegrenzt.

37

Spotmärkte

Im Spotmarkt handelt es sich um eine **zeitnahe Lieferung**, der eine **unmittelbare Bezahlung** folgt. Welcher Zeitraum als „zeitnah“ zu betrachten ist, hängt von den Eigenschaften der jeweiligen Commodity ab. Im Fall der nicht speicherbaren Commodity Strom hat sich in vielen Märkten der Folgetag als üblicher Erfüllungszeitpunkt für den Spotmarkt etabliert, wobei dieser in vielen europäischen Märkten zwischenzeitlich als Markt unmittelbar vor der Lieferung von liquiden Intradaymärkten ergänzt wird. Auf diesem kann beispielsweise im deutschen Marktgebiet, bis unmittelbar vor Beginn der Lieferviertelstunde die in dieser zu liefernde oder beziehende Energie gehandelt werden. Geschäfte im Intradaymarkt des deutschen Strommarktgebiets können sowohl OTC wie auch an entsprechenden Börsen³¹ gehandelt werden. Insofern werden im Strommarkt anhand des Lieferzeitpunkts im Spotmarkt üblicherweise „Day-Ahead“ und „Intraday“ unterschieden. Für Erdgas gibt es neben dem Day-Ahead Spotmarkt ebenfalls einen ergänzenden „Within-Day“-Markt näher am Lieferzeitraum, der jedoch etwas andere Regeln aufweist und dessen Produkte ebenfalls OTC wie an Börsen³² gehandelt werden. Im Falle speicherbarer und als Massengüter zu transportierender Energieträger wie Öl ist eine Lieferung im Laufe eines Monats oft als Spotmarkt zu betrachten.

38

Terminmärkte

Lieferungen die für Zeitpunkte weiter in der Zukunft als die zeitnahe Lieferung (Spot) liegen, werden als **Waretermingeschäfte** bezeichnet. Märkte für Waretermingeschäfte werden Terminmärkte genannt.

39

Sie können im Prinzip jeden möglichen Zeitpunkt in der Zukunft betreffen, die Bezahlung erfolgt entsprechend der jeweils getroffenen Vereinbarung, üblicherweise nach erfolgter Lieferung. Um die damit verbundenen Kreditrisiken über die teilweise sehr langen Zeiträume zu reduzieren, können jedoch auch andere finanzielle **Besicherungen**, wie z. B. Clearing oder Margining, vereinbart wer-

31 EPEX Spot SE abgerufen unter <https://www.epexspot.com/en/tradingproducts#intraday-trading> (27.8.2020) bzw. Nordpool AS abgerufen unter <https://www.nordpoolspot.com/de/handel/intraday-handel/> (27.08.2020).

32 European Energy Exchange AG (EEX) abgerufen unter https://www.eex.com/fileadmin/EEX/Downloads/Rules/Contract_Specifications/20200706_EEX_Contract_Spezifications_0072a_E_FINAL_track_changes.pdf (27.08.2020), S. 16/17.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

den. Solche Mechanismen sind üblicherweise fester Bestandteil des Handels an den Warenterminbörsen (vgl. Teil 2 A 4), können jedoch analog auch bilateral im OTC-Handel mit den Handelspartnern vereinbart werden.

cc) Marktakteure

- 40 Durch das Produktsortiment sowie das Angebot und die Nachfrage ist in der volkswirtschaftlichen Theorie ein Markt definiert (vgl. Teil 1 A 2 a). Das Produktsortiment wird in Commodity-Märkten durch die Produkte festgelegt, das **Angebot und die Nachfrage** werden durch die **Marktakteure** in den Markt gebracht. Zentrale Akteure im Hinblick auf die Marktabgrenzung sind somit die Händler, die entweder als Käufer oder Verkäufer auftreten. Die weiteren Akteure, die nachfolgend beschrieben werden, übernehmen demgegenüber nur Aufgaben bei der Zusammenführung von Angebot und Nachfrage, die jedoch für die konkrete Funktionsfähigkeit eines Markts von hoher Bedeutung sein können.

Händler

- 41 Die wichtigsten Akteure an Märkten sind – wie bereits festgestellt – die **Händler**. Ohne Händler, die Waren anbieten oder nachfragen, könnten Märkte nicht funktionieren, da kein Angebot bzw. keine Nachfrage bestehen würde. Händler treten konkret an entsprechenden Marktplätzen auf und schließen Kauf- bzw. Verkaufsverträge (Geschäfte) ab.

Eine typische Eigenschaft von Händlern in Commodity-Märkten ist, dass sie oft unabhängig von ihrer natürlichen Position (z. B. Händler eines Produzenten) **sowohl als Anbieter als auch Nachfrager** am gleichen Markt auftreten. Ob ein Händler als Anbieter oder Nachfrager auftritt, hängt dabei vom Preis ab. Er wechselt damit in Abhängigkeit des Preises die Seite im Markt.

- 42 Sich als Händler an Märkten zu engagieren können, motiviert Akteure aus den unterschiedlichsten Gründen. Im Grundsatz können jedoch zwei prinzipielle Zielsetzungen identifiziert werden, die ggf. auch in Kombination verfolgt werden:

Management von Marktrisiken einer natürlichen Position:

- 43 – Hat der **Akteur** eine **natürliche Position** im betreffenden Commodity-Markt, wie beispielsweise Erzeugungskapazitäten oder/und die Pflicht Endkunden zu versorgen, ist sein physikalisches Geschäft aufgrund von Preisschwankungen an den Großhandelsmärkten und möglichen Erzeugungs- bzw. Nachfrageschwankungen Preis- und Mengenrisiken ausgesetzt. Diese können mittels geeigneter Geschäftsabschlüsse bzw. entsprechender Kauf- bzw. Verkaufsstrategien in den Großhandelsmärkten begrenzt werden. Hierdurch kann der betreffende Akteur seine Marktrisiken durch geeignetes Agieren an den Märkten aktiv managen.
- 44 – Als **Beispiel** kann ein **Erdgasimporteur** betrachtet werden, der einen langfristigen Bezugsvertrag zu ölindizierten Preisen abgeschlossen hat, seine

Endkunden aber zu fixen Preisen beliefern muss³³: Er ist u.a. einem Marktpreisrisiko ausgesetzt, weil sich bei steigenden Ölpreisen seine Bezugskosten erhöhen, aber sein bei den Endkunden zu erzielender Umsatz aufgrund der fixen Preise nicht ansteigt. Damit wird seine Marge reduziert. In ungünstigen Fällen können sogar Verluste entstehen, wenn der Bezugspreis entsprechend über den fixen Absatzpreis steigt. Durch den Abschluss von Absicherungsgeschäften auf Öl (Kauf von 10 bbl zu fix 60 USD/bbl) an einem geeigneten Terminmarkt, kann er seinen Bezugspreis zu dem Zeitpunkt fixieren, in dem er den fixen Lieferpreis für seine Endkunden (z.B. 65 USD/bbl für 10 bbl) festlegt. Seine Marge (z.B. 50 USD) schwankt dann in Folge nicht mehr. Steigt der Ölpreis danach bis zur Lieferung an (z.B. auf 70 USD/bbl), erhöht sich sein Bezugspreis zwar weiterhin (z.B. von 60 auf 70 USD/bbl), das Absicherungsgeschäft am Ölmarkt erfährt aber einen analogen Wertzuwachs (z.B. um 10 USD/bbl). Zum Zeitpunkt zu dem der Ölpreis für das Bezugsgeschäft fixiert wird (z.B. 70 USD/bbl für 10 bbl), wird das Absicherungsgeschäft zum dann gültigen Ölpreis verkauft (z.B. zu 70 USD/bbl für 10 bbl). Ist der Preis angestiegen, ergibt dies für den Händler Zusatzeinnahmen (z.B. 100 USD aus 10 bbl), die genau den Zusatzkosten seines Bezugsgeschäfts (z.B. 100 USD für 10 bbl) entsprechen. Damit hat er de facto seine Marge aus dem zugrundeliegenden Geschäft fixiert und sich gegen die Marktrisiken aus schwankenden Ölpreisen abgesichert. Dasselbe gilt auch für fallende Ölpreise. In diesem Fall würde ohne Absicherung die Marge ansteigen, aufgrund des o.a. Absicherungsgeschäfts wird der Vorteil jedoch durch das Absicherungsgeschäft aufgezehrt. Auch dann bleibt die Marge konstant, es geht die Opportunität verloren.

- Akteure, die mit realen Portfolien eine solche Zielsetzung verfolgen, können hierfür **komplexe Absicherungsstrategien** entwickeln, die möglicherweise eine permanente Anpassung erfordern. Die Thematik wird im Rahmen des Risikomanagements, in Teil 3 dieses Werks eingehend behandelt. 45

Erzielen von spekulativen Gewinnen:

- Vermutet ein Akteur, dass er Informationen aus den Märkten schneller und besser interpretieren kann als der restliche Markt (alternativ kann er auch nur auf sein Glück hoffen), so kann er **auf von ihm erwartete Preisänderungen am Markt setzen**. Hierfür schließt er entsprechende Geschäfte ab: Setzt er auf steigende Preise, so wird er entsprechend Ware kaufen, setzt er auf fallende Preise, so wird er Ware verkaufen. Entwickelt sich der Preis wie erwartet, schließt er auf dem dann neuen Preisniveau das Gegengeschäft (Verkauf bzw. Kauf) ab und realisiert einen **Gewinn**. Tritt jedoch eine Preisbe-

33 Vereinfachend wird in diesem Beispiel angenommen, dass die Bezugs- und Absatzmengen identisch und fix sind (z.B. 10 bbl). Im Fall zusätzlicher Mengenschwankungen müsste eine Absicherungsstrategie diese Schwankungen berücksichtigen und entsprechend dynamische Anpassungen der Absicherungsgeschäfte umsetzen.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

wegung am Markt entgegen der von ihm erwarteten Richtung ein, realisiert er einen entsprechenden **Verlust**.

- Spekulative Geschäfte sind daher immer mit dem Eingehen von Risiken verbunden. Ein umsichtiger Händler muss den Umfang solcher Geschäfte daher unbedingt auf ein für ihn tragbares Maß begrenzen. Dies ist Aufgabe des Risikomanagements, das in Teil 3 dieses Werks grundlegend behandelt wird.

Sollte ein Akteur **beide Zielstellungen** verfolgen, ist dies im Grundsatz möglich. In diesem Fall, sollte der Akteur wegen der Transparenz für das eigene Geschäft zumindest intern die beiden Zielsetzungen separat behandeln.

Broker

- 47 Broker sind **Vermittler** in den OTC-Märkten, die selbst keine Kauf- oder Verkaufsgeschäfte tätigen, sondern vielmehr versuchen, passende Angebote und Nachfrage verschiedener Händler zusammenzubringen. Für die Dienstleistung einer erfolgreichen Vermittlung erhalten sie üblicherweise eine Vermittlungsgebühr, die sogenannte „Brokerage“.
- 48 Dabei kann die Dienstleistung in Commodity-Märkten **klassisch** erfolgen, indem sich Händler mit dem Broker i.d.R. telefonisch in Verbindung setzen (oder umgekehrt), um ihr konkretes Angebot bzw. Nachfrage dort zu plazieren oder nachzufragen, ob der Broker einen passenden Kauf- bzw. Verkaufswunsch eines anderen Händlers kennt.

Heute sind jedoch speziell in Commodity-Märkten mit ihrer Möglichkeit zur Standardisierung auch **elektronische Brokerplattformen** weit verbreitet, in die Händler ihre Kauf- und Verkaufsangebote zu den jeweiligen Standardprodukten einstellen können. Andere Händler können dann bei Interesse elektronisch diese Angebote abrufen und entsprechende Geschäfte zu den angebotenen Konditionen abschließen. Der Vertragsschluss erfolgt dabei nicht mit dem Broker, hier besteht lediglich ein entsprechender Dienstleistungsvertrag zur Vermittlung bzw. Nutzung der Plattform, sondern immer direkt mit dem anderen Händler. Speziell im Warenterminmarkt entstehende Kreditrisiken liegen somit immer – analog direkten bilateralen Geschäften – zwischen den Händlern.

Börsenbetreiber

- 49 **Börsen** sind organisierte und überwachte Marktplätze, die einem bestimmten Regelwerk unterworfen sind. Einerseits bilden sie spezielle und transparente Marktplätze und übernehmen daher in Commodity-Märkten eine wichtige Funktion. Andererseits sichern sie den an der Börse aktiven Händlern Anonymität und übernehmen, anders als Broker, die Counterpart und Kreditrisiken, indem Geschäftsabschlüsse immer zwischen den einzelnen Händlern und der Börse geschlossen werden.

Aufgrund dieser wichtigen Unterschiede, werden die Marktplätze der Börse nicht dem OTC-Handel zugerechnet. Sie werden in Teil 2 dieses Werks vertieft behandelt.

Überwachungsorgane

Der Handel an Märkten unterliegt je nach Ausprägung verschiedener **staatlicher Aufsicht**. Grundsätzlich sind kartellrechtliche und steuerrechtliche Belange zu beachten, die durch entsprechende Kartell- und Finanzbehörden auf den unterschiedlichen Ebenen überwacht werden. Börsen unterliegen zudem einer speziellen Börsenaufsicht.

Im speziellen Fall von leistungsgebundenen Energiemärkten überwachen i. d. R. auch noch Regulierungsbehörden insbesondere die diskriminierungsfreie Behandlung der Marktteilnehmer durch die Netzbetreiber.

dd) Marktplätze

Marktplätze sind die **Orte an denen konkret Handel stattfindet**, der Angebot und Nachfrage ausgleicht. Hier werden die Anbieter bzw. Nachfrager einer bestimmten Commodity tätig und geben den anderen Akteuren ihre Gebote für Verkauf bzw. Kauf bekannt.

Ursprünglich sind dies die traditionellen Marktplätze in den Städten, auf denen Waren von Händlern angeboten und gekauft werden. Auf Großhandelsebene können das auch Börsen oder heute auch virtuelle Orte sein, an denen Handel auf rein elektronischer Basis stattfindet, wie z. B. Brokerplattformen.

Der **bilaterale Handel** (OTC-Handel) findet **an keinem klar abgegrenzten Marktplatz** statt. Es existieren Marktplätze wie Brokerplattformen, es kann aber auch ein Anbieter einen Nachfrager an einem individuell definierten Ort (der z. B. auch ein Telefongespräch sein kann) treffen. Hier wird dann ein individuell definiertes Geschäft (das möglicherweise auch einem Standardprodukt entsprechen kann) getätigt, wobei die Akteure sich möglicherweise zuvor über verschiedene Mechanismen im Markt informiert haben, welche alternativen Angebote bzw. Nachfrage zu welchen Preisen besteht.

Wichtig ist hierbei festzuhalten, dass es **in einem Markt immer mehrere Marktplätze** (z. B. Telefonbroker, bilateraler Kontakt, Brokerplattform, Börse) geben kann, an denen der konkrete Handel stattfindet. Da es in Commodity-Märkten immer Händler gibt, die an mehreren Marktplätzen gleichzeitig tätig sind und möglicherweise auftretende Preisdifferenzen an den unterschiedlichen Marktplätzen sofort ausarbitrieren würden, ist davon auszugehen, dass in funktionierenden Commodity-Märkten an allen Marktplätzen desselben Markts für dasselbe Produkt zum gleichen Zeitpunkt der gleiche Preis gilt. Etwa auftretende Preisdifferenzen in solchen Märkten existieren nur dann, wenn es hierfür einen inhaltlichen Grund gibt, wie z. B. unterschiedliche Transaktionskosten an den verschiedenen Marktplätzen.

d) Produkte

An Commodity-Märkten werden unterschiedliche Produkte gehandelt, die sich anhand ihrer Eigenschaften charakterisieren lassen. Konkrete zu **spezifizierende Eigenschaften** eines Produkts in den Commodity-Märkten umfassen üblicherweise:

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- Zu liefernde Warenart, z. B. Strom, H-Gas, Rohöl der Sorte Brent
 - Liefermenge, z. B. MWh, Ncbm, bbl
 - Lieferort (Erfüllungsort), z. B. Regelzone Ampriion, Marktgebiet (Gebotszone) NetConnect-Germany, Plattform Sullom Voe
 - Lieferzeitpunkt bzw. zeitliche Abgrenzung, z. B. Datum
 - Lieferperiode, z. B. Jahr, Monat
 - Kontraktprofil, z. B. konstante Leistung über die gesamte Lieferperiode
 - Erfüllungsart, physisch oder finanziell
 - Verbindlichkeit, unbedingte oder bedingte Lieferung, z. B. Forward oder Option
- 55 Die Gesamtheit dieser Eigenschaften definiert das entsprechende Produkt. Dabei können verschiedene Gruppen von Produkten unterschieden werden, die nachfolgend behandelt werden.
- aa) *Standardprodukte*
- 56 Unter standardisierten Produkten versteht man Produkte, die einen konkreten Satz von Produktspezifikationen aufweisen, die **im entsprechenden Markt als üblich** anerkannt sind. In den betreffenden Märkten ist für solche Standardprodukte ein hohes Volumen an Handelsaktivitäten vorhanden. Eine Standardisierung ist umso besser, je mehr Produktspezifikationen, einschließlich aller Vertragskonditionen, identisch sind. Üblicherweise sind Standardprodukte Geschäfte mit unbedingter Erfüllung, d. h. zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses fest vereinbarten Preisen, fixer Liefermengen und Fristen.
- Dies ermöglicht Händlern einen einfachen und **schnellen Kauf-/Verkauf** solcher Produkte und bei entsprechender Liquidität eines Produkts auch eine hohe Sicherheit, ein einmal gekauftes Standardprodukt jederzeit wieder identisch verkaufen zu können. Damit kann dann eine zunächst eingegangene **Handelsposition** wieder **vollständig aufgelöst** werden, was unter Risikogesichtspunkten wichtig ist.
- Die Handelsergebnisse sowie Angebots-/Nachfrageinformationen dieser Standardprodukte stellen für die jeweiligen Märkte dann üblicherweise eine **wichtige Referenz** dar, an denen sich die Bewertung anderer, teilweise individuell vereinbarter Produkte orientieren kann.
- 57 Beispiele für solche Standardprodukte sind im Bereich der Strommärkte in Deutschland beispielsweise **Base** und **Peak** für den nächsten Tag, Monat oder Jahr bzw. noch spätere Folgejahre. Base bedeutet dabei eine Lieferung mit gleichbleibender Leistung in einer definierten Regelzone für alle Viertelstunden der Lieferperiode (Tag, Monat oder Jahr). Peak bedeutet dagegen eine gleichbleibende Leistung für alle Viertelstunden im Zeitintervall zwischen 8 und 20 Uhr an einem Montag bis Freitag innerhalb der Lieferperiode.

Ähnliches gilt für die Märkte für Erdgas, Kohle oder auch Erdöl und Ölprodukte, wobei die Lieferperiode bei den nicht leistungsgebundenen Energieträgern eine geringere Bedeutung aufweist.

Die **Herausbildung solcher Standards** erfolgt innerhalb der Märkte **durch die Akteure**, wobei die unterschiedlichen Akteure hierbei verschiedene Rollen einnehmen. In Märkten mit **Börsen oder Brokerplattformen** nehmen diese einen wesentlichen Einfluss auf die Herausbildung von Standards. Da diese Plattformen ausschließlich Standardprodukte handeln können, bilden die auf diesen Plattformen angebotenen Produkte immer entsprechende Standards auch für den gesamten Markt. Günstig für einen Markt ist auch im Hinblick auf die Herausbildung von Standards, wenn mehrere solcher Plattformen im Wettbewerb existieren, da die Händler dann die Plattformen bevorzugen werden, deren Standards ihren Bedürfnissen besser entsprechen. Daneben übernehmen auch einschlägige **Branchenverbände**, wie z. B. EFET³⁴ oder ISDA³⁵, Aufgaben im Bereich der Standardisierung, indem sie Standards und Regelwerke auch im Hinblick auf Rahmenverträge entwickeln.

bb) Strukturierte Produkte

Produkte deren Aufbau **komplexer** als die im jeweiligen Markt üblichen Standards sind, werden strukturierte Produkte genannt. Häufig können sie aus verschiedenen Standardprodukten kombiniert werden, enthalten aber oft auch Wahlrechte oder Indizes auf definierte Standardprodukte.

Sie können üblicherweise durch entsprechende **Strukturen aus verschiedenen Standardprodukten in einem Portfolio nachgebildet** werden, die ggf. auch dynamisch an Marktveränderungen anzupassen sind. Aufgrund der Komplexität und der nicht vorhandenen Standardisierung, ist die Bewertung und Verhandlung solcher Geschäfte deutlich zeitaufwendiger als bei Standardprodukten, so dass solche Strukturen i. d. R. nur für **langfristige Verträge** zum Tragen kommen.

Ein **Beispiel** für solche strukturierte Produkte sind die üblichen langfristigen Gasbezugsvverträge, die meist eine Mindestabnahmleistung vorsehen und dann ein Wahlrecht für den Käufer, zu einem vorher vereinbarten Preis zusätzliche Leistung flexibel abrufen zu können, die wiederum durch eine maximale Leistung begrenzt ist. Ein solches Produkt ist aus einem Standardprodukt Bandlieferung mit konstanter Leistung (minimale Leistung) für die gesamte Lieferperiode und einer Call-Option (vgl. Abschnitt dd)) für die Zusatzleistung bis zur maximalen Leistung zusammengesetzt. Sind die Preise zusätzlich nicht fixiert

34 European Federation of Energy Traders (EFET), Amsterdam, NL abgerufen unter www.efet.org (27.08.2020), wesentlicher Branchenverband der europäischen Energiehändler vor allem für Strom und Erdgas.

35 International Swaps and Derivatives Association (ISDA), New York, USA abgerufen unter www.isda.org (27.08.2020), wichtiger internationaler Branchenverband im Bereich des Finanz- und Wertpapierhandels.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

sondern mit dem Preis von leichtem Heizöl indiziert, so sind in dem Produkt auch noch entsprechende Heizöl-Termingeschäfte enthalten.

cc) Vollversorgung

- 61 Im Bereich der leitungsgebundenen Energieversorgung sind **klassische Endkundenverträge** häufig sogenannte Vollversorgungsverträge, d. h. sie sichern den Kunden zu, ihre komplette Lastnachfrage zu decken. Typischerweise werden dabei neben Leistungs- bzw. Grundpreisen auch feste Arbeitspreise vereinbart, ggf. für unterschiedliche Zeiträume differenziert. Im Gegenzug muss sich der Kunde üblicherweise auch verpflichten, die Nachfrage für die Vertragslaufzeit ausschließlich von diesem Anbieter zu beziehen bzw. nur vorab vereinbarte fest definierte Bezugsfahrpläne von Dritten zu beziehen.

So einfach sich das Vertragskonstrukt für den Kunden darstellt, so komplex ist das Produkt für einen Händler. Im Grunde liegt hier ein komplexes strukturierteres Produkt vor, da vielfache Flexibilitäten enthalten sind: Der Kunde kann abhängig von seinem konkreten Bedarf jeweils mehr oder weniger Leistung nachfragen, ohne dies vorher vertraglich näher spezifizieren zu müssen. Das Produkt enthält damit für den Händler mehrfach Optionalitäten (vgl. Abschnitt dd)), wobei üblicherweise vertragliche Regelungen enthalten sind, dass der Kunde diese nicht gezielt marktgetrieben einsetzen kann. Dies reduziert das Risiko für den Händler, der jedoch die enthaltenen Flexibilitäten möglichst korrekt bewerten und in sein Angebot einpreisen muss.

dd) Derivate

- 62 Als **Derivate** werden im Handel Produkte bezeichnet, die von den ursprünglich gehandelten Produkten bzw. Waren „abgeleitet“ sind. Ein Stromderivat handelt demnach nicht die Ware Strom physisch, sondern ist lediglich vom Markt, der mit physischem Strom handelt, abgeleitet. Ziel eines Händlers, der mit Derivaten handelt, ist also weniger die Beschaffung oder der Verkauf von physischem Strom sondern die finanzielle Absicherung solcher physischer Grundgeschäfte oder reine spekulative Aktivitäten.

Für einen Händler, der seine **physischen Grundgeschäfte mittels derivativer Geschäfte absichern** möchte, bieten die Derivate den Vorteil, dass er nicht nochmals zusätzlich die physische „Ware“ handhaben muss. Für einen **rein spekulativ tätigen Händler** ist dieser Vorteil noch höher zu gewichten: Er kann in einem entsprechenden Warenterminmarkt aktiv werden, ohne in der Lage zu sein, die Ware am Ende handhaben zu können. Insofern birgt die Ausbildung derivativer Produkte Vorteile im Hinblick auf Transaktionskosten und die Verbreiterung der Basis der Marktteilnehmer. Dies ist speziell für Commodity-Märkte, die einen hohen Umsatz benötigen, von besonderer Bedeutung.

- 63 Allgemein bezieht sich ein Derivat immer auf ein zugrundeliegendes **Grundgeschäft**, das „**Underlying**“. Der Händler der ein Derivat kauft/verkauft, stellt seinen Vertragspartner dabei so, dass bei Veränderung des Werts des Grundgeschäfts eine klar definierte Veränderung des Werts des Derivats eintritt. Im

einfachsten Fall liegt eine 1:1 Beziehung vor. Das bedeutet, dass das Derivat dem Vertragspartner zusichert, dass er dieselbe Wertänderung aus dem derivativen Geschäft erhält, wie wenn er das Grundgeschäft getätigt hätte. Hat beispielsweise ein Händler ein Derivat auf ein Stromprodukt (Underlying) mit der Menge 1 zu einem festen Preis x gekauft, so erhält er den Betrag von y ausbezahlt, wenn der Preis des Underlyings am Markt auf $x+y$ ansteigt. Fällt der Preis des Underlyings dagegen auf den Preis $x-z$, so muss er dem Vertragspartner den Betrag z ausbezahlen.

Im Sinne des **Managements von Risiken** ist beim Handel mit Derivaten unbedingt darauf zu achten, wie der Preis des Underlyings gebildet wird und ob dieser nicht durch irgendeinen Marktakteur ggf. manipuliert werden könnte. In diesem Fall besteht ein erhöhtes Risiko, kein faires Geschäft abgeschlossen zu haben. Daher werden häufig Preisindizes von Börsen, die einer entsprechenden Marktaufsicht unterliegen, als Underlying gewählt. Hier sind entsprechende Manipulationen schwieriger zu erreichen, zumal wenn ein hohes Handelsvolumen für den betreffenden Index an der Börse vorliegt.

64

Futures

Futures oder Future Contracts stellen unbedingte standardisierte Derivate dar, d. h. unbedingte standardisierte Warentermingeschäfte mit finanziellem Settlement. In Commodity-Märkten kommen häufig Future Contracts vor, die auf einem börsennotierten Spotpreisindex basieren. Futures werden häufig an Börsen gehandelt, grundsätzlich können jedoch entsprechende Produkte jedoch auch bilateral (OTC) vereinbart werden.

65

Ein Händler, der aufgrund seines Geschäftsmodells an der physikalischen Commodity interessiert ist, kann ebenso wie ein spekulativer Händler Futures zur **Risikoabsicherung** seines physischen Geschäfts einsetzen. Wenn er beabsichtigt eine gewisse Menge einer Commodity am Spotmarkt in der Zukunft zu kaufen, so kann er zur Absicherung des Preises heute einen entsprechenden Future auf den Spotindex für den beabsichtigten Lieferzeitraum kaufen. Zum Lieferzeitpunkt kauft er dann die benötigte Commodity am Spotmarkt zum dann gültigen Preis ein. Aus dem Future bekommt er die Differenz zwischen dem zum Lieferzeitpunkt gültigen Spotpreis und dem ursprünglich vereinbarten Futurepreis ausbezahlt, bzw. er muss bei gefallenen Preisen diese Differenz seinem Future-Handelspartner erstatten. Auf diese Weise stellt er sich so, wie wenn er die Commodity zum vereinbarten Preis des Futures am Terminmarkt erworben hätte.

66

Optionen

Auch Optionen zählen zu den derivativen Produkten. Mit dem Kauf einer Option erhält der Käufer das **Wahlrecht**, zu einem **fest vereinbarten Preis (Strike-Preis)** eine vereinbarte Menge einer Commodity zu einem bestimmten Zeitpunkt zu erwerben. Es besteht für den Käufer aber keine Pflicht, die Commodity zu erwerben, er kann das Recht zur Ausübung auch ungenutzt verfallen lassen.

67

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Die Option stellt damit ein Derivat dar, das Underlying ist das Kaufgeschäft der Commodity.

Ein rational handelnder Käufer wird das **Recht nur dann ausüben**, wenn der Preis für den Kauf der Commodity zum Ausübungszeitpunkt nicht unterhalb des vereinbarten Strike-Preises liegt. Liegt der Preis unterhalb des Strike-Preises, kann er die Commodity günstiger am Markt erwerben. Er lässt folglich sein Recht auf Ausübung der Option ungenutzt verfallen.

Aufgrund des Wahlrechts, das immer auf Seiten des Käufers der Option liegt, hat der Verkäufer der Option einen finanziellen Nachteil. Er muss „stillhalten“, wie der Käufer sich bzgl. der Ausübung seines Rechts entscheidet und mutmaßlich immer dann liefern, wenn die Commodity am Markt einen höheren Wert hat, als der vereinbarte Strike-Preis. Daher wird der Verkäufer einer Option auch „**Stillhalter**“ genannt, da er das Risiko der Marktpreisschwankungen durch die Gewährung des Ausübungsrechts an den Käufer übernimmt. Zum Ausgleich dieses Nachteils erhält der Stillhalter (Verkäufer) zum Verkaufszeitpunkt der Option eine fixe **Prämie**, die als Entgelt für die Gewährung des Wahlrechts verstanden werden kann.

Eine solche Option, wie oben beschrieben, wird **Call-Option** genannt. Grundsätzlich kann der Käufer auch ein Wahlrecht erwerben, eine vereinbarte Menge der Commodity zu einem festvereinbarten Preis zu verkaufen. Dann hat er eine **Put-Option** erworben. Call und Put sind die einfachsten Formen von Optionen. Strukturierte Produkte und häufig langfristig laufende Verträge enthalten häufig verschiedenste Wahlrechte und damit Optionalitäten, die bei der Bewertung solcher Produkte entsprechend zu berücksichtigen sind.

Indizierte Verträge

- 68 Speziell in Commodity-Märkten sind **indizierte Verträge** häufig anzutreffen. Dabei handelt es sich i. d. R. um derivative, langfristige strukturierte Verträge, die beispielsweise den Kauf/Verkauf und Lieferung einer Commodity vereinbaren. Der hierfür vereinbarte Preis wird aber nicht sofort fixiert, sondern es wird vereinbart, ihn von den Preisen eines oder mehrerer anderer Produkte abhängig zu machen. Die Abhängigkeit von diesen Preisindizes wird dabei als mathematische Formel im Rahmen des Vertrags festgelegt. Da sich die Preisbildung auf andere Produkte bzw. Preisindizes bezieht, sind solche Verträge den Derivaten zuzuordnen.
- 69 Als **Beispiel** für solche Verträge können die seit vielen Jahren üblichen **langfristigen Gasbezugsvverträge** genannt werden, die i. d. R. keinen festen Preis sondern eine Preisindizierung beinhalten. Typischerweise enthalten sie eine Preisformel, die die Berechnung des Vertragspreises in Abhängigkeit definierter Preisindizes für leichtes Heizöl, für schweres Heizöl und ggf. auch für Kesselkohle enthält. Neben typischerweise enthaltenen mehrfachen Optionalitäten enthalten solche Verträge damit weitere derivative Elemente, deren Underlying die vereinbarten Preisindizes für die o. a. Produkte sind.

ee) Multi-Commodity-Verträge

Die Möglichkeit Vertragskonstrukte im OTC-Markt frei zu gestalten, ermöglicht 70 auch **mehrere Commodities** im Rahmen eines einzigen Vertrags, möglicherweise zu einem gemeinsamen Preis zu handeln. Wird hierbei beispielsweise ein Konstrukt betrachtet, das gleichzeitig den Kauf von Gas und Emissionszertifikaten sowie den Verkauf von Strom in einem festen Mengenverhältnis zu einem definierten Preis beinhaltet, so wird der Nutzen solcher Produkte schnell deutlich: Mit Hilfe eines solchen Produkts kann ein „**virtuelles Kraftwerk**“ abgebildet werden, das unter Einsatz von Gas und Emissionszertifikaten Strom herstellen kann. Die kraftwerksseitigen Produktionskosten ohne Brennstoff- und Emissionszertifikatkosten müssen dann über den vereinbarten Preis getragen werden.

Im Fall eines virtuellen Kraftwerks werden dabei oft weitere Eigenschaften 71 eines realen Kraftwerks vereinfacht in die Vertragsstruktur mit eingebracht, wie z. B. Mindestbetriebs- und -stillstandszeiten oder Begrenzungen durch Mindestleistungen, maximale Leistung oder die darstellbaren An- und Abfahrrampen.

ff) Systemdienstleistungen

Zur Stabilisierung der Regelzonen benötigen die Transportnetzbetreiber sowohl für Strom- als auch Gasnetze flexible Leistungen, die in der Lage sind, kurzfristige Abweichungen von Nachfrage und Erzeugung/Bereitstellung auszugleichen. Diese werden von den für die Netzstabilität verantwortlichen Transportnetzbetreibern als Systemdienstleistungsprodukte mit definierten Merkmalen spätestens Day Ahead wettbewerblich beschafft. Dies erfolgt i. d. R. über entsprechende eigene Plattformen. Der Verkäufer dieser Produkte muss die kontrahierte Leistung dann für den Transportnetzbetreiber vorhalten, der diese nach Bedarf abrufen kann. Für weitere Informationen sei auf Teil 1 A II 2 c) cc) verwiesen.

gg) Portfoliomanagement Dienstleistung

Da der Betrieb eines Handelshauses einen gewissen Aufwand und auch Kompetenzen erfordert, hat sich im Markt eine spezielle Form eines Dienstleistungsprodukts etabliert: **Portfoliomanagement**. 72

Grundsätzlich müssen **alle Händler** ihr Portfolio, d. h. die Gesamtheit aller Verträge managen. Dabei ist zunächst die Position zu bestimmen (d. h. der Mengensaldo zu jedem Zeitpunkt für jede Commodity) sowie der Profit and Loss (P&L), der den jeweils zum Zeitpunkt der Berechnung aktuellen Marktwert der Summe aller Verträge darstellt. Darauf hinaus ist eine wesentliche im Rahmen des Portfoliomagements durchzuführende Aufgabe, die Bestimmung des Risikos anhand festgelegter Risikokennzahlen, wie z. B. Value at Risk (vgl. Teil 3 dieses Werks). Auf Basis dieser Kenngrößen kann dann ein Händler durch den Abschluss entsprechender Geschäfte am Markt, die Position bzw. die Risiken verändern. Er managt damit das Portfolio, indem er gezielt den P&L und die

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Risikokennzahlen zu verändern sucht. Üblicherweise folgt er dabei einer zuvor festgelegten Strategie hinsichtlich Risiko bzw. Markterwartung.

- 73 Ist ein **kleinerer Akteur** mit natürlicher Position im Markt tätig, der Erzeugung betreibt oder Endkunden zu beliefern hat, so hat er – analog der größeren Akteure – die Notwendigkeit seine Marktrisiken zu managen. Hierfür müsste dieser Akteur einen eigenen Handelsbereich aufbauen, was für ihn oft nicht sinnvoll darstellbar ist. Einerseits benötigt ein Handelsbereich einen höheren Mindestumsatz, um die Kosten für Personal und Marktzugang tragen zu können. Andererseits erfordert ein Agieren am Großhandelsmarkt Mindestlosgrößen und geeignetes Personal, was für kleinere Akteure häufig nicht darstellbar ist.

Als Lösung bietet sich für einen solchen Akteur an, sein Portfolio durch einen Dienstleister managen zu lassen. Hier gibt es grundsätzlich verschiedene Formen:

- Im Grundsatz **managt** der kleinere Akteur sein **Portfolio selbst** und trifft alle Entscheidungen bzgl. zu tätiger Handelsgeschäfte selbst. Hierfür muss er geeignete Strukturen im Haus schaffen und entsprechendes Personal mit den benötigten Kompetenzen vorhalten. Aufgrund der kleinen Losgrößen tätigt er die Geschäfte jedoch über einen **Dienstleister**, der für ihn den **Marktzugang** ggf. auch mit kleineren Losgrößen bereitstellt, als am Großhandelsmarkt üblich. Hierfür erhält der Dienstleister entsprechende Dienstleistungsentgelte.
- Der kleinere Akteur **poolt** gemeinsam mit anderen kleineren Akteuren sein Portfolio bei einem **gemeinsam gegründeten Händler**, der die Aufgabe des Portfoliomagements als Dienstleister übernimmt. Durch die Beteiligung an diesem Dienstleister stellt der Akteur sicher, dass er am Geschäftserfolg des gemeinschaftlichen Händlers partizipiert und als Eigentümer auch Einfluss auf zentrale Entscheidungen nehmen kann. Er trägt dabei natürlich auch einen entsprechenden Anteil der Risiken, die bei Misserfolg des gemeinschaftlichen Händlers zu realisieren sind. Da jedoch die Risiken aus dem Portfolio des kleineren Akteurs für diesen in erheblichem Umfang geschäftsrelevant sind, muss er dennoch Personal mit geeigneten Kompetenzen und entsprechende Strukturen aufbauen, um die Erbringung der Dienstleistung adäquat überwachen zu können.
- Analog des Modells der Pooling von Handelsaktivitäten kann das Portfoliomangement als **Dienstleistung** auch anderen **Dritten übertragen** werden. Hierbei entstehen im Grundsatz dieselben Anforderungen an Personal mit geeigneten Kompetenzen und Strukturen, um die Erbringung der Dienstleistung angemessen überwachen zu können. Ansonsten besteht die Gefahr, dass der Dienstleister spekulative Geschäfte mit dem Vermögen des Kunden durchführt, deren Risiken der Kunde zu tragen hat. Wichtig bei einem solchen Modell ist neben der intensiven Überwachung der Erbringung der Dienstleistung auch die Wahl des Dienstleisters. Hier spielen speziell die eigenen Interessen des Dienstleisters eine wichtige Rolle: Ist er unabhängig, da er nur als Dienstleister tätig ist oder führt er zusätzlich einen Handel auf eigene

Rechnung, der ggf. zu Interessenkonflikten führen könnte? Wie wird organisatorisch und für die Aufsicht transparent sichergestellt, wie Gewinne/Verluste zwischen den verschiedenen zu managenden Portfolien verteilt werden?

Wichtig für die Wahl eines entsprechenden Dienstleisters und der **konkreten Ausgestaltung** der Dienstleistung sind immer die Fragen, wie die Risiken gesteuert werden und wie sicher verhindert werden kann, dass Gewinne zwischen den Portfolien des Dienstleisters verschoben werden können. Da im Hinblick auf diese wesentlichen Fragen eine Gestaltung einer solchen Dienstleistung ein äußerst komplexes Unterfangen ist, bleibt zu prüfen, ob der Weg das Portfolio durch einen Dritten managen zu lassen, tatsächlich eine sinnvolle Option darstellt. Anders ist dies im ersten Fall gelagert: Hier bleibt das Portfoliomagement im Haus des kleinen Akteurs und nur der Marktzugang erfolgt über einen Dienstleister, was streng genommen kein Portfoliomangement als Dienstleistung ist.

4. Energiemarkte als spezielle Commodity-Märkte

Energiemarkte sind **spezielle Commodity-Märkte**. Die hier gehandelten Rohstoffe sind Energieträger, wie z. B. Kohle, Rohöl, Ölprodukte oder Erdgas. Darüber hinaus gibt es auch Energieträger wie elektrischen Strom, die keine stofflichen Eigenschaften haben, aber dennoch als Commodity gehandelt werden können.

Eine **Sonderstellung** nehmen die **leitungsgebundenen Energieträger**, wie Erdgas oder elektrischer Strom ein. Da die zu ihrem Transport und ihrer Verteilung notwendigen Netze üblicherweise ein natürliches Monopol darstellen, kann wettbewerblicher Handel nur dann stattfinden, wenn Netzbetrieb und Energie getrennt werden. Aufgrund der vollständigen Homogenität ihrer Energieträger (Ware) können solche Märkte dann nahe an das theoretische Modell des vollkommenen Wettbewerbs kommen.

a) Historische Entwicklung

Rohstoffmärkte lassen sich in die beiden Gruppen **landwirtschaftliche Produkte** sowie **Brennstoffe und Bergbauprodukte** unterteilen.³⁶ Die Energiemarkte gehören klassisch zu den Brennstoffen, da die meisten Energieträger zugleich Brennstoffe sind, auch wenn elektrischer Strom dies als Ausnahme nicht erfüllt und häufig in einer weiten Betrachtung auch die Märkte für Emissionszertifikate unter die Energiemarkte gezählt werden.

Ursprünglich entwickelten sich auch diese Märkte primär aufgrund der Situation, dass die benötigten **Rohstoffe ungleichmäßig** über die Länder der Erde **verteilt** sind. Da hierdurch einige Länder die benötigten Rohstoffe importieren müssen, während andere die Rohstoffe exportieren können, liegt eine interna-

36 Hahn B., Welthandel. Geschichte – Konzepte – Perspektiven, Spektrum, Darmstadt, 2009. S. 94.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

tionale Arbeitsteilung vor. Dies führte zur Ausbildung entsprechender Märkte, die die komplexen Liefer- und Abnehmerbeziehungen koordinieren. Auf diese Weise bildeten sich früh Märkte aus, deren Geschäfte sich an den physischen Lieferbeziehungen orientierten.

- 77 **Organisierte Großhandelsmärkte** bildeten sich dort aus, wo sich Märkte mit hohen Volumina und guter Standardisierung der Produkte bilden konnten. **Rohöl**, das sich nach dem zweiten Weltkrieg deutlich als wichtigster Energieträger weltweit etablierte, bildete den **Vorreiter** hinsichtlich organisierter Rohstoffmärkte mit hoher Liquidität. Es bildeten sich Spot- und Terminmärkte aus, der Handel bezog sich nicht mehr ausschließlich auf physische Lieferungen von Rohöl. Unter der Beteiligung von Finanzinstitutionen bildeten sich zusätzlich finanzielle Derivate heraus, die einfache Absicherungsgeschäfte ermöglichen und die Liquidität der Märkte weiter förderten. **Akteure** sind an diesen Märkten neben den traditionellen Ölgesellschaften, Förderern und Mineralölvertriebe auch industrielle Großkunden, Energieversorger und Unternehmen aus der Finanzwirtschaft. Ihr Kerngeschäft ist **Risiken** durch Schwankung von Produktion und Absatz bzw. der Marktpreise von Rohöl ausgesetzt, die sie durch entsprechendes Agieren auf den Terminkästen **reduzieren** können. Andere Akteure nehmen solche Risiken jedoch auch bewusst in Kauf, um **spekulative Gewinne** zu realisieren.
- 78 Die **leitungsgebundenen Energieträger** waren von dieser Entwicklung weltweit zunächst abgekoppelt. Aufgrund der Notwendigkeit Netze für den Transport und die Verteilung nutzen zu müssen, die weitgehend ein **natürliches Monopol**³⁷ darstellen, weil wettbewerblicher Leitungsbau volkswirtschaftlich ineffizient ist, war die gesamte Branche monopolistisch organisiert.

b) Leitungsgebundene Energiewirtschaft

aa) Entwicklung der Liberalisierung

- 79 Wie in Abschnitt a) bereits beschrieben, war die leitungsgebundene Energiewirtschaft lange Jahre in einer **monopolistischen Form** organisiert. Das Geschäft betrieben integrierte Energieversorgungsunternehmen (EVU), die über **De markationsverträge** Netzgebiete eindeutig untereinander abgrenzten, innerhalb derer sie der einzige Strom bzw. Gaslieferant waren, aber umgekehrt auch eine Anschluss- und Versorgungspflicht für alle Abnehmer zu erfüllen hatten.

Rechtlich möglich war dies durch einen **wettbewerbsrechtlichen Ausnahmetatbestand**. Dieser ließ die o. a. Markt abgrenzungen mit allen Folgen zu, obwohl diese in allen anderen Branchen kartellrechtlich nicht zulässig sind. Aufgrund der Bedeutung der Strom- und Gasversorgung für das tägliche Leben und die Volkswirtschaft, sorgte die Politik auf diese Weise für eine hohe Versorgungssi-

³⁷ Schumann J., Meyer U., Ströbele W., Grundzüge der mikroökonomischen Theorie, 7. Aufl., Springer, Berlin, 2007. S. 3 f.

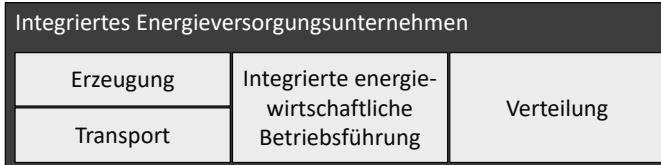
cherheit, die im Rahmen von monopolistischen Strukturen einfacher zu erreichen war.

Abbildung 6 (erster Abbildungsabschnitt) zeigt die **vor der Liberalisierung** 80 innerhalb der integrierten Energieversorgungsunternehmen vorhandenen Wertschöpfungsstufen für das Beispiel Strom auf:

- **Erzeugung:** Stromproduktion ggf. einschließlich Speicherung und Einspeisung dieser Erzeugung i. d. R. in die eigenen Stromnetze sowie Beschaffung von Brenn- und Hilfsstoffen für die Erzeugung
- **Transport:** Betrieb der Transportnetze einschließlich der Aufgabe der Netzzustabilisierung und Ausregelung
- **Verteilung:** Versorgung von an die eigenen Netze angeschlossenen Endkunden mit Strom einschließlich des Betriebs der hierfür benötigten Verteilnetze
- **Integrierte energiewirtschaftliche Betriebsführung:** Die operative Steuerung der Erzeugung, Netze und Versorgung von Kunden mit Strom wurde durch eine zentrale integrierte Funktion ausgeführt, die auch eine integrierte Leitwarte für Netze und Erzeugung betrieb. Ggf. notwendige Beschaffung bzw. Verkauf von Strom von/an andere Energieversorger mit denen das eigene Netz verbunden ist.

Die monopolistischen Strukturen in der leitungsgebundenen Energiewirtschaft 81 weisen viele Elemente einer **zentralen Planung** und damit auch deren Nachteile auf. Die im Monopol agierenden Energieversorgungsunternehmen wurden oft nicht als kosteneffizient angesehen. Daher kamen in verschiedenen west-

Monopolistische Struktur der leitungsgebundenen Energieversorgung



Neue Struktur nach der Einführung von Wettbewerb



Abbildung 6: Entflechtung der integrierten Wertschöpfungskette

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

lichen Industriestaaten Überlegungen auf, durch die Einführung von Wettbewerb auch in diesen Märkten die Effizienz zu verbessern. Nachdem bereits in einigen auch europäischen Ländern, wie z.B. Großbritannien oder Norwegen, entsprechende Bestrebungen umgesetzt worden waren, griff die **Europäischen Union (EU)** den Gedanken der **Einführung von Wettbewerb** auch im Bereich der leistungsgebundenen Energieträger auf³⁸ und begann schrittweise die Schaffung eines **einheitlichen europäischen Binnenmarkts** für Elektrizität³⁹ und Gas⁴⁰. Aus denselben Gründen erfolgten ähnliche Bestrebungen auch für Post, Telekommunikation sowie im öffentlichen Verkehr.

- 82 Sollen aus o.a. Gründen möglichst große Teile des Geschäfts in den **Wettbewerb** gestellt werden, so verbleiben nur die **Netze** weiterhin als Monopole, die entsprechend zu regulieren sind (vgl. Abbildung 6, zweiter Abbildungsbereich). Sie stellen sogenannte **natürliche Monopole** dar, da sie sehr hohe Fixkosten und nahezu keine variablen Kosten aufweisen. Außerdem fallen bei der Bereitstellung durch nur ein einziges Unternehmen geringere Durchschnittskosten an, als bei der Aufteilung auf mehrere (ein Anschluss eines einzelnen Haushalts durch mehrere Stromleitungen verschiedener Anbieter wäre offensichtlich nicht wirtschaftlich).⁴¹ Dies betrifft die beiden Netzbereiche:
- **Transportnetz:** Betrieb des Transportnetzes (auch als Übertragungsnetz bezeichnet) einschließlich der Übernahme der Verantwortung für die Systemstabilität dieses Netzes und aller nachgeschalteten Verteilnetze einschließlich des Betriebs einer Leitwarte für dieses Netz
 - **Verteilnetz:** Betrieb des Verteilnetzes und Sicherstellung eines stabilen Netzaufbaus für alle Netzanschlussnehmer einschließlich des Betriebs einer Leitwarte für dieses Netz
- 83 Die anderen Wertschöpfungsstufen können **wettbewerblich** gestaltet werden, d.h. sie können gleichzeitig von verschiedenen Unternehmen im Wettbewerb angeboten werden (Beispiel Strom):

38 Die rechtlichen Grundlagen der Liberalisierung in der EU (Richtlinien, Verordnungen) und in Deutschland (Energiewirtschaftsgesetz, EnWG) werden in Teil I, B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels, Rdn. 180 ff. vorgestellt.

39 Den Beginn der Einführung von Wettbewerb im Bereich der leistungsgebundenen Energieträger markiert die EU-Richtlinie 96/92/EG vom 19.12.1996 betreffend gemeinsame Vorschriften für den Elektrizitätsbinnenmarkt, ABl. EG Nr. L 027 vom 30/01/1997, S. 0020–0029.

40 Den Beginn der Liberalisierung des Erdgasbinnenmarkts markiert die EU-Richtlinie 98/39/EG vom 22.06.1998 betreffend gemeinsame Vorschriften für den Erdgasbinnenmarkt, ABl. EG Nr. L 204 vom 21.07.1998, S. 0001–0012.

41 Schumann J., Meyer U., Ströbele W., Grundzüge der mikroökonomischen Theorie, 7. Aufl., Springer, Berlin, 2007. S. 38.

A. Grundlagen des Energiehandels

- **Erzeugung:** Effiziente Erzeugung von Strom und ggf. Speicherung im Wettbewerb mit anderen Erzeugern, sowie Einspeisung desselben in das Anschlussnetz
- **Handel:** Neu entstandene Wertschöpfungsstufe, die die zentrale Steuerungsaufgabe für die Energiewirtschaft des Wettbewerbsbereichs übernimmt; sie besitzt einen Zugang zu allen relevanten Großhandelsmärkten für Strom und Brennstoffe sowie Emissionszertifikate, um die mit dem Geschäft verbundenen Preis und Mengenrisiken steuern und beliebige Zu/Verkäufe tätigen zu können.
- **Vertrieb:** Belieferung von Endkunden mit Strom, wobei dies im Wettbewerb mit anderen Lieferanten erfolgt, da die Kunden den Lieferanten frei wählen können.

Die neue **Wertschöpfungsstufe „Handel“** übernimmt damit die Aktivitäten in den neu entstandenen **Großhandelsmärkten**, die Wertschöpfungsstufe „Vertrieb“ zeichnet für den **Einzelhandel** verantwortlich, wobei eine trennscharfe Unterscheidung nicht in allen Fällen möglich ist.

Wettbewerbliche **Unternehmen müssen** dabei **nicht in allen Stufen selbst aktiv sein**. Während die ehemals großen integrierten Energieversorgungsunternehmen (EVU) typischerweise auf allen Stufen engagiert sind, sind die kommunalen Stadtwerke beispielsweise häufig vor allem im Vertrieb und damit eher im Einzelhandel tätig. Andererseits ermöglicht der Wettbewerb allen Unternehmen einschließlich Neueinsteigern sich in jeder gewünschten Wertschöpfungsstufe zu betätigen. So war seit Beginn der Liberalisierung zu beobachten, dass sich einige Stadtwerke stärker im Erzeugungsbereich engagiert haben, große EVU dagegen ihre vertrieblichen Aktivitäten intensiviert haben und darüber hinaus auch neue Akteure auf allen Stufen zu beobachten waren. 84

Vergleichbare **Liberalisierungen** von vormals monopolistisch organisierten Märkten sind in der EU auch im Post- und Telekommunikationsbereich, sowie im Schienen- und öffentlichen Verkehr erfolgt. Das **Muster** der dabei innerhalb der jeweils betroffenen Branche ablaufenden **Prozesse** ist häufig sehr ähnlich. Zunächst erfolgt aufgrund von anfangs vorhandenen Überkapazitäten ein **harter Preiswettbewerb**, der durch den Eintritt von neuen Marktteilnehmern unterstützt wird und den Verbrauchern sinkende Preise und/oder bessere Produkte und Dienstleistungen zur Verfügung stellt. Für die Unternehmen entsteht eine Phase harten Kostendrucks, um sich in diesem Wettbewerb behaupten zu können. Einzelne Akteure, möglicherweise auch zuvor etablierte, ziehen sich aus den Märkten oder einzelnen Segmenten zurück. Es kommt zu Zusammenschlüssen und Partnerschaften, die dann zu einer **Marktkonsolidierung** führen. 85

Insgesamt verändert sich die Preisbildung fundamental: Waren vor der Liberalisierung die von den Aufsichtsbehörden zu genehmigenden **Preise auf Basis der Durchschnittskosten** der integrierten Unternehmen relevant, sind nunmehr die sich **in den Märkten auf Basis von Angebot und Nachfrage** bildenden 86

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Preise entscheidend. Daher ist analog anderer wettbewerblicher Märkte wichtig, dass die Preisbildung an diesen Märkten tatsächlich wettbewerblich erfolgt und keine Ausübung von Marktmacht oder Manipulationen an den Märkten stattfinden. Hierfür ist die Wettbewerbsaufsicht verantwortlich, die nun diese neuen Energiemärkte überwacht.

bb) Rechtliche Rahmenbedingungen der Energiemarkte

Europäische Union (EU)

- 87 Ausgehend von der ersten Richtlinie zum Binnenmarkt für Elektrizität in 1996⁴² und für Erdgas⁴³ erließ die EU schrittweise eine Reihe weiterer Rechtsakte die die **Liberalisierung** der Elektrizitäts- und Gasmärkte vervollständigten und klare Rahmenbedingungen für den Wettbewerb im Binnenmarkt auch für Strom und Erdgas setzen.⁴⁴

Wesentliche Veränderungen brachten die Richtlinien und Verordnungen des sogenannten **3. Energiebinnenmarktpakets** für Elektrizität⁴⁵ und Erdgas⁴⁶ der EU, die im Wesentlichen folgende Punkte neu regelten:

- Regelung der Eigentumsrechte an Übertragungs- und Fernleitungsnetzen, mit Vorgabe einer klaren Trennung der Netzaktivitäten von den Gewinnungs- und Versorgungsaktivitäten durch Vorgabe von drei möglichen Modellen
- Vollständige eigentumsrechtliche Entflechtung (Ownership Unbundling)
- Unabhängiger Netzbetreiber (ISO – Independent System Operator), Netzeigentum verbleibt beim integrierten Unternehmen
- Unabhängiger Übertragungs-/Fernleitungsnetzbetreiber (ITO – Independent Transmission Operator), ITO verbleibt im Eigentum des integrierten Unternehmens, detaillierte Regeln gewährleisten Autonomie und Unabhängigkeit
- Effektivere Aufsicht durch wirklich unabhängige einzelstaatliche Energieregulierungsbehörden und weitere Harmonisierung deren Befugnisse
- Stärkung des Verbraucherschutzes
- Regulierung des Zugangs Dritter zu Gasspeichern und Flüssigerdgasanlagen (LNG-Anlagen)

42 EU-Richtlinie 96/92/EG vom 19.12.1996 betreffend gemeinsame Vorschriften für den Elektrizitätsbinnenmarkt, ABl. EG Nr. L 027 vom 30/01/1997, S. 0020–0029.

43 EU-Richtlinie 98/39/EG vom 22.06.1998 betreffend gemeinsame Vorschriften für den Erdgasbinnenmarkt, ABl. EG Nr. L 204 vom 21.07.1998, S. 0001–0012.

44 Details s. *Europäisches Parlament*, Kurzdarstellungen zur Europäischen Union: Energiebinnenmarkt, abgerufen unter https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/de/FTU_2.1.9.pdf (27.08.2020).

45 EU-Richtlinie 2009/72/EG vom 13.07.2009 über gemeinsame Vorschriften für den Elektrizitätsbinnenmarkt, ABl. EU Nr. L 211 vom 14.08.2009, S. 0055–0093.

46 EU-Richtlinie 2009/73/EG vom 13.07.2009 über gemeinsame Vorschriften für den Erdgasbinnenmarkt, ABl. EU Nr. L 211 vom 14.08.2009, S. 0094–0136.

- Förderung der Solidarität der Mitgliedsstaaten, durch Koordination der nationalen Notfallmaßnahmen im Falle schwerer Unterbrechungen der Erdgasversorgung

Die aktuelle Weiterentwicklung bildet das 4. Energiebinnenmarktpaket mit der Richtlinie zum Elektrizitätsbinnenmarkt 2019/944⁴⁷ und den zugehörigen Verordnungen 2019/941⁴⁸ und 2019/943⁴⁹ in denen vor allem folgende Punkte neu geregelt wurden, die auch für den Energiehandel relevant sind:

- Regelungen für die Aktivierung der Nutzung von Flexibilität, auch lastseitig, und die Aktivierung von Verbrauchern und Kleinunternehmen; in diesem Zusammenhang wird auch ein Recht auf die Nutzung von Aggregatoren festgeschrieben
- Es wird ein Anspruch von Verbrauchern verankert, dynamische Stromtarife angeboten zu bekommen, sofern sie über entsprechende Messeinrichtungen verfügen
- Ziele für den Ausbau der Erzeugung auf Basis erneuerbarer Energien
- Regelungen zur Risikovorsorge und Bewältigung von Stromversorgungskrisen, wobei festgelegt wird, dass die Maßnahmen mit den Vorschriften für den Energiebinnenmarkt in Einklang stehen müssen und nicht marktbasierter Maßnahmen nur als letztes Mittel eingesetzt werden dürfen
- Als Grundsatz für die Elektrizitätsmärkte werden eine freie Preisbildung auf der Grundlage von Angebot und Nachfrage festgeschrieben, wobei die Heranbildung von flexibler, nachhaltiger Erzeugung mit geringen CO2-Emissionen und die Flexibilisierung der Nachfrage erleichtert werden soll
- Die Marktvorschriften sollen geeignete Investitionsanreize bieten, insbesondere in langfristige Investitionen in Erzeugung, Energiespeicherung, Energieeffizienz und Laststeuerung
- Zur Risikoabsicherung dürfen langfristige Absicherungsmöglichkeiten an den Börsen bzw. langfristige Lieferverträge außerbörslich ausgehandelt werden
- Bei Änderungen des Regulierungsrahmens muss den Auswirkungen auf kurz- und langfristige Terminmärkte und -produkte Rechnung getragen werden
- Die Marktteilnehmer sind für ihre Bilanzkreisabweichungen verantwortlich
- Die Regelreservemärkte müssen technologieoffen und diskriminierungsfrei wettbewerblich organisiert werden und auch Anbietern der Nachfrageseite sowie aus erneuerbarer Erzeugung den Zugang ermöglichen

⁴⁷ EU Richtlinie 2019/944 vom 5. Juni 2019 mit gemeinsamen Vorschriften für den Elektrizitätsbinnenmarkt und zur Änderung der Richtlinie 2012/27/EU, ABl. EU Nr. L 158 vom 14.06.2019, S. 125–199.

⁴⁸ EU Verordnung 2019/941 vom 5. Juni 2019 über die Risikovorsorge im Elektrizitätssektor und zur Aufhebung der Richtlinie 2005/89/EG, ABl. EU Nr. L 158 vom 14.06.2019, S. 1–21.

⁴⁹ EU Verordnung 2019/943 vom 5. Juni 2019 über den Elektrizitätsbinnenmarkt, ABl. EU Nr. L 158 vom 14.06.2019, S. 54–124.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- Regelungen zur Vergabe von langfristigen Übertragungsrechten zur Absicherung von Preisrisiken über Gebotszonen hinweg
 - Regelungen zur Überprüfung des Zuschnitts der Gebotszonen und ggf. Anpassung derselben bzw. Pflicht alternative Maßnahmen aufzuzeigen, damit die Verpflichtung der Mitgliedsstaaten erreicht werden kann, dass an den Grenzen der Gebotszonen bis spätestens Ende 2025 mindestens 70 % der Nettoübertragungskapazität für den zonenübergreifenden Handel zur Verfügung stehen kann
 - Regelungen zum Redispatch
 - Grundsätze für die Gestaltung von Kapazitätsmechanismen, die aber nur als letztes Mittel eingesetzt werden dürfen
 - Regelungen zur Netzentwicklungsplanung
- 88 Seit den Verhandlungen zum 3. Energiebinnenmarktpaket wurde auf EU-Ebene die Vision eines einheitlichen Energiebinnenmarkts mit verschiedenen Regelungen vorangetrieben. Unter anderem wurde zur verbesserten Koordination der nationalen Regulierer die **Agentur für die Zusammenarbeit der Energieregulierungsbehörden (ACER)** gegründet, die folgende zentrale Aufgaben übertragen bekam (Auszug)⁵⁰:
- „Ergänzung und Koordinierung der Arbeit der nationalen Regulierungsbehörden
 - Treffen verbindlicher Einzelentscheidungen zu den Bestimmungen für den Zugang zu grenzübergreifenden Infrastrukturen und deren Betriebssicherheit (nur unter bestimmten Bedingungen)
 - Überwachung der Entwicklungen auf den Strom- und Gasmärkten und Berichterstattung
 - Überwachung der Energiegroßhandelsmärkte zur Ermittlung und Verhinderung von Marktmissbrauch in enger Zusammenarbeit mit den nationalen Regulierungsbehörden“
- 89 Zur weiteren Vollendung eines länderübergreifenden einheitlichen Energiebinnenmarkts wurde speziell im Strombereich die Kopplung der häufig nationalen Strommärkte durch Einführung von **Market Coupling** Mechanismen vorangetrieben. Dabei können die zwischen den verschiedenen (nationalen) Preiszonen existierenden Übertragungsnetzengpässe integriert mit dem Energiehandel an den Spotmärkten gehandelt werden, so dass die Marktakteure keine separaten Durchleitungsrechte für die Engpässe mehr managen müssen und sich integrierte Strompreise für die einzelnen Marktgebiete ergeben.
- Durch die Kooperation zwischen den jeweiligen Übertragungsnetzbetreibern (ÜNB) und den beteiligten Spotbörsen werden hierfür die sich situations- und marktabhängig ergebenden Lastflüsse in den Netzen abgeschätzt, damit eine

⁵⁰ Europäische Union (EU): Agenturen und sonstige Einrichtungen der EU: Agentur für die Zusammenarbeit der Energieregulierungsbehörden (ACER), abgerufen unter https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/acer_de (27.08.2020).

möglichst hohe Leistung für den grenzüberschreitenden Handel zur Verfügung gestellt werden kann. Dieses Flow-based Market Coupling nutzt dann die vorhandenen physischen Übertragungskapazitäten an den Marktgebietsgrenzen optimal, so dass die einzelnen Märkte – soweit als physikalisch möglich – konvergieren.

Hierzu ist ein stabiles und von allen Parteien akzeptiertes Verfahren zur Ermittlung der verfügbaren Übertragungskapazitäten an Engpassen notwendig, das durch die ENTSO-E im Rahmen der Network Codes for Capacity Allocation and Congestion Management⁵¹ (NC CACM) und for Forward Capacity Allocation⁵² (NC FCA) geregelt wurde und von der Europäischen Kommission in einer entsprechenden Leitlinie 2015 umgesetzt wurde. Hier ist definiert, wie die Kapazitätsvergabe und das Engpassmanagement umgesetzt werden muss. Für Details zu den Gebieten des Market Coupling sei auf Teil 1 A II 2 ab verwiesen.

Die EU misst einem vollständig integrierten Energiebinnenmarkt eine hohe Bedeutung zu. Dies wird auch in der Mitteilung der europäischen Kommission zur **Energieunion** in 2015 nochmals bekräftigt: „Ziel einer krisenfesten, auf einer ehrgeizigen Klimapolitik basierenden Energieunion ist die Versorgung der Verbraucher in der EU – d. h. der Privathaushalte und Unternehmen – mit sicherer, nachhaltiger, auf Wettbewerbsbasis erzeugter und erschwinglicher Energie.“⁵³ 90

Insgesamt ist der **Stand der Liberalisierung und des Wettbewerbs** in den einzelnen nationalen Energiemarkten jedoch noch erheblich unterschiedlich. Während beispielsweise in Großbritannien, Skandinavien und Deutschland der Wettbewerb auf allen Stufen der Wertschöpfungskette außerhalb der Netze möglich ist und auch stattfindet, können in anderen Ländern weiterhin noch nicht alle Endkunden ihren Lieferanten frei wählen. Auf der Großhandelsebene existiert jedoch in vielen Ländern ein deutlicher Wettbewerb. In geografischen Regionen mit Markt Coupling sind diese Märkte auch eindeutig europäisch integriert.

Bundesrepublik Deutschland

In Deutschland wurden die entsprechenden Vorgaben der EU zunächst mit der Novellierung des **Energiewirtschaftsgesetzes (EnWG)** 1998⁵⁴ umgesetzt. Dabei war zwar die Öffnung der Netze für andere Anbieter von Elektrizität und Gas vorgesehen, aber zunächst basierend auf dem Prinzip des verhandelten Netzzu- 91

51 ENTSO-E, Capacity Allocation and Congestion Management (CACM) abgerufen unter https://www.entsoe.eu/network_codes/cacm/ (27.08.2020).

52 ENTSO-E, Forward Capacity Allocation (FCA) abgerufen unter https://www.entsoe.eu/network_codes/fca/ (27.08.2020).

53 EU Kommission, Paket zur Energieunion, COM(2015) 80, abgerufen unter [http://www.europarl.europa.eu/RegistreWeb/search/simple.htm?reference=COM_COM\(2015\)0080&lg=DE¤t-Page=1](http://www.europarl.europa.eu/RegistreWeb/search/simple.htm?reference=COM_COM(2015)0080&lg=DE¤t-Page=1) (27.08.2020).

54 BGBl. I S. 730, 1, BGBl. III 752-2 vom 24. April 1998, Gesetz über die Elektrizitäts- und Gasversorgung (Energiewirtschaftsgesetz – EnWG).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

gangs. Im Rahmen entsprechender Bemühungen der beteiligten Verbände wurden hierfür Mustervereinbarungen ausgehandelt. Im Strombereich entstand dabei die **Verbändevereinbarung II (VV2)**, in der letzten Fassung VV2plus⁵⁵. Sie regelte die wichtigsten Vorgänge für die Nutzung der Netze durch Lieferanten, stellte jedoch kein verbindliches Regelwerk dar, so dass die Anwendung dieser Regelungen auf freiwilliger Basis durch die Netzbetreiber erfolgte, die sich aber nicht alle unbedingt an die Vereinbarungen halten mussten. Diese Inhomogenität erschwerte das Agieren für Lieferanten erheblich, die bundesweit in allen Netzgebieten Kunden beliefern wollten, so dass eine wichtige Neuerung in der Revision des EnWG diesen Bereich traf. Für Gas war eine ähnliche Entwicklung vorhanden.

- 92 Bei der Neuregelung des **EnWG 2005**⁵⁶ war speziell die wichtige, weiter vertiefte Entflechtung von Netz und Wettbewerbsbereich in den vormals integrierten Unternehmen sowie die Schaffung eines Regulierers für die Energienetze von besonderer Bedeutung. Die Aufgaben des Regulierers für die Energienetze wurden der **Bundesnetzagentur (BNetzA)**⁵⁷ bzw. für kleinere Netzbetreiber entsprechenden Landesregulierungsbehörden übertragen. Diese regulieren seither die Netzentgelte, die BNetzA gibt außerdem einheitliche verbindliche Regelungen für die Abwicklung der Netznutzung für alle Netzbetreiber vor. Seither wurde das Gesetz mehrfach revidiert, u.a. auch um weitere zwischenzeitlich ergangene EU-Vorgaben in nationales Recht umzusetzen. Die augenblicklich letzte Ergänzung erfolgte im Januar 2017⁵⁸. Übersichten zur Entwicklung des EnWG können in entsprechenden Internetangeboten gefunden werden⁵⁹.

Aufgrund der empirisch unklaren Situation, ob sich Vollkosten für Erzeugungsanlagen in wettbewerblichen Strommärkten erwirtschaften lassen, hat die Bundesregierung zwischenzeitlich ein **Strommarktgesetz**⁶⁰ erlassen, das die langfristige Funktionsfähigkeit des Strommarkts und die Versorgungssicherheit im Strombereich sicherstellen soll. Dabei werden neben anderen Punkten als wichtigste Punkte für den Strommarkt die Nachfolgenden festgeschrieben⁶¹:

-
- 55 Verbändevereinbarung über Kriterien zur Bestimmung von Netznutzungsentgelten für elektrische Energie und über Prinzipien der Netznutzung vom 13. 12. 2001, BDI, VIK, VDEW, VDN, ARE, VKU abgerufen unter <http://www.iwr.de/re/eu/recht/VVIIplus.pdf> (13. 3. 2017).
- 56 BGBl. 2005 I S. 1970 vom 12. Juli 2005, Gesetz über die Elektrizitäts- und Gasversorgung (Energiewirtschaftsgesetz – EnWG).
- 57 *Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen (BNetzA)* vgl. www.bundesnetzagentur.de (11. 03. 2021).
- 58 BGBl. 2017 I S. 130 vom 2. Februar 2017, Gesetz zur Änderung der Vorschriften zur Vergabe von Wegenutzungsrechten zur leitungsgebundenen Energieversorgung.
- 59 Z. B. <https://www.buzer.de/gesetz/2151/l.htm> (27. 08. 2020).
- 60 BGBl. 2016 I S. 1786 vom 26. Juli 2016, Gesetz zur Weiterentwicklung des Strommarktes (Strommarktgesetz).
- 61 Deutscher Bundestag, 18. Wahlperiode, Drucksache 18/7317, Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur Weiterentwicklung des Strommarkts (Strommarktgesetz), 20.01.2016 abgerufen unter <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/073/1807317.pdf> (27. 08. 2020).

- Die bestehenden und **bewährten Mechanismen** des liberalisierten Strommarkts sollen **gestärkt** werden: Die **freie wettbewerbliche Preisbildung** am Strommarkt wird zugesichert, das Auftreten von **Preisspitzen** zugelassen.
- Weiterentwicklung der Regelungen zur Bilanzkreisbewirtschaftung unter **Stärkung der Verantwortung der Bilanzkreisverantwortlichen**.
- Weitere **Erhöhung der Transparenz im Strommarkt** durch Einrichtung einer nationalen Informationsplattform
- Absicherung der Versorgungssicherheit durch die Einführung einer **Kapazitätsreserve**, die dem Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage dient, wenn trotz freier Preisbildung am Strommarkt kein ausreichendes Angebot existiert.
- Verlängerung der **Netzreserve** aus zur Stilllegung angemeldeten systemrelevanten Kraftwerken zur Überbrückung von Netzengpässen gegen Kostenerstattung.
- Einführung einer „**Klimaschutzreserve**“: 2,7 GW an Erzeugungskapazität aus älteren Braunkohlekraftwerken wird gegen Kostenerstattung in eine Kaltrreserve überführt, um die Emission von Klimagassen zu reduzieren.
- Verbesserung des periodischen **Monitorings zur Versorgungssicherheit** an den Strommärkten.

Mit dem im Jahr 2020 verabschiedeten Kohleausstiegsgesetz⁶², das zum einen das neue Kohleverstromungsbeendigungsgesetz (KVBG) und zum anderen Änderungen am Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz (TEHG) sowie anderen Gesetzen enthält, wird nicht direkt in die Marktmechanismen an den Großhandelsmärkten eingegriffen. Allerdings ist davon auszugehen, dass sich der damit gesetzlich beschlossene „Kohleausstieg“ durch die strukturelle Veränderung in der Erzeugungsstruktur auf den Strommarkt auswirken wird. Durch die mit der Änderung des TEHG verbundene Reduktion der Ausgabemenge an EU-Emissionszertifikaten soll sichergestellt werden, dass der Emissionsminderungseffekt durch die Stilllegung der Kohlekraftwerke auch tatsächlich auf EU-Ebene zu entsprechenden Emissionsminderungen führt, indem die hierdurch im EU-Emissionshandelssystem (EU ETS) verfügbare Menge an Zertifikaten entsprechend verringert wird. Hierdurch soll vermieden werden, dass derselbe Effekt eintritt, wie in Teil I A II 2 e) bb) im Zusammenhang mit dem Erneuerbaren Energien Gesetz (EEG) beschrieben, der den tatsächlich eintretenden Emissionsminderungseffekt aufhebt bzw. zumindest deutlich reduziert.

Aus Sicht des EU ETS ist jedoch festzustellen, dass dieselben Emissionsminderungen durch die singuläre Reduktion der auszugebenden Menge an Emissionszertifikaten ebenfalls erreicht werden könnte und damit der im KVBG festgelegte komplexe und kostenintensive Mechanismus zur Stilllegung der Anlagen nicht benötigt würde, um denselben Klimaschutzeffekt zu erzielen. In dieser

62 BGBL. 2020 I 37 S. 1818 vom 13. August 2020, Gesetz zur Reduzierung und zur Beendigung der Kohleverstromung und Änderung weiterer Gesetze (Kohleausstiegsgesetz).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Hinsicht ist das KVBG im Hinblick auf eine kosteneffiziente Erreichung von Klimaschutz kritisch zu bewerten.

c) Nutzen von wettbewerblichen Energienmärkten

- 93 **Wettbewerblich organisierte Großhandelsmärkte** für Energie weisen aus ökonomischer Sicht die in Teil 1 A 2 c) dargestellten Eigenschaften im Hinblick auf eine **effiziente Allokation** und Steuerung von knappen Gütern auf. Da Energie in aller Regel ein knappes Gut darstellt, ist diese Funktion der Märkte von hoher Bedeutung für die Funktionsfähigkeit der Energiewirtschaft. Aufgrund der Bedeutung von Energie für die Volkswirtschaften, gibt es jedoch häufig **Eingriffe seitens der Politik**, die z.B. die Versorgungssicherheit, Umweltaspekte oder soziale Verteilungsfragen adressieren.
- 94 Die **leitungsgebundenen Energieträger** waren wie in den Abschnitten a) und b) dargestellt, in vielen Ländern für lange Zeiträume nicht wettbewerblich sondern monopolistisch organisiert, so dass **Energienmärkte** für diese Energieträger eine **neuere Entwicklung** darstellen. Entsprechend sind diese jungen Märkte, in Deutschland sind sie seit 1998 liberalisiert, in der Vergangenheit immer wieder **umstritten** gewesen. Speziell die durch ansteigende Brennstoffpreise und die Einführung des Emissionshandels verursachten hohen Preisanstiege in den Jahren 2005 bis 2008 haben zu kritischen Diskussionen in der Öffentlichkeit geführt. In Folge wurden zahlreiche Maßnahmen zur Überwachung dieser Märkte eingeführt. Vorwürfe hinsichtlich breit angelegter Marktmanipulationen im Elektrizitätsmarkt in Deutschland konnten jedoch - trotz verschiedener Untersuchungen - bislang nicht als begründet bestätigt werden.
- Zwischenzeitlich wird allgemein davon ausgegangen, dass die **Strom- und Gasmärkte auf Großhandelsstufe** in Deutschland weitgehend europäische Märkte sind, bei denen eine **hohe wettbewerbliche Intensität** herrscht und deren Verhalten einem vollkommenen Markt (vgl. Teil 1 A 2 d)) nahe kommt. Daher kann erwartet werden, dass die Vorteile von wettbewerblichen Märkten, die in der ökonomischen Theorie beschrieben sind, auch empirisch in diesen Märkten erreicht werden können.
- 95 Verschiedene Marktteilnehmer treffen sich an den Großhandelsmärkten mit unterschiedlichen Interessen: Ein Teil der Akteure möchte Energie verkaufen, ein anderer Teil möchte dagegen Energie kaufen. Die Mechanismen des Markts führen zum Ausgleich dieser unterschiedlichen Interessen und steuern damit die Allokation der betreffenden Ressource Energie. Dies ist sowohl aus **gesamtwirtschaftlicher Sicht** als auch **betriebswirtschaftlicher Sicht einzelner Akteure** von Relevanz.
- 96 Aus **gesamtwirtschaftlicher Perspektive** ist die effiziente Allokation knapper volkswirtschaftlicher Ressourcen relevant. Sowohl in der volkswirtschaftlichen Theorie, als auch in empirischen Beobachtungen ist festzustellen, dass dies i. d. R. auf Basis von Wettbewerb mit Koordination durch Märkte effizient funktioniert.

Dabei ist als Resultat festzustellen, dass nicht ausschließlich das **Sinken von Endkundenpreisen**, wie das in der Anfangszeit der Liberalisierung der Energiewirtschaft in den Märkten zu beobachten war, ein Maßstab für die Effizienz darstellt. Solange diese höheren Preise durch den Anstieg der Refinanzierungskosten der Energiewirtschaft begründet werden könnten, wären auch höhere Preise noch gesamtwirtschaftlich als effizient gerechtfertigt. Dabei wird unterstellt, dass die **Allokation von Kapital in der Gesamtwirtschaft verbessert** wird, das auch für die Investitionen in der Energiewirtschaft benötigt wird. 97

Solange die Energiewirtschaft monopolistisch organisiert war, stand dieser Branche aufgrund der geringeren Risikoexposition Kapital kostengünstiger (d.h. zu niedrigeren Zinssätzen) zur Verfügung als anderen Wirtschaftszweigen, die im Wettbewerb stehen. Dies führt dazu, dass die Energiewirtschaft aufgrund der günstigeren Refinanzierung verstärkt Risiken durch Kapitaleinsatz gemangelt hat. Beispielsweise sind hierdurch erhebliche Überkapazitäten entstanden, die dazu dienten das Risiko von Versorgungsgängen zu vermeiden. Gesamtwirtschaftlich ist dies nicht effizient, da das Kapital anderen Branchen damit entzogen wird.

Aus **betriebswirtschaftlicher Perspektive** ermöglichen die Energiemarkte den Akteuren ihre Risiken, die durch den Wettbewerb am Markt entstehen, zu managen. Liquide Großhandelsmärkte mit ihren Möglichkeiten zum Management von Risiken erleichtern auch den Einstieg von neuen Akteuren erheblich. Daneben bieten Sie auch für spekulative Marktteilnehmer Potentiale, die durch das gezielte Eingehen von Risiken beabsichtigen, Erträge zu erwirtschaften. Auch wenn die Spekulation zunächst eher dem Selbstzweck Gewinnstreben dient, unterstützen spekulativ agierende Akteure durch Schaffung von Liquidität in den Märkten und Übernahme von Risiken die Funktionsfähigkeit der Märkte für die o.a. Unternehmen, die ihre Risiken managen, und sind daher für die Funktionsfähigkeit der Märkte von Bedeutung. 98

5. OTC-Handel in Energiemärkten

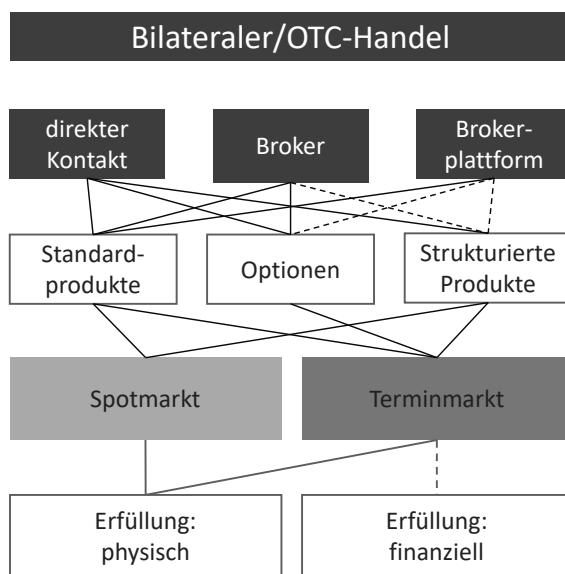
Unter **OTC-Handel (Over-the-Counter-Handel)** wird der **bilaterale Handel** verstanden, der zu einem direkten Vertragsschluss zwischen zwei Parteien führt. Aufgrund der üblicherweise geltenden Vertragsfreiheit können – je nach geltendem Ordnungsrahmen – solche bilateralen Geschäfte im Prinzip zwischen den Vertragsparteien frei gestaltet werden. Dies gilt auch für den Spezialfall von leitungsgebundenen Energieträgern, wenn eine diskriminierungsfreie Nutzung der Netzinfrastruktur sichergestellt ist, was ohnehin Grundlage für einen wettbewerblichen Markt ist. 99

Dies führt dazu, dass die **Bandbreite** an möglichen Geschäftsstrukturen im OTC-Markt sehr breit gefächert ist. OTC können im Prinzip alle Produkte gehandelt werden, wenn ein entsprechender Vertragspartner individuell gefunden werden kann. Abbildung 7 ordnet schematisch die wichtigsten Varianten von OTC-Geschäften nach Art der Vermittlung, Lieferzeitraum und Produkttyp ein.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- 100 Geschäfte im OTC-Markt werden entweder **direkt bilateral** angebahnt, indem ein Händler mit einem anderen Kontakt aufnimmt (telefonisch, elektronisch oder persönlich) oder einen **Vermittler (Broker)** beauftragt, Kontakt zu einem anderen Händler herzustellen, der bereit ist, das angebotene Geschäft abzuschließen. Ein Spezialfall, der in vielen Märkten erheblich Bedeutung gewonnen hat und heute einen großen Anteil des OTC-Handels ausmacht, sind **elektronische Brokerplattformen**. Hier betreiben Broker elektronische Plattformen auf denen von teilnehmenden Händlern entsprechende Gebote eingestellt werden können, die dann von anderen teilnehmenden Händlern direkt auf der elektronischen Plattform „abgeklickt“, also per elektronischer Auswahl angenommen werden können.

Aufgrund der Notwendigkeit der strukturierten Darstellung auf solch einer Plattform, sind dort ausschließlich die standardisierten Produkte handelbar, die der Broker auf seiner Plattform als handelbar definiert hat. Optionen können daher auf einer Plattform nur begrenzt in Form von standardisierten einfachen



Ausnahme Pflicht-Pool:

Im Fall von verpflichtenden Poolmärkten können physische Geschäfte nur über den Pool abgewickelt werden (day-ahead). In diesem Fall handelt es sich bei allen anderen Geschäften um finanzielle Verträge.

Abbildung 7: Variante von OTC-Geschäften

Quelle: Hufendiek K., Vorlesungsunterlagen Energiemärkte & Energienhandel, IER, Universität Stuttgart, 2016

Optionen gehandelt werden, strukturierte Produkte können nicht angeboten werden.

Im Fall einer Vermittlung durch Broker werden sowohl Standardgeschäfte als auch Optionen gehandelt, wobei auch hier i. d. R. die Komplexität der Produkte nicht zu hoch sein sollte. Steigt die Komplexität zu stark an, so lohnt sich der Einsatz eines Brokers kaum, weil die Verhandlung mit dem Vertragspartner den wesentlichen Teil der Geschäftsanbahnung umfasst, die der Broker üblicherweise nicht begleitet. Strukturierte Produkte, die nicht nah an einer Standardisierung liegen, werden daher üblicherweise nur bilateral gehandelt.

Generell gilt, dass der Aufwand einer Vermittlung immer in einem sinnhaften Verhältnis zum Umfang des Geschäfts stehen muss. Eine persönliche bilaterale Anbahnung mit mehreren Verhandlungsrunden wird sicherlich nur für strukturierte Geschäfte größeren Umfangs lohnend sein. Je besser ein Geschäft einem Standard entspricht und je geringer das Volumen, desto einfacher muss ein Vertragsabschluss zu tätigen sein, um die Transaktionskosten gering zu halten. Dies begründet letztlich den wachsenden Erfolg der Brokerplattformen, die einen sehr einfachen Geschäftsabschluss ermöglichen und für die eine standardisierte Vermittlungsgebühr (Brokerage) fällig wird, die i. d. R. wesentlich geringer als die für ähnliche Produkte gültigen Börsengebühren ausfällt.

Im **Spotmarkt** können neben Standardgeschäften auch spezielle Vertragsstrukturen gehandelt werden. Optionalitäten jedoch kaum, weil bei einer direkten Lieferung ein Wahlrecht nur begrenzt Sinn entfaltet. Im **Terminmarkt** haben dagegen alle drei Geschäftstypen ihre Berechtigung. Im Spotmarkt ist aufgrund der zeitnahen Lieferung eine finanzielle Erfüllung wenig sinnhaft, so dass hier üblicherweise nur eine physische Lieferung vorkommt. In den Terminmärkten können OTC jedoch typischerweise beide Erfüllungsarten auftreten. 101

Einen Spezialfall bilden **Poolmärkte** an denen eine Verpflichtung besteht, physische Geschäfte aufgrund einer entsprechenden Nominierungspflicht, am zentralen Marktplatz „Pool“ abzuwickeln. Hier können OTC dann ausschließlich finanzielle Geschäfte getätigter werden. 102

II. Energiemarkte

1. Überblick

Den Energiemarkten sind grundsätzlich **alle Märkte** zuzurechnen, auf denen **Energieträger gehandelt** werden. Die Entstehung von Energiemarkten im großen Stil ist eng mit der Geschichte der **Industrialisierung** verbunden, da im Rahmen der Industrialisierung speziell der fossile Energieträger Kohle für die schnell wachsende Industrie einen wichtigen Produktionsfaktor darstellte. Seitdem wird Energie und damit Energieträger in großem Umfang gefördert und genutzt. Da die Eigentümer der Förderung und die Nachfrager im Sinne einer Arbeitsteilung und Spezialisierung (vgl. Teil 1 A I 1 b)) nicht notwendigerweise dieselben waren, führte dies zur Ausprägung von Energiemarkten, auf denen zunächst der Energieträger **Kohle** ver- und gekauft wurde. 103

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Die **Versorgung mit Energie** war zunächst von physischen Versorgungs- und Transportproblemen dominiert und daher eher eine lokale Aufgabe, weshalb die Industrialisierung zunächst vor allem in den Kohlezentren Europas einen wesentlichen Aufschwung brachte. Daher waren diese frühen Energiemärkte noch keine Märkte im Sinne weltweiter Commodity-Märkte.

- 104 Diese entwickelten sich wesentlich dann mit dem **Aufstieg des Energieträgers Erdöl** zum wichtigsten Energieträger aller industrialisierten Volkswirtschaften. Jetzt waren der Transport – auch aufgrund des zwischenzeitlich eingetretenen technischen Fortschritts im Transportsektor – kein wesentliches Problem mehr, außerdem war nur in wenigen weltweiten Regionen Erdöl lokal verfügbar, sodass sich hier bald ein durch die großen Ölgesellschaften geprägter Welthandel mit Erdöl und später dann auch mit Ölprodukten entwickelte. Mit zunehmendem Umsatz standardisierten sich hier Vorgänge und die Indifferenz des gehandelten Produkts für die Käufer nahm zu, so dass sich die Märkte „commoditisierten“. Es entstanden auch derivative Produkte, insbesondere Futures, die die Marktliquidität weiter erhöhten.

Aufgrund der historischen Entwicklung und der weiterhin vorhandenen Eigenschaft, dass Kohle mit dem größten Anteil bis heute regional genutzt wird, setzte die Entwicklung hin zu Commodity-Märkten bei Kesselkohlen erst sehr viel später ein. Heute sind diese Märkte – wenn auch nicht mit einer vergleichbar hohen Liquidität wie der Ölmarkt – auch als Commodity-Märkte ausgeprägt. Auch hier können zwischenzeitlich standardisierte derivative Kontrakte gehandelt werden.

- 105 Eine wesentlich andere Entwicklung nahmen die **leistungsgebundenen Energieträger Strom und Erdgas**. Aufgrund ihrer Bindung an entsprechende Netze und die Bedeutung der Energieträger für die einzelnen Volkswirtschaften, wird der Sicherheit der Versorgung mit diesen Energieträgern ein besonderes Augenmerk zuteil. Daher wurden sowohl die Elektrizitäts- als auch die Erdgaswirtschaft zunächst als netzgebundene Monopole aufgebaut. Die Möglichkeit, Netz und Energie zu trennen und im Energiebereich Wettbewerb zuzulassen ist hier ein vergleichsweise neuer Gedanke (vgl. Teil I A I 4). Allerdings haben sie bezüglich der Ausprägung als Commodity-Märkte aufgrund der Netzgebundenheit dann einen wesentlichen Vorteil gegenüber anderen Energieträgern: Die Commodity ist auch physikalisch gesehen wirklich homogen. Sie stellen daher – obwohl erst spät entwickelt –, wenn die Randbedingungen für einen fairen Wettbewerb geeignet gesetzt werden, heute interessante Märkte speziell im Hinblick auf das Marktverhalten von Commodity-Märkten dar. Sie sollen daher im nachfolgenden fokussiert betrachtet werden.

Im Zusammenhang mit Energiemärkten werden häufig auch **Emissionsmärkte** genannt. Den weltweit wichtigsten Emissionsmarkt stellt zwischenzeitlich sicherlich das EU-Emissionshandelssystem (EU ETS) dar. Es existieren jedoch auch andere Emissionsmärkte, insbesondere wurden in den USA bereits früh ähnliche, allerdings regionale Systeme eingeführt, die der Reduktion anderer Luftsabstoffe dienten. Emissionsmärkte und insbesondere das EU ETS werden

häufig mit Energiemarkten gemeinsam betrachtet, gibt es doch aufgrund der fossilen Stromerzeugung vielfache Verbindungen zwischen dem EU ETS und den europäischen Strommärkten.

Theoretisch betrachtet sind die Emissionsmärkte jedoch keine Commodity-Märkte, da hier keine Ware gehandelt wird. Dies ist auf den ersten Blick zwar nicht sofort einsichtig, werden doch Emissionszertifikate gehandelt, die eine Ware darstellen könnten. Auf den zweiten Blick wird jedoch im Vergleich mit anderen Waren klar, dass Zertifikate keine Waren darstellen: Wenn für einen physischen Bedarf eine Ware benötigt wird, die nicht zum richtigen Zeitpunkt am richtigen Ort vorhanden ist, kann der Bedarf nicht befriedigt werden und der angestrebte Nutzen entfällt. Ist beispielsweise Kohle am Kohlekraftwerkstandort physisch nicht vorhanden, **kann** kein Strom produziert werden. Fehlen dagegen Emissionszertifikate **darf** kein Strom produziert werden, er kann aber sehr wohl dennoch erzeugt werden. Dieser zunächst geringfügig erscheinende Unterschied ist jedoch für die theoretische Betrachtung der Märkte und deren Verhalten erheblich. Fehlt Kohle, kann der Kraftwerksbetreiber nicht produzieren, fehlen Emissionszertifikate, wird der Kraftwerksbetreiber nur deshalb nicht produzieren, weil er die damit verbundenen staatlichen Sanktionen (oder einen Imageschaden) fürchtet.

Der Wert eines Emissionszertifikats hängt somit im Gegensatz zur Commodity, davon ab, dass die staatliche Ordnung den Wert einprägt und am Ende garantiert, dass das Emissionszertifikat zur Befriedigung der Abgabepflichten auch eingesetzt werden kann. Bei Commodities steckt der Wert dagegen in den physischen Eigenschaften der Ware. Diese müssen immer zu gewissen Kosten produziert oder gewonnen werden und sind damit per se mehr oder weniger knapp. Die Emissionszertifikate sind nur dann knapp, wenn die staatliche Ordnung für eine entsprechende Knappeit sorgt und damit implizit einen Wert schafft.

Diese Eigenschaft von Emissionszertifikaten weist eine **hohe Ähnlichkeit zu Währungen** auf: Geld stellt im Grunde auch ein Zertifikat dar, dem die staatliche Ordnung einen Wert zuweist und die verfügbare Menge bestimmt. Entfällt diese staatliche Ordnung, wird Geld wertlos, dies würde für die Emissionszertifikate analog gelten. Wird diese Analogie weiter vertieft, könnte in der Steuerung der neu geschaffenen Marktstabilitätsreserve im EU ETS (sicherlich sehr stark vereinfachend) eine Analogie zur Geldmengensteuerung der Notenbanken gesehen werden. Dies verdeutlicht, dass der zunächst nur gering erscheinende Unterschied zu Commodity-Märkten zu einem wesentlich anderen Verständnis der Emissionsmärkte führt.

2. Strom

a) Einleitung

aa) Historische Entwicklung Vertragsstrukturen

Wie im vorangegangenen Abschnitt bereits erwähnt, ist die Elektrizitätsversorgung als netzgebundene Energieversorgung zunächst aufgrund spezieller Rege-

106

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

lungen in nahezu allen Staaten als **integrierte Versorgung mit Gebietsmonopolen** entstanden. Mit diesen Gebietsmonopolen war für die – oftmals öffentlichen – Unternehmen der Stromversorgung gleichzeitig eine Anschlusspflicht für alle Abnehmer verbunden. Sie mussten ihre Netze und die Erzeugungskapazitäten so auslegen, dass alle Abnehmer im Versorgungsgebiet ausreichend mit Elektrizität versorgt werden konnten. Im Gegenzug durften die Unternehmen als Monopolisten ihre Preisgestaltung unter staatlicher Aufsicht so vornehmen, dass sie die mit dieser Versorgungsaufgabe verbundenen Kosten auf die Abnehmer wälzen konnten. Dieses sogenannte „**Cost plus**“-Regime wurde von den Aufsichtsbehörden dahingehend überwacht, dass das „Plus“, was die Rendite des Unternehmens beeinflusste, angemessen ausfiel.

Die Unternehmen waren dabei als **integrierte Unternehmen** aufgestellt. Im Falle der großen „**integrierten Verbundunternehmen**“, die auch die Übertragungsnetze betrieben und damit für die Netzstabilität ihrer Regelzone verantwortlich zeichneten, umfasste dies alle Wertschöpfungsstufen. Dies ist in Abbildung 8 oben schematisch aufgezeigt. Hier sind auch die Wertschöpfungsstufen zu erkennen, die ein solches integriertes Verbundunternehmen betreibt: Erzeugung und Kundenbelieferung sowie der Betrieb der Übertragungs- und Verteilnetze im eigenen Besitz. Gesteuert wird das gesamte Geschäft über eine integrierte Betriebsführung.

- 107 Unternehmen, die als „**Verteiler-EVU**“ innerhalb dieser Regelzonen mit nachgelagerten Verteilnetzen aktiv waren, mussten aufgrund des Monopolstatus Strom aus dem vorgelagerten Netz und damit von diesem Versorgungsunternehmen beziehen. Stromverkäufe (außer an am eigenen Netz angeschlossene

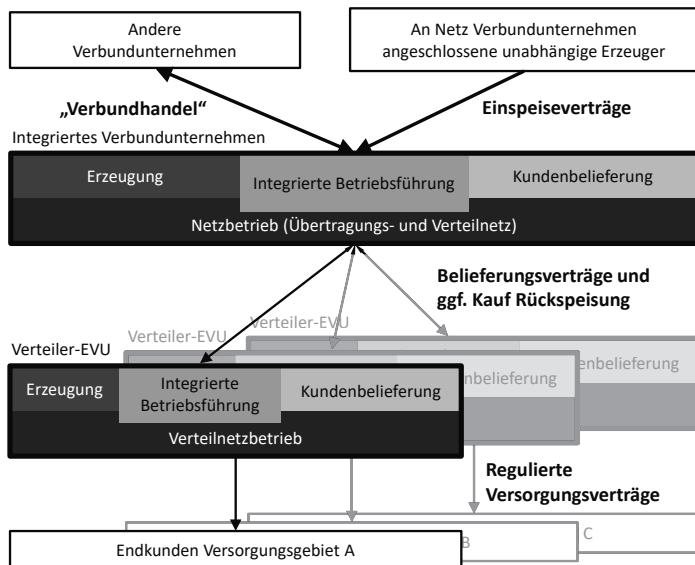


Abbildung 8: Vertragsbeziehungen in der monopolistischen Stromwirtschaft

Endabnehmer – eigenes Versorgungsgebiet) waren ebenfalls nur mit dem vorgelagerten EVU möglich, weil sie in dessen Netz eingespeist werden mussten und „Durchleitung“ nicht möglich war. Die Konditionen waren über Bezugs- und Lieferverträge geregelt. Aufgaben der Verteiler-EVU waren damit die Kundenbelieferung, ggf. (hier waren nur die größeren Verteiler-EVU aktiv) Erzeugung und der Verteilnetzbetrieb. Die Koordination erfolgte durch eine integrierte Betriebsführung (vgl. Abbildung 8).

Ein begrenzter wettbewerblicher Markt für Strom existierte dabei lediglich zwischen benachbarten Verbundunternehmen. Jedes Unternehmen konnte aufgrund Netzverbindungen zu den Nachbarnetzen mit diesen Nachbarn Stromgeschäfte tätigen. Dieser als „**Verbundhandel**“ bezeichnete Großhandel konnte jedoch nur unter einer klar begrenzten Anzahl benachbarter Verbundunternehmen stattfinden. Markteintritte oder Austritt waren nicht möglich, weil die Übertragungsnetze die Struktur vorgaben. Insofern kann der Verbundhandel nicht mit einem Großhandelsmarkt mit freiem Wettbewerb verglichen werden.

Durch die in der EU Ende der 1990er Jahre eingeführte **Liberalisierung der Strommärkte** (vgl. Teil 1 A 4 b)) veränderten sich die Vertragsstrukturen erheblich (Abbildung 9). Wesentliche Grundlage für die Ermöglichung von Wettbewerb ist die Öffnung der Netze zur Nutzung durch alle wettbewerblichen Akteure in gleicher Weise. Dieser diskriminierungsfreie Netzzugang zusammen mit dem „Unbundling“ der vormals integrierten Unternehmen (vgl. Abbildung 6) ist die wesentliche Voraussetzung, um Wettbewerb im Strombereich zu ermöglichen.

108

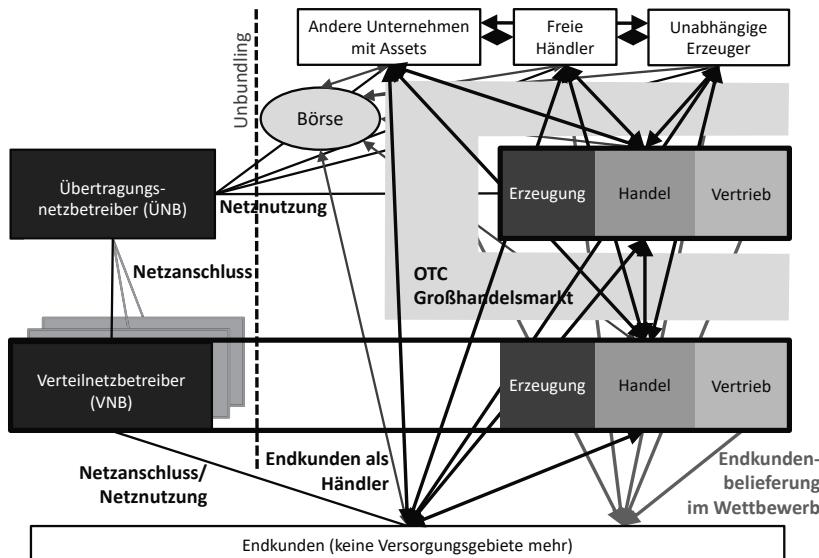


Abbildung 9: Vertragsbeziehungen im liberalisierten Strommarkt

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Wie Abbildung 9 zeigt, verfügen **Endkunden** in einer solchen Struktur nicht mehr nur einen Liefervertrag, sondern haben zunächst einen Vertrag mit dem Anschlussnetzbetreiber bzgl. Netzanschluss und Netznutzung. Darüber hinaus können sie einen oder mehrere Lieferverträge mit Vertrieben abschließen, die ihnen die Belieferung mit Strom wettbewerblich anbieten (graue Linien). Hier sind aufgrund der Vertragsfreiheit im Prinzip beliebige Vertragsstrukturen denkbar. Kunden können auch, falls sie über lokale Erzeugung verfügen, diese an beliebige Käufer verkaufen und im Falle von großen Industriekunden auch beliebig an den Großhandelsmärkten als Händler tätig werden (schwarze Linien). Dies ist ausschließlich eine Frage der Größe, Marktein- und -austritte sind in den Märkten grundsätzlich möglich.

Um kleine Kunden, wie z.B. Privatkunden, nicht mit einer unnötigen Komplexität zu konfrontieren, bieten die wettbewerblichen Lieferanten (Vertriebe) hier i.d.R. integrierte Verträge an, die neben der vollständigen Belieferung mit Strom auch die Dienstleistung des Managements der Verträge mit dem Anschlussnetzbetreiber enthalten.

Eine Unterscheidung der **anderen wettbewerblichen Akteure** in Weiterverteiler und Verbundunternehmen ist in den nun entstandenen Strukturen obsolet. Sie sind im Prinzip gleichberechtigt und können entsprechend ihrer Geschäftsstrategie frei wählen, auf welchen wettbewerblichen Wertschöpfungsstufen Erzeugung, Handel und Vertrieb sie tätig sein wollen. Wenn Sie entsprechende Netznutzungs- bzw. im Fall von Erzeugern auch Netzanschlussverträge mit den Netzbetreibern abgeschlossen haben, sind sie darüber hinaus frei, mit welchen anderen Akteuren sie in den Großhandelsmärkten bilaterale Stromgeschäfte (Kauf oder Verkauf) eingehen wollen oder ob sie an der Börse tätig werden möchten. Dieser so entstandene wettbewerbliche Großhandelsmarkt ist offen für den **Markteintritt weiterer Akteure** (bzw. Marktaustritte), so dass in diesen Märkten häufig auch neue freie Händler, unabhängige Erzeuger oder andere Unternehmen mit Assets (wie z.B. Speicherbetreiber) anzutreffen sind. In Zukunft wird erwartet, dass sich verstärkt auch Energienachfrager mit dem Angebot von nachfrageseitiger Flexibilität oder Kleinerzeuger zumindest indirekt beteiligen werden.

Letztere Akteure und vor allem auch kleinere Unternehmen können jedoch als **Unterscheidungsmerkmal** aufgrund ihres kleinen Umsatzes mit den an den Großhandelsmärkten üblichen Losgrößen nicht direkt am Marktgeschehen teilnehmen. Sie können heute jedoch üblicherweise über Dienstleister und zukünftig sogenannte Aggregatoren dennoch von diesen Märkten profitieren.

bb) Europäische Strommärkte

- 109 Da die treibende Kraft der Liberalisierung der Strommärkte von der EU ausging, sollte die Situation in den unterschiedlichen EU-Mitgliedsstaaten im Grundsatz dieselbe sein, da für alle dieselben Richtlinien und Verordnungen gelten (vgl. Teil 1 A 4 b) bb)). De facto ist die **Umsetzung in die nationale Gesetzgebung**

jedoch **erheblich unterschiedlich** erfolgt, so dass zwischen den einzelnen Mitgliedsstaaten erheblich Differenzen zum Grad der Liberalisierung bestehen.

In einigen Ländern wie Großbritannien, Skandinavien oder Deutschland waren die gesamten **Endkundenmärkte** schon früh geöffnet, d.h. alle Endkunden waren in der Lage ihren Lieferanten frei zu wählen. Andere nationale Märkte wurden dagegen speziell im Endkundenbereich nur sehr zögerlich geöffnet.

Auf Ebene der **Großhandelsmärkte** haben verschiedene Maßnahmen der EU die Integration der verschiedenen nationalen Märkte und deren Marktöffnung wesentlich vorangebracht. Für die Verknüpfung der verschiedenen Marktgebiete ist in den vergangenen Jahren ein Market Coupling entwickelt worden, das die Netzengpässe zwischen den Marktgebieten implizit mit den Spotmärkten der Marktgebiete bewirtschaftet (vgl. auch Teil 1 A I 4 b) bb)). Zunächst war dieses Market Coupling auf einzelne Regionen wie z.B. Nordic, Central Western Europe (CWE) oder North Western Europe (NWE) beschränkt. Durch das Multi-Regional Market Coupling (MRC), sind nun die Spotmärkte verschiedener Regionen verbunden: Es umfasst zwischenzeitlich 20 EU-Länder und deckt damit rund 85 % des europäischen Strombedarfs ab⁶³(vgl. Abbildung 10).

Dabei unterscheidet sich die Tiefe der Kopplung für die verschiedenen Gebiete:

- Im CWE-Gebiet (Central Western Europe: A, B, D, F, LUX, NL) ist der Day Ahead Markt über ein Flow Based Market Coupling (FMBC) Verfahren gekoppelt⁶⁴
- Im MRC-Gebiet (Multi Regional Coupling) sind die Marktgebiete des CWE-Gebiets mit den Skandinavischen und Baltischen Staaten, Slowenien, Kroatien, Italien, Spanien, Portugal, Großbritannien, Irland und die Grenze Schweden-Polen auf Basis von statischen Net Transfer Capacities (NTC) gekoppelt⁶⁵ (Single Day Ahead Coupling – SDAC)⁶⁶
- Im 4M Market Coupling-Gebiet sind Tschechien, die Slowakei, Ungarn und Rumänien im Day Ahead-Markt miteinander verbunden
- Im Rahmen von XBID sind die Marktgebiete des CWE-Gebiets, der Skandinavischen und Baltischen Staaten, Spanien und Portugal, Polen, Tschechien,

63 Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen (BNetzA), Kopplung der europäischen Stromgroßhandelsmärkte (Market Coupling)/Berechnung gebotszonenübergreifender Übertragungskapazitäten, abgerufen unter https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Sachgebiete/ElektrizitaetundGas/Unternehmen_Institutionen/HandelundVertrieb/EuropMarktkopplung/MarketCoupling.html (27.08.2020).

64 EU Kommission, Paket zur Energieunion, COM(2015) 80, abgerufen unter [http://www.europarl.europa.eu/RegistreWeb/search/simple.htm?reference=COM_COM\(2015\)0080&lg=DE¤t-Page=1](http://www.europarl.europa.eu/RegistreWeb/search/simple.htm?reference=COM_COM(2015)0080&lg=DE¤t-Page=1) (27.08.2020).

65 EU Kommission, Paket zur Energieunion, COM(2015) 80, abgerufen unter [http://www.europarl.europa.eu/RegistreWeb/search/simple.htm?reference=COM_COM\(2015\)0080&lg=DE¤t-Page=1](http://www.europarl.europa.eu/RegistreWeb/search/simple.htm?reference=COM_COM(2015)0080&lg=DE¤t-Page=1) (27.08.2020).

66 All NEMO Committee, Single Day Intraday Coupling, abgerufen unter <http://www.nemo-committee.eu/sidc> (27.08.2020).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)



Abbildung 10: Market Coupling in den Spotmärkten

Quelle: Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen (BNetzA), abgerufen unter https://www.bundesnetzagentur.de/SharedDocs/Bilder/DE/Sachgebiete/Energie/Unternehmen_Institutionen/Handel_Vertrieb/Day_ahead_Marktkopplung.jpg;jsessionid=7AC55E6F1D01CC5B19049E32E908F919?__blob=poster&v=4 (27.08.2020) (Abdruck der Abbildung mit freundlicher Genehmigung der BNetzA)

Slowenien, Kroatien, Ungarn, Rumänien und Bulgarien im kontinuierlichen Intraday-Handel (Single Intraday Coupling – SIDC) miteinander fest verbunden, ab Q1/2021 sollen noch Italien und Griechenland integriert werden⁶⁷

⁶⁷ BGBL. 2005 I S. 1970 vom 12. Juli 2005, Gesetz über die Elektrizitäts- und Gasversorgung (Energiewirtschaftsgesetz – EnWG).

Insofern kann davon ausgegangen werden, dass auf Ebene des Großhandelsmarkts für Strom ein **weitgehend europäischer Commodity-Markt** vorliegt. Allerdings ist dieser weiterhin in Marktgebiete mit unterschiedlichen Preisen gegliedert, die sich durch die im Übertragungsnetz vorhandenen Engpässe erklären lassen.

b) *Netzzugang*

aa) *Unbundling*

Das Gabler Wirtschaftslexikon definiert **Unbundling** als „Trennung von Stufen der Wertschöpfungskette in vertikal integrierten Unternehmen.“⁶⁸

In der Energie- und Elektrizitätswirtschaft ist Unbundling die **Trennung des** regulierten und weiterhin als natürliches Monopol organisierten **Netzgeschäfts** auf Übertragungs- und Verteilnetzebene vom restlichen, im **Wettbewerb** stehenden Geschäft eines vormals integrierten Energieversorgungsunternehmens (EVU). Diese Trennung und die diskriminierungsfreie Nutzung der jeweiligen Netze durch alle Akteure ist die **Grundlage**, dass **Wettbewerb** bei leistungsgbundenen Energieträgern und damit auch bei Strom stattfinden kann (vgl. Teil 1 A 4 b)), da speziell der diskriminierungsfreie Netzzugang für alle Akteure abgesichert werden muss.

Da die Netzbetreiber in der EU und in Deutschland der Regulierung unterliegen, wacht der Regulierer auch über die Einhaltung der entsprechenden Vorgaben zum Unbundling. Dabei gibt es verschiedene Arten, das Unbundling zu unterscheiden⁶⁹:

- **Informatorisches Unbundling:** Informationen dürfen zwischen den unbündelten Bereichen nicht ausgetauscht werden
- **Organisatorisches Unbundling:** Die verschiedenen Organisationsbereiche der zu trennenden Geschäftsbereiche sind personell und bzgl. der Verantwortung/Berichtslinie zu trennen. Je nach Tiefe des organisatorischen Unbundling sind unter Einhaltung gewisser Regeln die Nutzung von shared services (z.B. Fuhrpark, Kantine) möglich oder auch untersagt, analoges gilt für die Schaffung von Personalunionen auf verschiedenen zu trennenden Positionen.
- **Buchhalterisches Unbundling:** Die Kontenführung für die zu trennenden Bereiche hat separat zu erfolgen, ggf. müssen auch spezielle Vorgaben bis hin zur getrennten Rechnungslegung erfüllt werden
- **Gesellschaftsrechtliches Unbundling:** Die zu trennenden Geschäftsbereiche sind in unterschiedliche rechtliche Gesellschaften zu trennen. Damit ist

112

⁶⁸ Springer Gabler Verlag (Hrsg.), Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: Unbundling, abgerufen unter <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/147113/unbundling-v4.html> (28.08.2020).

⁶⁹ Erdmann G., Zweifel P., Energieökonomik, Theorie und Anwendungen, Springer, Heidelberg, 2010. S. 334f.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

mindestens ein organisatorisches und buchhalterisches Unbundling verbunden.

- **Eigentumsrechtliches Unbundling:** Eigentümer, die im regulierten Bereich tätig sind, dürfen nicht zugleich Eigentümer von Gesellschaften sein, die im Wettbewerbsbereich tätig sind und vice versa. Da diese Vorgabe ggf. in Konflikt mit dem Recht auf Eigentum tritt (bei der Trennung vormals integrierter Unternehmen), ist diese Vorgabe zwar für Übertragungs- und Transportnetzbetreiber in der Gesetzgebung entsprechend vorgesehen, lässt aber zusätzlich zwei alternative Modelle zu, die nicht zu eigentumsrechtlichem Maßnahmen führt (vgl. Teil 1 A 4 b).

bb) Netzzugang in Deutschland

- 113 Der Netzzugang in Deutschland ist **reguliert**. Das bedeutet, dass der Gesetzgeber in der Umsetzung durch die Regulierungsbehörde regelt⁷⁰, unter welchen Kriterien und zu welchen Entgelten die jeweiligen Netzbetreiber Netznutzern ihre Netze für die Nutzung zur Verfügung stellen müssen und wie diese Entgelte zu kalkulieren sind.

Netznutzer sind

- Letztverbraucher, die Strom aus den Netzen entnehmen, um ihren Bedarf zu decken
- Erzeuger, die Strom in die Netze einspeisen

Sie müssen ihre Beziehung zu den jeweiligen Netzbetreibern über entsprechende standardisierte Verträge (z. B. Netzanschluss bzw. Netznutzung) regeln, die auch technische Anforderungen festschreiben, damit sie Strom aus dem Netz entnehmen können bzw. Strom in die Netze einspeisen dürfen.

- 114 Im Grundsatz wird das gesamte Elektrizitätssystem dafür betrieben, dass alle Letztverbraucher zur richtigen Zeit die benötigte Menge Strom zur Deckung ihrer Nachfrage zur Verfügung haben. An diesem Grundsatz orientiert sich Tarifierung für die Netznutzung als Point-of-Connection-Tarif⁷¹: Alleine die **Letztverbraucher**, die Strom aus dem Netz entnehmen, müssen für die Netznutzung bezahlen und mit ihren **Netzentgelten** die Netze finanzieren. Einspeiser müssen keine Netzentgelte tragen. Zur Unterstützung der Funktionsfähigkeit der wettbewerblichen Märkte hat sich eine Marktgebietsstruktur herausgebildet, die keine explizite Festlegung von Transporten innerhalb des Marktgebiets kennt. Damit kann auch keine entfernungsabhängige Entgeltstruktur implementiert werden. Für die Netznutzung muss ein einheitliches Netzentgelt entrichtet werden, das lediglich vom Anschlussnetz und der Netzebene des Anschlusses des Letztverbrauchers abhängig ist.

70 Wesentliche Grundlage ist BGBl. I S. 2225 vom 25. Juli 2005, Stromnetzentgeltverordnung (StromNEV) zuletzt geändert BGBl. I S. 3106 am 22. Dezember 2016.

71 Erdmann G., Zweifel P., Energieökonomik, Theorie und Anwendungen, Springer, Heidelberg, 2010. S. 322.

Die Netzentgelte für den jeweiligen Letzterverbraucher **gliedern** sich üblicherweise in einen Leistungspreis bzw. Grundpreis und ein Arbeitsentgelt. Letzteres wird derzeit häufig kritisch hinterfragt, da sich für die Netze kaum eine arbeitsabhängige Kostenverursachung identifizieren lässt und insofern vermutet wird, dass sich hieraus Fehlanreize für das System ergeben. 115

Die konkreten Entgelte werden durch **Wälzung** gebildet. Ausgangspunkt ist das dem jeweiligen Netzanschluss vorgelagerte Höchstspannungsnetz⁷²: Alle Kosten der Netz- und Umspannebene des Höchstspannungsnetzes werden anteilig auf die nachgelagerte Netz- und Umspannebene verteilt, so sie nicht direkten Entnahmen aus dem Höchstspannungsnetz zuzuordnen sind. In der nächsten Netz- und Umspannebene werden dann analog die Kosten dieser Ebene zuzüglich der gewälzten Kosten der vorgelagerten Ebene anteilig verteilt. Dies gilt für jede Ebene, bis der konkret zu betrachtende Netzanschluss erreicht ist.

cc) Bilanzkreise

Um die **Belieferung** und den **Austausch** von Strom **innerhalb der Netze** regeln 116 zu können, ohne direkte Beziehungen zwischen einem Einspeisepunkt und einem Entnahmepunkt definieren zu müssen, werden auf Regelzonenebene Bilanzkreise gebildet.

Regelzone

Eine **Regelzone** bildet i. d. R. das Netzgebiet eines Übertragungsnetzbetreibers (ÜNB) einschließlich aller diesem Netz nachgelagerten Verteilnetze, die von anderen Netzbetreibern betrieben werden. Die Bezeichnung Regelzone röhrt daher, dass es die Aufgabe des ÜNB ist, im Rahmen seiner Verantwortung für die Netzstabilität seiner Regelzone, diese auszuregeln. Dies erfolgt über einen technischen Regelkreis, der mit Hilfe von regelfähigen Kraftwerken, die der ÜNB zu diesem Zweck kontrahiert, das Randintegral der Regelzone permanent auf einen vorgegebenen Sollwert regelt. Dieser Sollwert entspricht der aus der Regelzone an andere Regelzonen zu exportierenden bzw. von dort zu importierenden Leistung. In Deutschland existieren vier Regelzonen, Betreiber sind die ÜNB 50 Hertz, Amprion, TenneT und TransnetBW (Abbildung 11). 117

Eine einzelne Regelzone muss dabei nicht gleichzeitig ein Marktgebiet bilden. Es können auch mehrere Regelzonen gemeinsam ein Marktgebiet bilden, wenn zwischen den Regelzonen keine Engpässe bestehen oder diese Engpässe durch die Netzbetreiber mit Hilfe von Redispatching so bewirtschaftet werden, dass die Händler und Lieferanten so gestellt werden, wie wenn es keine Engpässe gäbe. Dies ist beispielweise für die vier deutschen Regelzonen der Fall, die ein einheitliches Marktgebiet bilden. Das bislang deutsch-österreichische Marktgebiet wurde zwischenzeitlich aufgrund häufig auftretender struktureller Engpässe in zwei Marktgebiete aufgeteilt: Das deutsche Marktgebiet mit den vier deutschen 118

72 BGBL I S. 2225 vom 25. Juli 2005, Stromnetzentgeltverordnung (StromNEV), zuletzt geändert BGBL I S. 2269 am 30. Oktober 2020, § 14.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)



Abbildung 11: Regelzonen der deutschen Übertragungsnetzbetreiber (ÜNB)

Quelle: Bundesnetzagentur (BNetzA), Abdruck mit freundlicher Genehmigung der BNetzA

Regelzonen und das österreichische Marktgebiet mit der Regelzone Austrian Power Grid (APG).

Bilanzkreise

- 119 **Bilanzkreise** sind im Prinzip Konten, in denen die wettbewerblichen Akteure ihre physischen Energiegeschäfte, Einspeisungen aus Erzeugungsanlagen und Belieferungen von Letztverbrauchern deklarieren müssen. Diese Konten werden für eine gesamte Regelzone beim jeweiligen ÜNB eingerichtet. Die Bilanzkreisverantwortlichen sind dazu verpflichtet, den Bilanzkreis für jedes Abrechnungsintervall ausgeglichen zu halten, d.h. die Zuführungen und Abgaben aus dem Bilanzkreis müssen immer im Gleichgewicht sein. Abrechnungsintervall ist in Deutschland einheitlich eine Viertelstunde.

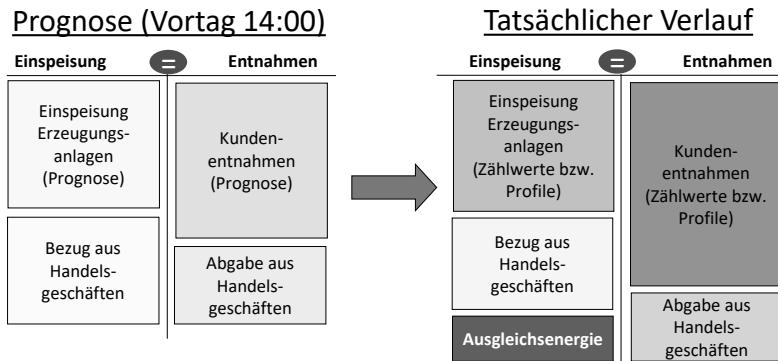


Abbildung 12: Prinzip der Bilanzkreise

Quelle: Hufendiek K., Vorlesungsunterlagen Energiemarkte & Energiehandel, IER, Universität Stuttgart, 2016

Abbildung 12 veranschaulicht das **Prinzip der Bilanzkreise**. Bereits am Vortag ist der Bilanzkreisverantwortliche gehalten gegenüber dem ÜNB zu deklarieren, welche Einspeisungen er in seinen Bilanzkreis woher und welche Entnahmen er an welcher Stelle in viertelstündlicher Auslösung erwartet. Anmeldeschluss (Day Ahead Gate Closing Time (GCT)) in Deutschland ist 14:30 Uhr am Vortag⁷³:

- **Handelsgeschäfte:** Sie sind üblicherweise mittels fester Fahrpläne definiert, wobei im Bilanzkreis zu deklarieren ist, welcher Fahrplan von welchem anderen Bilanzkreis innerhalb oder außerhalb der Regelzone übernommen/abgegeben wird, jeweils getrennt nach Bezug und Abgabe.
- **Einspeisung aus Erzeugungsanlagen:** Hierfür muss der Bilanzkreisverantwortliche eine Prognose abgeben, was die Erzeugungsanlagen, die auf seinen Bilanzkreis angemeldet sind, voraussichtlich in die Netze der Regelzone einspeisen werden
- **Kundenentnahmen:** Der Bilanzkreisverantwortliche muss ebenfalls prognostizieren, was die anhand der Zählpunkte auf seinen Bilanzkreis angemeldeten Letztverbraucher in jeder Viertelstunde aus dem Netz entnehmen werden

Nach der initialen Deklaration Day Ahead kann der Bilanzkreisverantwortliche, wenn er neue Erkenntnisse hat, über definierte Meldeprozesse diese **Werte anpassen**. Er muss jedoch dann durch entsprechende ausgleichende Maßnahmen weiterhin dafür sorgen, dass der Bilanzkreis in jeder Viertelstunde ausge-

⁷³ 50 Hertz Transmission GmbH, Amprion GmbH, TenneT TSO GmbH, TransnetBW GmbH, Prozessbeschreibung Fahrplananmeldung in Deutschland, Version 4.1, 12.04.2020, abgerufen unter https://www.amprion.net/Dokumente/Strommarkt/Bilanzkreise/Fahrplanmanagement/ESS/AG-FPM_Prozessbeschreibung_Fahrplananmeldung_v4.1.pdf (27.08.2020), S. 86.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

glichen ist. Details zum Fahrplanmanagement und dessen Abwicklung sind den Veröffentlichungen der ÜNBs zu entnehmen⁷⁴.

- 121 **Nach Ablauf des betreffenden Tages** werden die Einspeisungen und Kundenentnahmen anhand der aufgelaufenen Viertelstundenwerte ihrer Zähler in den Bilanzkreis mit den tatsächlichen Werten eingestellt. Kleine Kunden oder Einspeiser, die nicht mit einer registrierenden Lastgangmessung (RLM) ausgestattet sind, werden an dieser Stelle näherungsweise mit typischen Standardlastprofilen (SLP) oder Einspeiseprofilen im Viertelstundenraster abgerechnet.

Die dann resultierenden Abweichungen sind durch den ÜNB mittels der von ihm kontrahierten Systemdienstleistungen ausgeglichen worden und werden in Form von **Bilanzausgleichsenergie** zusätzlich in den Bilanzkreis eingestellt und vom ÜNB dem Bilanzkreisverantwortlichen in Rechnung gestellt.

Wechselt ein Kunde von einem Lieferanten zu einem anderen, so wird sein Zählpunkt im Rahmen des standardisierten Kundenwechselprozesses dem Bilanzkreis des neuen Lieferanten zugeordnet, so dass nun dieser über seinen Bilanzkreis dafür sorgen muss, dass für diesen Kunden ausreichend Energie in die Regelzone eingestellt wird.

Nicht jeder Marktteurer muss unbedingt einen eigenen Bilanzkreis führen. In diesem Fall müsste er seine Geschäfte, Einspeisungen und Belieferungen dem Bilanzkreis eines anderen zuordnen und mit ihm einen entsprechenden **Dienstleistungsvertrag** für das Bilanzkreismanagement abschließen.

c) Produkte

- 122 Wie bereits in Teil 1 A 5 beschrieben, besteht im OTC-Markt **grundsätzlich Vertragsfreiheit**, so dass mit einem Vertragspartner beliebige Vertragsstrukturen ausgehandelt werden können. Dennoch haben sich in den Märkten gewisse Standards etabliert, die speziell im Hinblick auf schnelle und effiziente Transaktionen in Commodity-Märkten wichtig sind.

Entsprechend der üblichen Gliederung von Commodity-Märkten (vgl. Teil 1 A 3 c) bb)) in Spot- und Termimmärkte können im deutschen Strommarkt, der zumindest für Kontinentaleuropa aufgrund der Größe und Liquidität gewisse Standards setzt, folgende Produkte unterschieden werden.

aa) Spotmarkt

- 123 Der Spotmarkt wird durch die unmittelbare Lieferung der Commodity charakterisiert. Üblicherweise wird im Strommarkt darunter die Lieferung am nächsten Tage verstanden, so dass der **Day-Ahead-Markt** den im Augenblick wichtigsten Spotmarkt für Strom darstellt, der auch den wichtigen Börsenindex für

74 Für die deutschen Regelzonen: 50 Hertz Transmission GmbH, Amprion GmbH, TenneT TSO GmbH, TransnetBW GmbH, Prozessbeschreibung Fahrplananmeldung in Deutschland, Version 4.1, 12.04.2020, abgerufen unter https://www.amprion.net/Dokumente/Strommarkt/Bilanzkreise/Fahrplanmanagement/ESS/AG-FPM_Prozessbeschreibung_Fahrplananmeldung_v4.1.pdf (27.08.2020).

viele finanzielle Termingeschäfte bildet. Daneben kann aufgrund entsprechender Regelungen zu den Anmeldefristen beim Bilanzkreismanagement Strom seit einigen Jahren auch kurzfristiger gehandelt werden. Dies geschieht am **Intradaymarkt**, der zwischenzeitlich - zumindest für das deutsche Marktgebiet - als liquider Markt betrachtet werden kann und die Spot-Börsen *EPEX-Spot* und *Nordpool* auch entsprechende Indizes als Preisindikatoren veröffentlichen.

Day-Ahead-Markt

Am Day-Ahead-Markt werden als **Standards** die wichtigsten Produkte

124

- **Base:** Konstante Leistung für alle 24 Stunden des Folgetags,
- **Peak:** Konstante Leistung für die 12 Stunden von 8 bis 20 Uhr des Folgetags und
- **Einzelstunde:** Konstante Leistung für eine definierte Stunde des Folgetags gehandelt.

Diese Standardprodukte sind nicht nur OTC, sondern auch an der Börse EPEX Spot verfügbar.

Daneben können weitere Blöcke von aneinandergrenzenden Stunden oder auch als wichtige Off-Standards im OTC-Markt Fahrplanprofile (unterschiedliche Leistungen zu unterschiedlichen Stunden ggf. auch Viertelstunden) vereinbart werden. Hinsichtlich der Zeitauflösung werden am OTC-Markt nur durch die **Abwicklung als Fahrplan** im Rahmen des Bilanzkreismanagements, also durch die für die Bilanzkreise festgelegten Abrechnungsintervalle einzelner Viertelstunden, Grenzen gesetzt.

Intradaymarkt

Die Produktgestaltung im Intradaymarkt wird im OTC-Markt ebenfalls nur durch die notwendige **Abwicklung als Fahrplan** im Bilanzkreismanagement begrenzt. Grundsätzlich können damit einzelne Viertelstunden mit konstanter Leistung oder Blöcke derselben sowie Fahrpläne auf Viertelstundenbasis gehandelt werden. Die **letzte Möglichkeit intraday Fahrplanänderungen** vorzunehmen ist für Geschäfte innerhalb der deutschen Regelzonen bei den deutschen ÜNBs mit 15 min Vorlauf zur Viertelstunde der Lieferung des Fahrplans definiert. Für grenzüberschreitende Geschäfte mit ausländischen Regelzonen sind andere Gate Closure Times (GTC) spezifiziert.⁷⁵

125

bb) Terminmarkt

Für den Terminmarkt gilt analog dem Spotmarkt, dass im OTC-Markt neben den üblichen **Standardprodukten** für Base und Peak, die sich dann auf die Liefer-

126

75 50 Hertz Transmission GmbH, Amprion GmbH, TenneT TSO GmbH, TransnetBW GmbH, Prozessbeschreibung Fahrplananmeldung in Deutschland, Version 4.1, 12.04.2020, abgerufen unter https://www.amprion.net/Dokumente/Strommarkt/Bilanzkreise/Fahrplanmanagement/ESS/AG-FPM_Prozessbeschreibung_Fahrplananmeldung_v4.1.pdf (27.04.2020), S. 86.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

zeiträume der folgenden **Wochen, Monate** und **Jahre** beziehen, auch beliebige **Nichtstandardprodukte** gehandelt werden können. Dabei ist die Möglichkeit Off-Standards nutzen zu können im Terminmarkt wesentlich bedeutender als im Spotmarkt, da hier im OTC-Markt auch komplexe Langfristverträge abgeschlossen werden.

Solche **langfristigen Bezugsverträge** im OTC-Markt weisen **oft komplexe Strukturen** mit zahlreichen Optionalitäten auf, die auch über einen längeren Zeitraum zwischen den Vertragspartnern verhandelt werden. Denkbar sind hier beispielsweise virtuelle Kraftwerksscheiben, die die wesentlichen Eigenschaften von realen Kraftwerken nachbilden oder längerfristige Lieferverträge für Weiterverteiler, die ihnen Flexibilitäten einräumen, um einem eigenen Kundenportfolio Vollversorgungsprodukte anbieten zu können, die dann auch Preisindizes enthalten können.

Da im Terminmarkt OTC zwar häufig Produkte mit **physischer Lieferung** vereinbart werden, die konkrete Lieferung aber dann im Spotzeitraum stattfindet, spielt an dieser Stelle nur die mögliche zeitliche Auflösung im **Bilanzkreismanagement** (vgl. Teil I A II 2 b) cc)) eine Rolle. Die Melde- und Änderungsfristen für Fahrpläne im Bilanzkreismanagement liegen außerhalb des Zeitfensters des Terminmarkts und begrenzen somit die Handelsaktivitäten nicht zeitlich.

cc) Märkte für Systemdienstleistungen

127 Für die **Sicherung der Netzstabilität** sind die Übertragungsnetzbetreiber verantwortlich, die ihre Regelzone jederzeit ausregeln müssen. Hierfür benötigen sie Systemdienstleistungen, d.h. Erzeugungseinheiten oder steuerbare Lasten, die bestimmten Anforderungen entsprechen und damit die gewünschten Qualitäten der Systemdienstleistungen für die Regelenergiemarkte bereitstellen. In Deutschland⁷⁶ werden drei Qualitäten unterschieden (nach⁷⁷):

– **Primärregelleistung:**

- Bereitstellung nach dem Solidaritätsprinzip durch alle im ENTSO-E-Gebiet synchron verbundenen ÜNB
- Automatische vollständige Aktivierung innerhalb von 30 sec
- abzudeckender Zeitraum pro Störung: $0 < t < 15 \text{ min}$
- Anlagen messen Netzfrequenz lokal und steuern Leistungseinspeisung in Richtung Einhaltung des Sollwerts von 50 Hz

– **Sekundärregelleistung:**

- energetischer Ausgleich der Regelzone und Frequenzregelung
- unmittelbare automatische Aktivierung durch den betroffenen ÜNB

⁷⁶ In anderen Ländern bestehen hier kleinere Unterschiede, im Prinzip sind die Qualitäten aber ähnlich, weil die Regelung technisch ähnlich erfolgt.

⁷⁷ Regelleistung.net, Allgemeines zur Regelleistung – Technische Aspekte, abgerufen unter <https://www.regelleistung.net/ext/static/technical> (28.08.2020).

- vollständige Erbringung innerhalb von maximal 5 min
- Anlagen sind mit dem Regler des ÜNB fernwirkschnisch verbunden und reagieren auf das von dort übermittelte Regelsignal
- **Minutenreserve** (Tertiärregelleistung):
 - Abruf der Minutenreserve über eine gemeinsame Merit-Order-List seit 2012 (elektronisches Abrufverfahren)
 - vollständige Aktivierung binnen 15 Minuten
 - abzudeckender Zeitraum pro Störung $t > 15 \text{ min}$ bis 4 Viertelstunden bzw. bis zu mehreren Stunden bei mehreren Störungen
 - Anlagen werden entsprechend Anforderung des ÜNB vom Betreiber aktiviert (geringste technische Anforderung der drei Qualitäten)

Da die ÜNB selbst über keine entsprechenden Anlagen verfügen, müssen sie diese entsprechend bei den wettbewerblichen Akteuren beschaffen. Dies erfolgt – im Falle der deutschen ÜNBs und deren internationaler Partner – beispielsweise mittels wettbewerblicher Ausschreibungsverfahren über die von den vier deutschen ÜNBs gemeinsam betriebene **Plattform „regelleistung.net“**⁷⁸. Hierfür haben sich die vier deutschen ÜNBs zum Optimierten Netzregelverbund (ONRV) zusammengeschlossen, der durch den Beitritt weiterer europäischer ÜNB zur International Grid Control Cooperation (IGCC) weiterentwickelt wurde. Stand Ende März 2020 waren 16 ÜNB mit einem gemeinsamen Betrieb in unterschiedlicher Tiefe miteinander verbunden, für 6 weitere ist das bis Ende 2020 geplant⁷⁹.

128

Die Zusammenarbeit gliedert sich dabei in vier Module, wobei die teilnehmenden ÜNB auch nur an einzelnen Modulen teilnehmen können⁸⁰:

- Modul 1: Durch gezielten Energieaustausch zwischen den Regelzonen wird eine gegenläufige Regelung der Regelzonen vermieden
- Modul 2: Durch eine gemeinsame Dimensionierung der zu kontrahierenden Sekundärregelleistung und Minutenreserve der beteiligten ÜNBs kann die insgesamt benötigte Systemdienstleistung reduziert werden
- Modul 3: Die Beschaffung der Systemdienstleistung erfolgt durch die beteiligten ÜNB gemeinsam
- Modul 4: Die Aktivierung der benötigten Systemdienstleistungsqualitäten Sekundärregelleistung bzw. Minutenreserve erfolgt kostenminimal übergreifend über die beteiligten ÜNB

⁷⁸ Nähere Informationen unter www.regelleistung.net (25.013.2021).

⁷⁹ IGCC International Grid Control Cooperation, Informationen zum Netzregelverbund und der internationalen Weiterentwicklung, Stand 1.4.2020, abgerufen unter <https://www.regelleistung.net/ext/download/marktinformationenApp> (28.08.2020), S. 2.

⁸⁰ Regelleistung.net, Netzregelverbund, abgerufen unter <https://www.regelleistung.net/ext/static/gcc> (28.08.2020).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

dd) Märkte für Grünstrom

- 129 „**Grünstrom**“ oder „**Ökostrom**“ sind keine klar definierten Produktbezeichnungen. Sie werden häufig für Strom aus erneuerbaren Quellen oder in manchen Fällen auch aus der als umweltfreundlich angesehenen Kraft-Wärme-Kopplung im Endkundenmarkt bezeichnet. Da es keine klare Definition gibt, muss grundsätzlich die **entsprechende Beschreibung des Produkts** konsultiert werden. Aus dieser Eigenschaft ergibt sich zwangsläufig, dass diese Produkte keine Handelsware an Commodity-Märkten sein können, da die hierfür wichtige Eigenschaft eines homogenen Guts nicht erfüllt ist.
- Verschiedene Arten von „Grünstrom“ spielen vor allem bei der **Belieferung von Endkunden** eine Rolle, wenn diese spezielle Eigenschaften des Stroms wünschen. Da der Strom nicht direkt identifiziert werden kann, **zertifizieren** einschlägige Agenturen und Organisationen üblicherweise anhand von Ihnen festgelegten Kriterien Stromangebote von Lieferanten und überprüfen regelmäßig anhand von Nachweisen, ob diese Kriterien eingehalten werden.
- 130 „Grünstrom“ oder „Ökostrom“ ist dabei nicht mit Strom zu verwechseln, der über das **Erneuerbaren Energien Gesetz (EEG)** gefördert wird. Hier kommt ein gesetzlicher Fördermechanismus zum Tragen, der kein Marktmechanismus ist. Er garantiert den Erzeugern für einen definierten langfristigen Zeitraum eine feste Einspeisevergütung bzw. eine festgelegte Marktpremie für den eingespeisten Strom. Ausgezahlt wird diese Vergütung durch den Anschlussnetzbetreiber für die betreffende Anlage. Die Netzbetreiber wälzen die Kosten dann über die Übertragungsnetzbetreiber in Form einer Umlage auf alle Stromverbraucher. Da in Folge alle Stromkunden für diesen erneuerbaren Strom bezahlen, wird Ihnen dieser Strom als Anteil erneuerbarer Strom auch auf der Stromrechnung ausgewiesen und steht folgerichtig dem Grünstrommarkt nicht zur Verfügung.
- 131 In Bezug auf o.a. „Grünstrom“ oder „Ökostrom“ entsteht im Markt dagegen aus Sicht des Handels eine **Differenzierung** des zuvor als homogen angesehenen Produkts Strom **aufgrund seiner Herkunft**. Damit liegt vom Handelsverständnis her ein anderes Produkt als nur „Strom“ vor.
- 132 Um die Herkunft für den Verbraucher abzusichern und Doppelvermarktungen der „grünen“ Eigenschaft zu vermeiden, wurde innerhalb der EU einschließlich der Schweiz ein System von „**Herkunfts nachweisen**“ (**HKN**) eingeführt. Produzenten von erneuerbaren (und anderen) Anlagen erhalten, wenn sie dies beantragen und entsprechend nachweisen, vom **Herkunfts nachweisregister (HKNR)** solche Herkunfts nachweise der entsprechenden Qualität für jede produzierte Kilowattstunde Strom und können diese vermarkten. Lieferanten, die Strom an Endkunden mit entsprechenden Eigenschaften liefern, müssen dann im Gegenzug entsprechend des Verbrauchs dieser Kunden die jeweiligen Herkunfts nachweise mit den entsprechenden Qualitäten im HKNR vernichten. In

Deutschland betreibt dieses elektronische HKNR das Umweltbundesamt (UBA).⁸¹

Auf diese Weise können sich **getrennte Großhandelsmärkte** einerseits für den weiterhin nicht differenzierten Strom und zusätzlich für die entsprechenden Herkunftsnnachweise mit den entsprechenden Qualitäten (z. B. Wasserkraft, Windkraft, Solarenergie, Erdgas-KWK) ausbilden. Die Produkte der einzelnen Qualitäten sind dann ihrerseits wieder homogen, so dass die Grundvoraussetzung für funktionierende Commodity-Märkte gegeben ist. Ein Lieferant, der Grünstrom an Kunden liefern möchte, oder ein Erzeuger, der Strom mit gewissen Eigenschaften produziert und diesen entsprechend verkaufen möchte, kann dann an beiden Märkten parallel tätig werden. Hierdurch können die Akteure weiterhin die strombezogenen Marktrisiken in den bestehenden Strommärkten managen und handhaben nur die Eigenschaft der Qualität des Stroms am Markt für HKN.

133

Strom aus **EEG-geförderten Anlagen** ist vom Herkunftsnnachweissystem ausgeschlossen, da die Mehrkosten der erneuerbaren Erzeugung durch die EEG-Förderung von allen Stromverbrauchern über die EEG-Umlage finanziert werden und somit auch diesen Kunden die Eigenschaft zusteht.⁸²

d) Preisbildung

Hinsichtlich der Preisbildung stellen Strommärkte unter den Commodity-Märkten einen **Spezialfall** dar: Einerseits erfüllen sie die Anforderungen an die Homogenität des Produkts – wie alle leistungsgebundenen Energieträger – sehr gut, andererseits ist durch die fehlende Speicherbarkeit immer eine unmittelbare Kopplung zwischen Produktion und Lieferung physikalisch notwendig. Das bedeutet, dass Leistungsschwankungen im System sofort auszugleichen sind.

134

Für den Markt bedeutet dies, dass eigentlich eine „verderbliche Ware“ vorliegt, denn eine Lieferung Strom in einem Abrechnungsintervall, die in demselben Abrechnungsintervall nicht benötigt würde, kann nicht auf das nächste Intervall verschoben werden. Sie „verdirbt“. Damit ist der Strom eines jeden einzelnen Abrechnungsintervalls im Grunde als eigenes Handelsprodukt zu sehen, was im Intradaymarkt auch deutlich wird. In Folge findet auch für **jedes einzelne Abrechnungsintervall eine eigene Preisbildung** auf Basis Angebot und Nachfrage statt.

aa) Nachfrageseite

Die Nachfrage nach Strom wird zunächst durch die Letztverbraucher bestimmt, die Strom für ihren Bedarf verbrauchen. Da im Bereich der Endkunden i. d. R. Vollversorgungsverträge mit weitgehend fixen Arbeitspreisen vereinbart wer-

135

81 Weitere Informationen unter <https://www.hknr.de/Uba> (28.08.2020).

82 Vgl. auch: Umweltbundesamt, Häufig gestellte Fragen, Herkunftsnnachweisregister, 18. 9. 2012, abgerufen unter https://www.umweltbundesamt.de/sites/default/files/medien/pdfs/faq_hknr.pdf (28.08.2020).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

den und außerdem Strom nur sehr begrenzt durch andere Energieträger technisch zu ersetzen ist, besteht nur eine **sehr geringe Preiselastizität der Nachfrage**.

Die Nachfrage schwankt in **Abhängigkeit vom Verhalten der Letztverbraucher** zwar erheblich zwischen den Abrechnungsintervallen. Die Schwankungen sind jedoch kaum abhängig vom jeweiligen Preis sondern z. B. von der industriellen Produktion, dem Wetter und den Lebensgewohnheiten der privaten Haushalte. Auf diese Weise kann die innerhalb eines Marktgebiets auftretende Nachfrage für jedes Abrechnungsintervall prognostiziert werden und ist dann für die Preisbildung **in den Märkten als fix** zu betrachten.

- 136 Im Zusammenhang mit den zunehmenden Schwankungen auf der Angebotsseite, aufgrund von dargebotsabhängiger erneuerbarer Erzeugung und dem damit verbundenen steigenden Bedarf an Flexibilität, wird in jüngerer Zeit wieder intensiv diskutiert, wie sich auch die **Nachfrageseite in Strommärkten besser flexibilisieren** ließe. Diese Vorhaben werden unter den Stichworten „Lastmanagement“, „Demand Side Management“ (DSM) oder „Demand Side Integration“ (DSI) nicht mehr nur im wissenschaftlichen Bereich intensiv diskutiert. Die Elektrizitätsmarktverordnung des 4. Energiebinnenmarktpakets der EU⁸³ enthält wichtige Regelungen, die die Erschließung und Integration von Lastflexibilität zum Ziel haben.

Damit soll die Preiselastizität der Nachfrage erhöht werden, da dies die Preisbildung in Strommärkten verbessern würde. Empirisch sind die Auswirkungen dieser Ansätze in den Strommärkten derzeit jedoch noch nicht zu beobachten, so dass für die nachfolgenden Betrachtungen die Nachfrage in jedem Abrechnungsintervall als fix angesehen wird.

bb) Angebotsseite

- 137 Auf der Angebotsseite sind in Strommärkten **ausschließlich Erzeugungseinheiten** zu berücksichtigen, da nur durch Erzeugung Strom bereitgestellt werden kann. Die Ausspeicherung auch als Erzeugung zu betrachten ist nicht nur vereinfachend sondern auch physikalisch korrekt, da hierbei der Strom durch Umwandlung aus einer anderen Energieform wieder erzeugt werden muss.

Wie in Teil 1 A 3 b) aa) anhand des Beispiels Strom für Commodity-Märkte im Allgemeinen dargelegt wurde, kommen bei der Produktionsentscheidung eines Erzeugers alleine seine variablen Produktionskosten zum Tragen. Kann er diese am Markt erzielen, wird er produzieren. Entsprechend strukturiert er sein Angebot: Ab den variablen Kosten seiner Erzeugungseinheit wird er die entsprechende Leistung als Erzeugung für das gesamte Abrechnungsintervall anbieten, darunter verzichtet er auf ein Angebot. Werden so die Angebote auf diesem Markt verfügbaren Erzeugungseinheiten ermittelt und in Reihenfolge aufstei-

⁸³ EU Verordnung 2019/943 vom 5. Juni 2019 über den Elektrizitätsbinnenmarkt, ABl. EU Nr. L 158 vom 14.06.2019, S. 54–124.

gender Angebotspreise sortiert auf einem Mengen-Preis-Diagramm abgetragen, ist die **Angebotskurve des Markts** ermittelt (Abbildung 13).

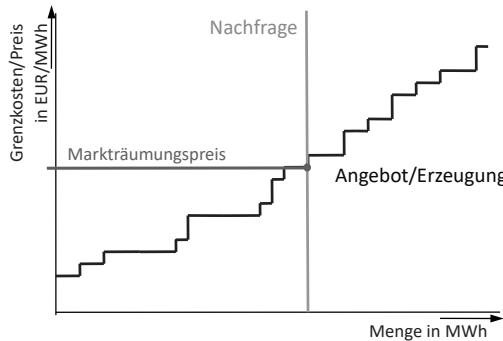


Abbildung 13: Schematische Preisbildung im Strommarkt

Quelle: Hufendiek K., Vorlesungsunterlagen Energiemärkte & Energiehandel, IER, Universität Stuttgart, 2016

cc) Marktpreis

Entsprechend der in Teil 1 A 3 b) dargelegten Preisbildungsmechanismen in Commodity-Märkten kann die Preisbildung in Strommärkten unter der Annahme eines vollkommenen Wettbewerbs durch den **Schnittpunkt zwischen Angebots- und Nachfragekurve** modelliert werden. Da die Nachfrage bei Strom üblicherweise wie o. a. preisunelastisch ist, wird sie durch eine senkrechte Kurve repräsentiert, denn die nachgefragte Menge bleibt dann unabhängig vom Preis konstant. Der Preis, bei dem der Markt im Gleichgewicht ist, der Markträumungspreis ergibt sich für einen solchen Markt damit wie in Abbildung 13 dargestellt. 138

Für jedes Abrechnungsintervall muss dieser Vorgang separat erfolgen, da sich in jedem Abrechnungsintervall eine andere Nachfrage- und Angebotskurve ergibt, so dass der **Preis sich von Abrechnungsintervall zu Abrechnungsintervall ändert**.

Strommärkte kommen häufig aufgrund der sehr guten Homogenität des Produkts und ihrer i. d. R. sehr hohen Transparenz den Annahmen eines **vollkommenen Wettbewerbs sehr nahe**, wenn ausreichend viele Akteure aktiv sind, wie dies im Marktgebiet Deutschland der Fall ist. Daher lassen sich die Strompreise auch mit Hilfe entsprechender Marktmodelle auf Basis dieses Ansatzes empirisch zuverlässig modellieren. 139

Die o. a. Preisbildung bezieht sich zunächst primär auf den Spotmarkt. Da sich die **Terminmärkte** auf eine Lieferung im Spotmarkt beziehen, kann damit jedoch auch die Preisbildung in den Terminmärkten weitgehend beschrieben 140

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

werden. Der Preis im Terminmarkt stellt die zum Zeitpunkt des Termingeschäfts gültige Preiserwartung für den Spotmarkt im Lieferzeitraum dar, der dann möglicherweise noch eine entsprechende Prämie hinzuzufügen ist, je nachdem ob die Käufer oder Verkäufer eine solche am wettbewerblichen Markt durchsetzen können, weil beispielsweise die Risikoverteilung asymmetrisch ist.

- 141 Für die Preisbildung an den Spotmärkten ist im Gegenzug **unerheblich**, welche Geschäfte die Akteure **zuvor bereits in den Terminmärkten abgeschlossen** haben. Auch wenn für diese Geschäfte, wie im OTC-Handel üblich, eine physische Erfüllung vereinbart ist und der Strom eines Erzeugers damit beispielsweise für den betrachteten Lieferzeitraum bereits verkauft ist. Er kann diesen folglich kein zweites Mal am Spotmarkt anbieten, die Angebotskurve würde damit entsprechend verkürzt. Allerdings fällt auch die entsprechende Nachfragemenge aus der Nachfragekurve heraus, so dass sich der Schnittpunkt beider Kurven im Diagramm zwar entlang der Abszisse verlegt, aber seine Lage bezüglich der Ordinate, die den Gleichgewichtspreis markiert, konstant bleibt.

De facto werden im **Spotmarkt** die im Terminmarkt bereits gehandelten Mengen jedoch nicht entfallen, sondern von den Erzeugern auf der Nachfrageseite angeboten werden: Sollte der Marktpreis niedriger als der am Terminmarkt vom Erzeuger erzielte Preis ausfallen und dabei unterhalb der variablen Erzeugungskosten liegen, dann wird der Erzeuger die entsprechende Menge am Spotmarkt beschaffen, die eigene Produktion unterlassen und mit der am Spotmarkt beschafften Menge seinen Vertragspartner zum vereinbarten Terminpreis unter Erzielung einer zusätzlichen Marge beliefern.

Dazu muss er eine Nachfrage auf dem Preisniveau seiner variablen Erzeugungskosten in den Spotmarkt einstellen, wie Abbildung 14 schematisch zeigt. Dabei stellen die dunkelgrauen Angebote diejenigen dar, die zum jeweiligen Grenzpreis der Produzenten am Terminmarkt bereits verkauft werden konnten. Handeln alle Produzenten und Nachfrager entsprechend rational, so ergibt sich derselbe Preis wie im o. a. theoretischen Modell.

dd) Preiskorrelationen mit anderen Commodities

- 142 Aufgrund der Abhängigkeit der **Angebotskurve** von den variablen Produktionskosten der Erzeugungsanlagen ergibt sich für den Strompreis ein **Zusammenhang mit den Commodity-Preisen**, der für die Erzeugung eingesetzten **Brennstoffe und Emissionszertifikate** (Abbildung 15). Eine einfache analytische Korrelation kann für diese Beziehung nicht angegeben werden. Der Einfluss auf die Angebotskurve erscheint zwar vergleichsweise einfach und mit hohen linearen Anteilen. Wegen des überlagernden Preisbildungsmechanismus für die Strompreise auf Basis der Grenzkosten der Erzeugung entsteht für die Korrelation zwischen Strompreis und den Preisen der einzelnen Brennstoff-/Emissions-Commodities jedoch ein hochkomplexer, hoch nichtlinearer Zusammenhang, der analytisch nicht zu beschreiben ist.

Da für **Risikobewertungen** für Energiehandelsportfolien diese Zusammenhänge jedoch berücksichtigt werden müssen, werden hier üblicherweise nume-

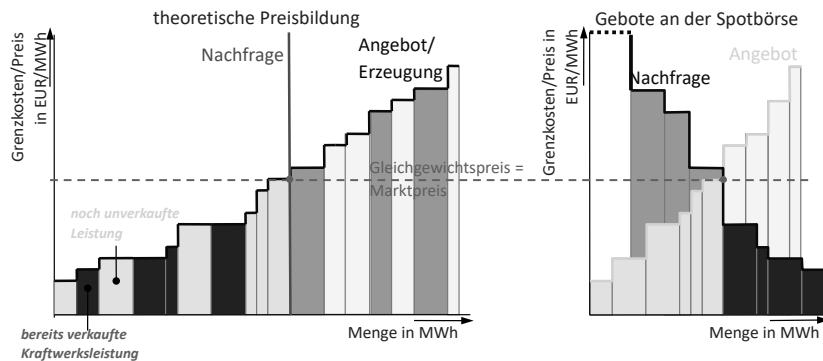


Abbildung 14: Schematische Kauf- und Verkaufsangebote am Spotmarkt mit vorab erfolgten Termingeschäften

Quelle: Hufendiek K., Vorlesungsunterlagen Energiemärkte & Energiehandel, IER, Universität Stuttgart, 2016

rische Ansätze verfolgt. Für eine vertiefte Befassung mit dem Thema Risiko-
management sei auf Teil 3 dieses Werks verwiesen.

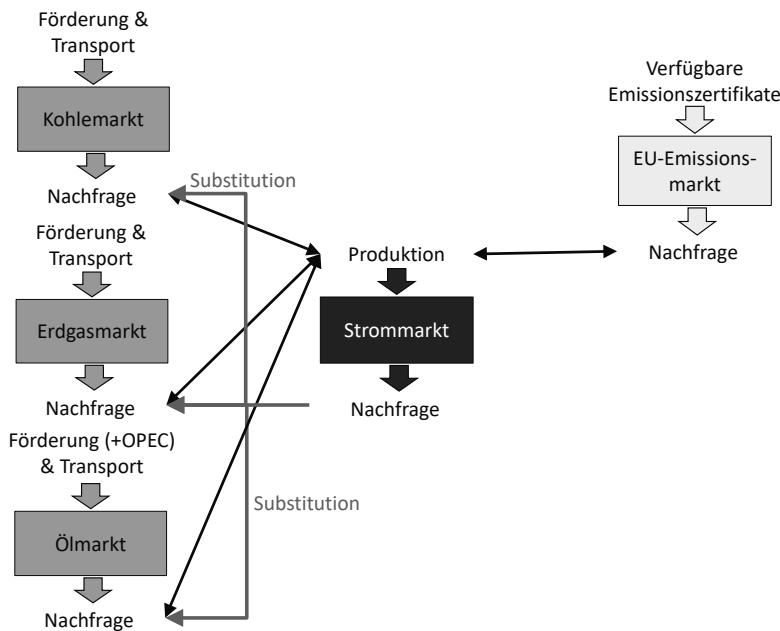


Abbildung 15: Zusammenhang zwischen Strompreisen und Preisen für Brennstoffe und Emissionszertifikate (CO_2)

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- 143 Zusätzlich besteht auch auf der **Nachfrageseite** ein Zusammenhang mit den Märkten für Brennstoffe (Abbildung 15), da Strom i.d.R. diese zumindest in bestimmten Anwendungen substituieren kann. Häufig ist diese Substitution jedoch nicht kurzfristig zu realisieren, da hier i.d.R. Investitionen in Anlagen-technik notwendig sind. In einigen Fällen ist Strom auch nicht substituierbar, wie beispielsweise beim Einsatz für IKT.

Um in Zukunft zum Ausgleich der hohen Schwankungen der Erzeugung bei hohen Anteilen erneuerbarer Stromerzeugung dem System mehr Flexibilität zur Verfügung zu stellen, ist jedoch zu erwarten, dass bei einigen Anwendungen in erheblichem Umfang in **bivalente Energiewandler** investiert wird, sodass dann auch **kurzfristige Möglichkeiten der Substitution**, die die benötigte Flexibilität ermöglichen, zur Verfügung stehen. Hier sind speziell Elektrowärmeanwendungen zu nennen, die unter der Bezeichnung „**Power2Heat**“ eine Kopplung von mit anderen Energieträgern hergestellter Wärme ermöglichen. Darüber hinaus würde auch durch die umfassende Anwendung von „**Power2Gas**“ (aus Strom, Wasser und CO₂ bzw. Biomasse erzeugtes synthetisches Methan) eine zusätzliche nachfrageseitige Kopplung der Strom- und Gasmärkte entstehen.

e) Energiewende und Energiehandel

- 144 Die „**Energiewende**“ als politisch-gesellschaftliches Projekt des Umbaus des Energiesystems zu einem nachhaltigen Energiesystem verändert auch die Strommärkte in erheblichem Umfang. Als primäres Ziel kann die Reduktion des Ausstoßes von Klimagasen unter gleichzeitigem Ausstieg aus der Kernenergienutzung in Deutschland betrachtet werden, das durch die Umstellung der Erzeugung auf hohe Anteile erneuerbarer Energien und die Steigerung der Energieeffizienz erreicht werden soll.

In Deutschland wird die Energiewende primär durch zwei Instrumente getrieben, die auch **erheblichen Einfluss** auf die Preisbildung an den Strommärkten haben. Daneben existiert noch eine Vielzahl weiterer Instrumente, wie z. B. das KWK-Gesetz, Vorgaben im Wärmemarkt oder das Kohleverstromungsbeendigungsgesetz (KVBG) deren Auswirkungen auf die Strommärkte jedoch von deutlich geringerer Relevanz sind. Sie werden daher hier nicht vertieft.

aa) Auswirkung EU-Emissionshandels (EU ETS)

- 145 Durch das von der EU im Jahre 2005 eingeführte **europäische Emissionshandelssystem** sind u.a. Betreiber von Großfeuerungsanlagen (dazu gehören fossile Kraftwerke) verpflichtet worden, für jede aus ihren Anlagen emittierte Tonne CO₂ eine entsprechende Emissionsberechtigung (EU Allowance (EUA)) bis zu einem bestimmten Stichtag in einem zentralen Register abzugeben. Da die Anzahl der verfügbaren Emissionsberechtigungen auf die einzuhaltende Menge begrenzt ist, wird damit die Erreichung der Emissionsminderungsziele in diesem Sektor sichergestellt.

Die EUAs sind von den Betreibern der fossilen Kraftwerke an entsprechenden Emissionsmärkten (vgl. auch Teil 1 A II 1) zu erwerben und haben damit einen transparenten Marktpreis. Für den Kraftwerksbetreiber wirken sie damit wie eine CO₂-Abgabe, deren Preis entsprechend der Marktsituation schwankt. Sie sind daher von den Erzeugern als Bestandteil der variablen Kosten zu berücksichtigen (s. Abbildung 2) und wirken entsprechend der CO₂-Intensität der jeweiligen Erzeugungsanlage kostenerhöhend. Hieraus entsteht die **gewünschte Steuerungswirkung**.

Da sie damit unmittelbar in die **Angebotskurve des Strommarkts** eingehen (analog Abbildung 13), führen sie in den Abrechnungsintervallen, in denen fossile Kraftwerke das preisbestimmende Angebot setzen, zu einer Preiserhöhung, die der CO₂-Intensität dieses grenzkostensetzenden Kraftwerks entspricht. Der Anstieg des Strompreises ist damit in jedem Abrechnungsintervall unterschiedlich und sichert den Erzeugern, deren Angebot unterhalb der Grenzkosten liegt, nicht zu, dass sie einen CO₂-kostendeckenden Mehrerlös generieren können. In Abrechnungsintervallen, in denen die Grenzkosten von CO₂-freien Erzeugungstechnologien gesetzt werden, ergibt sich keine Strompreiserhöhung.

Wie hoch der **Strompreis im Jahresmittel** hierdurch ansteigt, hängt somit nicht nur von der Höhe des EUA-Preises ab, sondern auch von der Entwicklung der Nachfrage und der Struktur des Kraftwerksparks, da diese Faktoren die grenzkostensetzenden Kraftwerke bestimmen.

Unabhängig vom konkreten Preisanstieg profitieren aufgrund der Kosten aus den EUAs diejenigen Erzeuger am meisten von der Einführung des EU ETS, die CO₂-freie oder -arme Erzeugung betreiben. Denn sie haben keine oder nur geringe Mehrkosten aus der Beschaffung von EUAs, erzielen aber durch den Strompreisanstieg höhere Markterlöse, die zu höheren Deckungsbeiträgen für die Anlagen führen. Diejenigen, die die CO₂-intensivsten Erzeugungsanlagen im Markt betreiben, werden die Mehrkosten aus den zu beschaffenden EUAs nicht vollständig im Strommarkt erlösen können, weil ihre Anlagen nicht permanent preissetzend sein werden. Auch dies entspricht der gewünschten Steuerungswirkung.

bb) Auswirkung des Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG)

Um den Ausbau der **Stromerzeugung auf Basis erneuerbarer Energien** in Deutschland zu **fördern**, wurde in Deutschland bereits im Jahr 1991 das Stromeinspeisegesetz unter der damaligen Mehrheit von CDU und FDP im Bundestag eingeführt. Es enthielt bereits in Grundzügen die wesentlichen Säulen des heutigen **Erneuerbaren-Energien-Gesetzes (EEG)**, das nach der Liberalisierung der Strommärkte als Neufassung im Jahr 2000 in Kraft trat:⁸⁴

84 Ströbele W., Pfaffenberger W., Heuterkes M., Energiewirtschaft, Einführung in Theorie und Politik, 3. Aufl., Oldenbourg, München, 2012. S. 206.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- **Abnahmepflicht** des von unter das EEG fallenden Anlagen erzeugten Stroms durch den Anschlussnetzbetreiber
- **Festgesetzte Vergütung** für den von EEG-Anlagen eingespeisten Strom

Seither ist das Gesetz mehrfach revidiert und ergänzt worden, die Grundsätze sind jedoch erhalten geblieben. Die aktuelle Fassung ist das Gesetz für den Ausbau erneuerbarer Energien (Erneuerbare-Energien-Gesetz – EEG 2017)⁸⁵.

Da die **festgesetzte Einspeisevergütung** i. d. R. für die Investoren attraktive Renditen mit geringen Risiken ermöglichte, ist durch die EEG-Förderung nicht nur die Unterstützung der Markteinführung neuer Technologien erreicht worden, sondern der Anteil der erneuerbaren Energien am Bruttostromverbrauch in Deutschland auf 42 % in 2019⁸⁶ angestiegen. Der Marktanteil zeigt auf, dass die erneuerbaren Energien weit über die Markteinführungsphase hinaus fortgeschritten sind. Daher sind verschiedentlich Diskussionen in Wissenschaft und Politik zu beobachten, wie der Ausbau der erneuerbaren Energien für die Zukunft zu gestalten sein sollte.

Im Hinblick auf die Auswirkungen auf den wettbewerblichen Strommarkt ist zunächst festzustellen, dass durch die Abnahmepflicht der Netzbetreiber das im jeweiligen Abrechnungsintervall zur Verfügung stehende Angebot an EEG-Strom durch die zur Vermarktung verpflichteten ÜNBs i. d. R. **ohne variable Kosten in den Markt** gebracht wird. Da die variablen Kosten (mit Ausnahme der Biomasse) der erneuerbaren Energien i. d. R. ebenfalls vernachlässigt werden können, kann dies zunächst als nur geringfügige Marktverzerrung angesehen werden. Bei hohen Überschüssen aus EEG-Anlagen entstehen in den Märkten jedoch einzelne Zeiträume mit negativen Preisen, auf die die Erzeuger der EEG-Anlagen nicht reagieren, weil sie weiterhin die feste Einspeisevergütung erhalten.⁸⁷ Hier ruft der Marktpreis die notwendige Reaktion, die Einspeisung zu drosseln, nicht hervor, was in Folge zu erheblichen **Marktverzerrungen** führt. Dies reduziert die zwischenzeitlich eingeführte Direktvermarktung für neue Anlagen (mit Ausnahme von Kleinanlagen), die die feste Einspeisevergütung durch eine Marktpremie ersetzt. Sie sichert dem EEG-Erzeuger im Wesentlichen einen Aufschlag auf den am Markt erzielbaren Preis zu, der im Endeffekt die Differenz zur festgelegten Einspeisevergütung ausgleicht. Dennoch entsteht bei höheren negativen Marktpreisen ein Anreiz für den EEG-Anlagenbetreiber auf die Einspeisung zu verzichten.

Insgesamt senkt die zur Verfügung stehende EEG-Erzeugung das Strompreisniveau am Großhandelsmarkt zunächst ab. Dies gilt zumindest so lange, wie

85 BGBI. I S. 1066 vom 21. Juli 2014 zuletzt geändert durch BGBI. I S. 3106 vom 22. Dezember 2016 Artikel 2, abgerufen unter https://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/eeg_2014/gesamt.pdf (28.04.2020).

86 Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi), Dossier Erneuerbare Energien abgerufen unter <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Dossier/erneuerbare-energien.html> (28.04.2020).

87 Ströbele W., Pfaffenberger W., Heuterkes M., Energiewirtschaft, Einführung in Theorie und Politik, 3. Aufl., Oldenbourg, München, 2012. S. 220.

ausreichend Kapazitäten am Großhandelsmarkt zur Verfügung stehen und die Preisbildung vollständig auf Basis kurzfristiger Grenzkosten erfolgt (vgl. Teil 1 A 3 b) aa)). Werden die Kapazitäten knapp, müssen auch bei hohen Anteilen erneuerbarer Energien die Preise an den Märkten auf das Niveau von Vollkosten neuer Anlagen steigen (vgl. Teil 1 A 3 b) bb)), so dass der preissenkende Effekt **nur vorübergehend** auftreten dürfte.

In den **Endkundenmärkten** dagegen wirkt das EEG **preistreibend**, da die bei den ÜNBs auflaufende Differenz zwischen den Einnahmen aus Vermarktungserlösen und den auszuzahlenden festen Einspeisevergütungen für die EEG-Anlagen durch eine Umlage auf alle Letztverbraucher von Strom ausgeglichen werden muss. Diese liegt seit 2014 permanent zwischen 6 und 7 EURct/kWh und hat damit eine Höhe erreicht, die zumindest bei den nichtprivilegierten Letztverbrauchern typischerweise im Bereich des im Wettbewerb stehenden reinen Energiekostenanteils liegt: Nach Angaben des BDEW⁸⁸ lag die EEG-Umlage im durchschnittlichen Strompreis für einen Haushaltkunden in Deutschland in den Jahren 2016 bis 2018 sogar oberhalb des Anteils für Beschaffung und Vertrieb (wettbewerblicher Energiepreisannteil). Derzeit enthält bezogen auf das erste Halbjahr 2020 der Strompreis von 31,37 EURct/kWh für einen durchschnittlichen Haushaltkunden 7,18 EURct/kWh für die Beschaffung und Vertrieb (wettbewerblicher Energiepreis) und 6,756 EURct/kWh für die EEG-Umlage, 7,756 EURct/kWh in Summe für alle Abgaben und Umlagen (ohne Konzessionsabgabe und Steuern)⁸⁸.

Diese Situation hat mehrere Implikationen, die die effiziente Funktionsfähigkeit der wettbewerblichen Märkte als Allokationsmechanismen beeinträchtigen:

- Investitionen in neue Erzeugungskapazitäten werden – gefördert über das EEG – weiterhin getätigt, obwohl im Markt Überkapazitäten bestehen. Dies **verzerrt das Preissignal für die langfristige Sicherung der benötigten Kapazitäten am Markt**, speziell wenn mit der weiteren Abschaltung von Kern- und Kohlekraftwerken weitere steuerbare Kapazitäten vom Markt verschwinden. Anstatt die nicht erwünschte klimabelastende Produktion aus fossilen Kraftwerken zusätzlich zu beladen, um diese zu reduzieren und dem Markt durch die damit steigenden Strompreise ein Signal für Investitionen zu geben, wird über die Förderung der wettbewerblich gebildete Marktpreis zumindest mittelfristig nach unten verzerrt, was dazu führt, dass kaum ein Signal für neue Investitionen in Kraftwerke oder Flexibilitäten im Markt entsteht. Auch die Endkunden profitieren wenig vom aus dieser Perspektive zu niedrigen Großhandelsmarktpreis, da sie parallel durch die EEG-Umlage erheblich belastet werden.

88 Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft e. V. (BDEW), BDEW-Strompreisanalyse 2020, Haushalte und Industrie, Berlin, 7. 1. 2020 abgerufen unter https://www.bdew.de/media/documents/20200107_BDEW-Strompreisanalyse_Januar_2020.pdf am 27. 10. 2020, S. 7.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- In **Situationen mit überschüssiger Erzeugung** im Strommarkt wird die im Bereich der EEG-Anlagen bestehende Flexibilität aufgrund der verzerrenden Wirkung der festen Einspeisevergütung nur teilweise genutzt. Für diesen Teil kann das wettbewerbliche Steuerungssignal seine effiziente Lenkungswirkung nicht entfalten. Dieser Effekt wird zumindest teilweise durch die Pflicht zur Direktvermarktung von EEG-Anlagen im Marktprämiensmodell und andere Maßnahmen im EEG 2017⁸⁹ reduziert.
- Im Falle **steuerbarer Anlagen fehlt** durch die fixe Einspeisevergütung ein **Anreiz zur systemdienlichen Steuerung**. Dies kommt speziell bei der Biomasseerzeugung zum Tragen, deren Flexibilität dem System i. d. R. hierdurch nicht zur Verfügung gestellt wird.
- Die **EEG-Vergütung** wurde vor 2017 **nicht durch marktbasierte Instrumente festgelegt** und war somit häufig zu hoch (oder auch seltener zu niedrig). Dies wird durch die im EEG 2017 seit 2017 zumindest für bestimmte Anlagentypen eingeführte wettbewerbliche Ermittlung der Marktpremie⁹⁰ durch Auktionen für neuen Kapazitäten verbessert und hat zu erheblich reduzierten Vergütungen insbesondere im Bereich der Windenergie geführt⁹¹. Dies zeigt eindrucksvoll die Effizienz marktbasierter Mechanismen auf. Dabei müssen die Projektentwickler von neuen EEG-Anlagen an Auktionen der BNetzA teilnehmen, die zu bestimmten Zeitpunkten gesetzlich festgelegte Volumina an neu zu installierenden Leistungen ausschreibt. Auf diese bieten die Projektentwickler dann an, indem sie den von ihnen gewünschten EEG-Fördersatz (Marktpremie) angeben. Die Anbieter mit dem geringsten geforderten Vergütungssatz erhalten den Zuschlag.

Zusätzlich besteht aus der **Interferenz zwischen Emissionshandel und EEG** das Problem, dass der geförderte Zubau von EEG-Anlagen die Emissionen aus dem Stromsystem, so sie nicht Produktion aus Kernkraftwerken ersetzen, nur theoretisch reduzieren. Dieser theoretische Effekt wäre im Hinblick auf den Klimaschutz eigentlich positiv zu beurteilen, wird in der Realität allerdings aufgehoben. Dies liegt daran, dass die parallel im EU-Emissionshandelssystem zur Verfügung stehenden Emissionsberechtigungen nicht reduziert werden, so

89 BGBL I S. 1066 vom 21. Juli 2014 zuletzt geändert durch BGBL I S. 3106 vom 22. Dezember 2016 Artikel 2, abgerufen unter https://www.gesetze-im-internet.de/eeg_2014/BJNR106610014.html#BJNR106610014BJNG002400123 (27.08.2020), §§ 19 und 20.

90 BGBL I S. 1066 vom 21. Juli 2014 zuletzt geändert durch BGBL I S. 3106 vom 22. Dezember 2016 Artikel 2, abgerufen unter https://www.gesetze-im-internet.de/eeg_2014/BJNR106610014.html#BJNR106610014BJNG002400123 (27.08.2020), § 22.

91 Vgl. beispielsweise die Ergebnisse der 2. Ausschreibung für Offshore Windenergianlagen vom 1.4.2018: Hier erhielten Anbieter einen Zuschlag, die keine EEG-Vergütung mehr gefordert hatten (0,00 EURct/kWh Gebotswert). *Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation und Eisenbahnen (BNetzA): WindSeeG – 2. Ausschreibung für bestehende Projekte nach § 26 WindSeeG: Ergebnisse der 2. Ausschreibung vom 01.04.2018, BK6-18-001*, abgerufen unter https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Service-Funktionen/Beschlusskammern/1_GZ/BK6-GZ/2018/BK6-18-001/Ergebnisse_zweite_ausschreibung.pdf;jsessionid=B3668023BD388C7221E2EC5A4AECB2CE?blob=publicationFile&v=3 (27.08.2020).

dass weiterhin dieselbe Menge an CO₂-Emissionen in der EU emittiert werden kann. Insofern ist der positive Klimaeffekt aus dem EEG insgesamt geringer als der Umstieg auf erneuerbare Energien zunächst erwarten ließe. Auch diese Zusammenhänge sollten dringend einer Revision unterzogen werden, um das künftig in die Energiewende investierte Kapital auch in effiziente Fortschritte hinsichtlich der Zielsetzung umzusetzen.

Ein ähnlicher Zusammenhang würde auch aus dem neuen Kohleverstromungsbeendigungsgesetz (KVBG) entstehen. Allerdings wurde im Rahmen des im Sommer 2020 beschlossenen Kohleausstiegsgesetz⁹² mit dem KVBG auch eine Änderung am Treibhausgasemissionshandelsgesetz (TEHG) verbunden, das die Verschiebung der durch das KVBG eingesparten Emissionen innerhalb Europas weitgehend unterbinden soll (vgl. Teil I A I 4 b) bb)).

3. Gas

a) Einleitung

aa) Historie

Erdgas als Energieträger ist zwar grundsätzlich erstmals in der Nähe von New York bereits im 19. Jahrhundert energiewirtschaftlich genutzt worden.⁹³ Die wirtschaftliche Nutzung von Erdgas in größerem Stil setzte dann in den USA aber erst ab dem Beginn des 20. Jahrhunderts ein, in Polen, Rumänien und der damaligen Sowjetunion ab dem Beginn der 1930er Jahre, wobei es lange üblich war, Erdölbegleitgas zu nutzen.⁹⁴ Auch in Deutschland und Europa wurde Gas als Energieträger zunächst hauptsächlich aus Steinkohle in Kokereien gewonnen. Dieses unter der Bezeichnung „**Stadtgas**“ bekannte Gas, wurde hauptsächlich in Ballungsgebieten in der **Wärmeversorgung** eingesetzt.

148

Mit der **Ablösung** der **Steinkohle** durch Heizöl als wichtigstem Energieträger in Deutschland in den 1960er Jahren, ging auch die Bedeutung der Kokereien in den Städten zurück. Hierdurch wurde einerseits im Laufe der 1970er Jahre notwendig, einen Ersatz für das Stadtgas zu schaffen und gleichzeitig entstand vor dem Hintergrund der Ölpreiskrisen 1973 und 1979 der politische Wunsch, die **Abhängigkeit von Erdöl** als Energieträger zu reduzieren. **Erdgas** erschien hier als geeigneter Energieträger, um vor allem in den Wärmeanwendungen das Heizöl zu ersetzen. Die beschriebene Entwicklung ist in der Entwicklung der Anteile der Endenergiesträger in Deutschland in Abbildung 16 deutlich zu erkennen. Erdgas ist heute der wichtigste Energieträger im Bereich der Raumwärmebereitstellung in Deutschland, obwohl Mineralölprodukte weiterhin der wich-

92 BGBL. S. 1818 vom 13. August 2020, abgerufen unter https://www.bgb.de/xaver/bgb/start.xav?startbk=Bundesanzeiger_BGB&start=/@attr_id=%27bgb120s1818.pdf%27%2F%2F*%5B%40attr_id%3D%27bgb120s1818.pdf%27%5D_1598533315217 (27.08.2020).

93 Erdmann G., Zweifel P., Energieökonomik, Theorie und Anwendungen, Springer, Heidelberg, 2010. S. 218.

94 Ströbele W., Pfaffenberger W., Heuterkes M., Energiewirtschaft, Einführung in Theorie und Politik, 3. Aufl., Oldenbourg, München, 2012. S. 15 f.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

tigste Endenergieträger insgesamt sind, da sie bislang im Verkehrsbereich noch immer eine dominierende Funktion einnehmen.



Abbildung 16: Endenergieverbrauch in Deutschland nach Energieträgern

Quelle: Datenbasis: International Energy Agency (IEA), World energy balances, IEA World Energy Statistics and Balances (database), abgerufen unter <https://doi.org/10.1787/data-00512-en> (28 August 2020).

- 149 Der **Einstieg** in die umfassende Nutzung des Energieträgers Erdgas hatte daher zwei wesentliche Randbedingungen, die zu lösen waren:
- Die **kapitalintensive Erschließung** der Erdgasfelder, zunächst in Groningen in den Niederlanden und dann auch in Russland sowie die Schaffung der entsprechenden Transportpipeline-Infrastruktur
 - Die **Verdrängung des bisherigen Endenergieträgers Heizöl** in der Wärmebereitstellung, um entsprechende Absatzmengen zu erreichen, dass sich die Aufwendungen in die Erschließung und Transportinfrastruktur lohnen.
- 150 Ein Teil des Transports, die Verteilung und der Verkauf des Erdgases lag in den Händen der bisherigen (Stadt-)Gaslieferanten, den integrierten Energieversorgungsunternehmen, die Erschließung und ein großer Teil des Transports bei den Erdgasunternehmen in den Herkunftsländern. Um die mit den hohen Erschließungskosten verbundenen Risiken zu managen, schlossen die Akteure langfristige Bezugsverträge ab, die typischerweise zusätzlich eine wichtige **Verteilung der Preis- und Mengenrisiken** auf beide Seiten durch entsprechende Festlegungen und Indizierungen enthielten:
- Die integrierten Energieversorgungsunternehmen in Deutschland und Europa übernahmen mit der Festschreibung von langfristigen **Mindestabnahmemengen** eine Garantie für die Produzenten, dass ausreichend Erdgas abgenommen würde. Damit übernahmen sie ein **Mengenrisiko** und waren in der

Pflicht, einen entsprechenden Kundenbestand zu sichern bzw. weiteren Absatz durch die Gewinnung zusätzlicher Kunden zu erreichen.

- Die Erdgasproduzenten in den Herkunfts ländern übernahmen durch die in den Verträgen eingesetzten **Preisindizierungen** auf die in den Absatzländern gültigen Energiepreise der konkurrierenden Energieträger leichtes (Einsatz in der Raumwärmebereitstellung) bzw. schweres (Einsatz in der Prozesswärmebereitstellung der Industrie) Heizöl das **Preisrisiko**. Für die integrierten Energieversorger in den Absatzländern war damit immer sichergestellt, dass das Erdgas zu den alternativen Energieträgern in ihrem Markt zu kompetitiven Preisen verfügbar ist.

Mit dem Ende der 1990er Jahre in der EU eingeführten Öffnung der Märkte für leitungsgebundene Energieträger, wurden die Erdgasmärkte analog den Strommärkten für Wettbewerb geöffnet. Auch hier waren das Unbundling von Netz und Energie in den vormals integrierten Unternehmen und das Einsetzen des Regulierers wesentliche Vorgänge, um den **Wettbewerb** in Gang zu setzen. Dabei entstanden neben weiterhin vorhandenen langfristigen Bezugsverträgen analog zu den Strommärkten zunächst in UK und den Niederlanden mit großen eigenen Fördervorkommen später auch in Deutschland und anderen europäischen Ländern Spot- und Terminmärkte, an denen sich Erdgaspreise im Wettbewerb bilden. Die bis dahin im Erdgasgeschäft durchgängig übliche Preisbindung an Heizöl wurde damit zurückgedrängt und verlor ihre Bedeutung.

151

bb) Struktur der Gaswirtschaft in Deutschland

Die Struktur der Gaswirtschaft in Deutschland entwickelte sich **ähnlich** der der **Elektrizitätswirtschaft**. Die Absatzgebiete waren analog der Elektrizitätswirtschaft durch entsprechende Demarkationsverträge geschützt. Die Endverbraucher konnten ihren Lieferanten nicht frei wählen, sondern mussten Gas vom zuständigen Gebietsversorger zu den geltenden von den Behörden genehmigten Tarifen beziehen. Ein **eingeschränkter Wettbewerb** bestand in der Gaswirtschaft im Unterschied zum Strom trotz der **Gebietsmonopole** jedoch schon immer: Kunden waren i. d. R. grundsätzlich frei, den Heizenergieträger zu wählen. Da dies i. d. R. immer nur beim Wechsel der Heizungsanlage der Fall war, bestand zumindest ein langfristiger Wettbewerb zwischen den Energieträgern.

152

Die Belieferung der Letztverbraucher erfolgte i. d. R. durch **integrierte Versorgungsunternehmen**, die die regionalen **Gasverteilnetze** und die Gasbelieferung integriert betrieben und über entsprechende Gebietsmonopole verfügten. Häufig – aber nicht immer – handelte es sich dabei auch um klassische Querverbundunternehmen (speziell bei Stadtwerken), die sowohl Strom, Gas als auch Wärme und Wasser aus einer Hand integriert den Endkunden lieferten.

153

Die Beschaffung des Erdgases erfolgte jeweils aus den vorgelagerten Netzen, an die ihr Netz angeschlossen war. Die Vorlieferanten waren dabei ebenfalls integrierte Unternehmen, so dass auch auf dieser Stufe über die Netze monopolistische Strukturen vorgegeben waren. Auf diese Weise wurde das Gas über meh-

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

rere Stufen von Ferngasunternehmen bezogen, die ihrerseits über ihr jeweiliges Ferngasnetz alle angeschlossenen Netze mit Erdgas belieferten.

- 154 Dabei waren **Ferngasunternehmen** der ersten und zweiten Stufe zu unterscheiden⁹⁵: Erstere, wie z. B. Ruhrgas, Wingas oder VNG bezogen das Gas aus eigener Produktion oder über entsprechende (Import-)Verträge direkt von den Produzenten, zweitere, wie z. B. GVS oder Bayerngas bezogen ihr Gas i. d. R. von den Ferngasunternehmen der ersten Stufe, die somit über eine erhebliche Marktmacht verfügten.
- 155 Nach der Liberalisierung der leitungsgebundenen Energiemarkte mussten die vormals integrierten Unternehmen **analog Strom** die Aktivitäten des Netzbetriebs von den nun im Wettbewerb befindlichen Geschäftsbereichen trennen und ihr Netz allen Akteuren diskriminierungsfrei zur Nutzung zur Verfügung stellen. Dies überwachen seit Einführung der **Regulierung** in Deutschland mit der Neufassung des EnWG 2005⁹⁶ die entsprechenden Regulierungsbehörden, auf Bundesebene die BNetzA⁹⁷.

Im Netzbereich werden in Folge – analog den Übertragungsnetzbetreibern und Verteilnetzbetreibern im Strom – **Fernleitungsnetzbetreiber** und **Verteilnetzbetreiber** unterschieden. Die speziellen Aufgaben der Fernleitungsnetzbetreiber sind nach EnWG⁹⁸, den Gastransport sicherzustellen und die Verbindungen mit anderen Netzen zu regeln. Außerdem obliegt ihnen die Systemverantwortung für das Gasversorgungssystem, indem sie verpflichtet sind, durch beispielsweise den Einsatz von Ausgleichsleistung die Zuverlässigkeit des Gasversorgungssystems zu stützen. Sie sind ähnlich den Regelzonen im Elektrizitätsbereich die wesentlichen Akteure, die Einfluss auf die Bildung von Marktgebieten im Sinne von einheitlichen Preiszonen nehmen.

b) Netzzugang in Deutschland

aa) Unbundling

- 156 Seitens der Europäischen Union (EU) wurde die **Liberalisierung der Gasmärkte** etwa zwei Jahre nach der Liberalisierung der Strommärkte durch die Verabschiedung einer entsprechenden Richtlinie⁹⁹ angestoßen (vgl. Teil 1 A 4 b)). Die Umsetzung in die nationale Gesetzgebung in Deutschland erfolgte je-

95 Ströbele W., Pfaffenberger W., Heuterkes M., Energiewirtschaft, Einführung in Theorie und Politik, 3. Aufl., Oldenbourg, München, 2012. S. 15 f.

96 BGBl. 2005 I S. 1970 vom 12. Juli 2005, Gesetz über die Elektrizitäts- und Gasversorgung (Energiewirtschaftsgesetz – EnWG).

97 Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen (BNetzA) vgl. www.bundesnetzagentur.de (11.03.2021).

98 Die speziellen Aufgaben der Fernleitungsnetzbetreiber (FNB) sind in EnWG § 15, § 15a und § 16 festgelegt.

99 EU-Richtlinie 98/39/EG vom 22.06.1998 betreffend gemeinsame Vorschriften für den Erdgasbinnenmarkt, ABl. EG Nr. L 204 vom 21.07.1998, S. 0001–0012.

doch für beide Märkte in derselben Weise mit der Neufassung des Energiewirtschaftsgesetzes 1998¹⁰⁰.

Die Liberalisierung des **Gasmarkts in Deutschland** beruht damit im Wesentlichen auf denselben gesetzlichen Grundlagen, wie die Liberalisierung des Strommarkts und begann zum gleichen Zeitpunkt auf denselben Grundlagen. Dennoch verliefen im Gasmarkt die Prozesse zur Ausbildung der wettbewerblichen Strukturen in den Märkten **deutlich schleppender als im Strommarkt**. Dies könnte auf die Struktur des Markts mit sehr wenigen Akteuren auf der ersten Stufe zurückgeführt werden, die nicht nur die Kontrolle über Fernleitungsnetze, die mit der Liberalisierung analog dem Strom geöffnet wurden, sondern auch die Kontrolle über die Produktion bzw. die sehr langfristigen Importverträge ausübten. Da sie, um die eigenen Risiken zu minimieren, die entsprechenden **langfristigen Vertragsstrukturen** an ihre Abnehmer, wie die Weiterverteiler weitergaben, bestand ein sehr stabiles System mit einem hohen Beharrungsvermögen. Daher ist zu vermuten, dass im Falle der Gaswirtschaft das Unbundling als wichtige Voraussetzung für funktionierenden Wettbewerb in einem leitungsgebundenen Energiemarkt alleine nicht ausreichte, um wettbewerbliche Marktstrukturen zu etablieren, da die verbreiteten „langfristigen Lieferverträge“ eine kontrakompetitive Wirkung haben¹⁰¹.

Mit der **Novellierung des EnWG 2005**¹⁰² wurde durch die Einführung der Regulierung zwar die Öffnung der Netze für Dritte nochmals erheblich verbessert, parallel erfolgten jedoch auch kartellrechtliche Entscheidungen, die Öffnungen in den bis dato die Strukturen zementierenden langfristigen Bezugsverträgen auch auf Ebene der Weiterverteiler ermöglichten. Ab dem Jahr 2006 war dann auch in Deutschland zunehmender Wettbewerb in den Gasmärkten zu beobachten¹⁰³.

bb) Netzzugang

Wie eng die Ausbildung von wettbewerblichen Märkten mit den Netzzugangsbedingungen verknüpft ist, war in den Gasmärkten sehr gut zu beobachten. Speziell in Deutschland fehlte nach der Liberalisierung lange Zeit ein für die Entwicklung von liquiden Commodity-Märkten geeignetes Netzzugangsmodell, da zunächst – analog Strom – das **Prinzip des verhandelten Netzzugangs** galt. Analog Strom entstanden auch im Gasbereich verschiedene Verbändevereinbarungen, die entsprechende Standards definierten, jedoch analog Strom nicht verbindlich für alle Akteure waren.

158

100 BGBI. I S. 730, I, BGBI. III 752-2 vom 24. April 1998, Gesetz über die Elektrizitäts- und Gasversorgung (Energiewirtschaftsgesetz – EnWG).

101 Monopolkommission, Sondergutachten 59, Energie 2011: Wettbewerbsentwicklung mit Licht und Schatten, 2011, abrufbar unter http://www.monopolkommission.de/images/PDF/SG/s59_volltext.pdf (28.08.2020), S. 256.

102 BGBI. 2005 I S. 1970 vom 12. Juli 2005, Gesetz über die Elektrizitäts- und Gasversorgung (Energiewirtschaftsgesetz – EnWG).

103 Ströbele W., Pfaffenberger W., Heuterkes M., Energiewirtschaft, Einführung in Theorie und Politik, 3. Aufl., Oldenbourg, München, 2012. S. 161.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- 159 Die Verbändevereinbarungen setzten für den Netzzugang auf das sogenannte **Kontraktpfadmodell**: Es sieht vor, dass jeder Netznutzer für seine Lieferung (Kontrakt) mit jedem Netzbetreiber, dessen Netz er nutzen möchte, den zu nutzenden physischen Transportpfad vom Einspeise- zum Ausspeisepunkt vereinbart. Auf diese Weise können liquide Handelsmärkte für Gas ausschließlich an großen Drehkreuzen (Hubs) der Fernleitungsnetze entstehen. Dennoch beschränkt sich der Handel an diesen Stellen auf wenige große Akteure, die Ferntransporttrassen für sich gesichert haben. Eine Belieferung von Letztverbrauchern im Wettbewerb ist damit nahezu ausgeschlossen. Liquider Handel entwickelte sich in dieser Zeit daher auch nur sehr begrenzt an einigen **physischen Hubs**, wie beispielsweise Emden oder Bunde.

In anderen Ländern, wie z.B. UK oder den Niederlanden waren zu dieser Zeit bereits andere Modelle der Netznutzung gültig, die auf dem Prinzip des **Exit-Entry-Modells** aufbauten. Dabei müssen die Netznutzer lediglich nominieren an welchen Netzpunkten sie welche Mengen in ein Netzgebiet einspeisen und an welchen Punkten sie welche Mengen ausspeisen. Das Netz oder die zu einem Marktgebiet zusammengeschlossenen Netze bilden damit die Basis zur Ausbildung eines **virtuellen Handelpunkts**, in dem bei ausreichender Marktgebietsgröße ein Markt mit hoher Liquidität und einfachen Handelsmöglichkeiten entstehen kann.

- 160 In **Deutschland** wurde ein solches **Exit-Entry-Modell** für die Gasnetze mit der Einführung der Regulierung durch das EnWG 2005¹⁰⁴ eingeführt. Gleichzeitig begannen Bestrebungen, die Anzahl der Marktgebiete von 28 in 2006¹⁰⁵ zu reduzieren, was in der Gasnetzzugangsverordnung (GasNZV)¹⁰⁶ im Jahr 2010 dann mit dem konkreten Ziel von zwei H-Gas-Marktgebieten und einem L-Gas-Marktgebiet versehen wurde, um eine mit der Steigerung der Liquidität verknüpfte positiven Wirkung für den Wettbewerb zu erreichen (vgl. auch Teil 1 A 3 d)).

Mit der Novellierung der Gasnetzzugangsverordnung (GasNZV) 2019 wurde vom Gesetzgeber vorgegeben, dass die verbliebenen zwei Erdgas-Marktgebiete NetConnect Germany (NCG) und GASPOOL bis spätestens 1. April 2022 zu einem einheitlichen Marktgebiet zusammenzuführen sind¹⁰⁷. Die beteiligten

104 BGBL. 2005 I S. 1970 vom 12. Juli 2005, Gesetz über die Elektrizitäts- und Gasversorgung (Energiewirtschaftsgesetz – EnWG). § 20 1b.

105 Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen (BNetzA), Marktgebiete und Kooperationsvereinbarung Gas (KoV), abgerufen unter https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Sachgebiete/ElektrizitaetundGas/Unternehmen_Institutionen/HandelundVertrieb/MarktgebieteGas_KOV/marktgebietegas.html (17.03.2017 – 28.08.2020 nicht mehr verfügbar).

106 BGBL. I S. 1261 vom 3. September 2010, Gasnetzzugangsverordnung GasNZV, zuletzt geändert durch BGBL. I S. 2034 vom 29. August 2016 Artikel 13, § 21.

107 BGBL. I S. 786, Gasnetzzugangsverordnung vom 3. September 2010, zuletzt durch Artikel 1 der Verordnung vom 13. Juni 2019 geändert, § 21.

Fernleitungsnetzbetreiber der beiden Gebiete haben kommuniziert, dass die Zusammenlegung bereits zum 1. Oktober 2020 realisiert wird¹⁰⁸.

Die innerhalb eines Marktgebiets zusammenarbeitenden Fernleitungsnetzbetreiber definieren für ihr Marktgebiet einen **Marktgebietsverantwortlichen**, der für den sicheren und zuverlässigen Betrieb sowie die Abwicklung der benötigten Prozesse im Marktgebiet verantwortlich ist. Konkret sieht die GasNZV folgende Aufgaben vor¹⁰⁹:

- Betrieb des virtuellen Handelpunkts des Marktgebiets
- Bilanzkreisabwicklung
- Beschaffung und Steuerung der Regelenergie

cc) *Bilanzkreise*

Zur Abwicklung der von den wettbewerblichen Akteuren eingegangenen Geschäfte bzw. zur Zuordnung der Entnahme von Letztverbrauchern zu den von ihnen im Wettbewerb gewählten Lieferanten werden ähnlich dem Bilanzkreissystem bei Strom auch bei Gas sogenannte **Bilanzkreise** eingeführt¹¹⁰. Die Führung des Bilanzkreissystems obliegt dem Marktgebietsverantwortlichen.

Die **Bilanzierungsperiode** im Gasmarkt ist abweichend vom Strommarkt ein Gaswirtschaftstag, der von 6 Uhr bis 6 Uhr des Folgetags definiert ist. Hier bildet sich das technisch deutlich trágere Gasnetzsystem ab, das durch Druckschwankungen Pufferwirkungen innerhalb des Gasnetzes zulässt und somit gewisse Schwankungen der Gleichzeitigkeit von Ein- und Ausspeiseleistung zulässt. Der Bilanzkreisverantwortliche ist aber analog Strom dafür verantwortlich, dass die Summe der Ein- und Ausspeisungen in seinem Bilanzkreis innerhalb der definierten Bilanzierungsperiode ausgeglichen ist.

Zur Abrechnung von kleineren Letztverbrauchern, für die keine tages- oder stundengenauen Zählwerte aus einer Messung vorliegen, werden analog Strom **Standardlastprofile (SLP)** eingesetzt. Alle anderen Kunden werden mit ihren gemessenen Zählwerten in die Bilanzkreisabrechnung eingestellt. Die aufgrund von Prognoseabweichungen unweigerlich entstehenden **Bilanzabweichungen** werden vom Marktgebietsverantwortlichen im Rahmen seiner Systemverantwortung gedeckt und in der Bilanzkreiskreisabrechnung dem Bilanzkreisverantwortlichen in Rechnung gestellt. Im Gegensatz zu Strom gibt es für die nicht über SLP abgerechneten Kunden jedoch noch eine spezielle Regelung: Für diese kommt eine 5 % Toleranzmenge in Ansatz. Abweichungen im Toleranzbereich werden dem Bilanzkreisverantwortlichen mitgeteilt und sind dann in der übernächsten Bilanzierungsperiode auszugleichen.

108 Nowega GmbH, Deutschland ein Marktgebiet, abgerufen unter <http://www.marktgebietszusammenlegung.de/>(28.08.2020).

109 BGBl. I S. 786, Gasnetzzugangsverordnung vom 3. September 2010, die zuletzt durch Artikel 1 der Verordnung vom 13. Juni 2019 geändert, § 20.

110 GBGBI. I S. 786, Gasnetzzugangsverordnung vom 3. September 2010, die zuletzt durch Artikel 1 der Verordnung vom 13. Juni 2019 geändert, § 20 bis § 26.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

c) Handelpunkte

- 164 In den Gasmärkten werden die Handelpunkte **Hubs** („Drehscheibe“) genannt. Dies röhrt daher, dass an **Knotenpunkten im Gasnetz**, an denen mehrere Rohrleitungen zusammentreffen, gesteuert werden kann, wie viel Gas in welche der dort angeschlossenen Rohrleitungen fließen soll. Da vor der Liberalisierung an bestimmten Hubs die Netze verschiedener integrierter Akteure zusammengestoßen sind, gab es an diesen Hubs bereits damals die Möglichkeit Käufe und Verkäufe zwischen den ehemaligen integrierten Unternehmen abzuwickeln und damit Gasmengen auf andere Rohrleitungen zu verteilen.

aa) Physische Hubs

- 165 Solche Knotenpunkte in den Gasnetzen werden in den liberalisierten Märkten „**physische Hubs**“ genannt, da sie tatsächlich existieren und hier Gasmengen zwischen den einzelnen Rohrleitungen gesteuert werden können. Wie eingangs bereits erwähnt, werden an solchen Hubs traditionell Geschäfte abgewickelt. Dies wurde auch in den wettbewerblichen Märkten so übernommen.

Dabei ist dem Betreiber des Hubs mitzuteilen, welche Mengen auf welchem Flansch an kommend auf welchen Flansch geleitet werden sollen. Die Bilanz am Hub muss dann am Ende ausgeglichen sein, wenn alle Akteure nominiert haben. Um ein solches Geschäft durchzuführen zu können, muss ein Händler nicht nur einen Vertragspartner finden, der am betreffenden Hub tätig ist und bereit ist, das gewünschte Geschäft mit ihm abzuschließen, er muss zusätzlich auch eine Berechtigung zur Netznutzung des betreffenden Netzes haben. Gilt hier kein einfacher Entry-Exit-Tarif, so kann dies durchaus ein komplexes Unterfangen werden, die benötigte Netznutzung für den Gastransport zu organisieren.

Traditionell waren **die wichtigsten Hubs** die großen Knotenpunkte in den Fernleitungsnetzen in denen mehrere internationale Leitungen zusammenstoßen, wie z. B. Zeebrugge, Bunde, Emden oder auch Waidhaus. Hier entstanden auch Handelpunkte mit ausreichender Liquidität für eine Handelstätigkeit.

- 166 Physische Hubs hatten speziell zu Beginn der Liberalisierung, als noch keine Marktgebiete festgelegt wurden, eine hohe Bedeutung für den Handel. Mit Einführung von **Entry-Exit-Systemen** und damit Marktgebieten übernahmen diese die wichtige Funktion als Lieferort für die Geschäfte, da Marktgebiete die Abwicklung der Geschäfte wesentlich vereinfachen. In Folge ging die Bedeutung physischer Hubs als Handelpunkt erheblich zurück.

bb) Virtuelle Hubs/Marktgebiete

- 167 Mit der Schaffung eines einheitlichen Marktgebiets im Gasnetz in UK, dem „**National Balancing Point**“ (**NBP**) wurde ein erster „virtueller Hub“ als gedachter Handelpunkt eingeführt. Aufgrund des gleichzeitig geltenden Entry-Exit-Systems für die Netznutzung, kann Gas, das in das Netzgebiet eingespeist wird, physisch beliebig an andere Händler verkauft werden, die dann die von ihnen zu wählenden Ausspeisepunkte benennen müssen. Das gesamte Netzgebiet

kann also als ein großer gedachter Handelpunkt angesehen werden: Es ist zum virtuellen Hub geworden.

An welchem physischen Hub innerhalb des Netzgebiets hier Gasmengen verändert werden müssen, muss nicht mehr nachvollzogen werden. Dies vereinfacht die Abwicklung des Handels erheblich und ermöglicht bei hinreichend großen Marktgebieten auch eine sehr gute Liquidität.

Alle wichtigen Handelpunkte mit hoher Liquidität in Europa liegen heute an virtuellen Hubs. Die wichtigsten Marktgebiete sind der National Balancing Point (NBP), der den Gasmarkt in UK darstellt, die Title Transfer Facility (TTF), die den Gasmarkt in den Niederlanden bildet und die **beiden deutschen Marktgebiete** Net Connect Germany (NCG) sowie Gaspool, die beide qualitätsübergreifend definiert sind¹¹¹, d.h. es sind H- und L-Gaskunden im gleichen Marktgebiet belieferbar (Abbildung 17). Die Konvertierung übernehmen die Netzbetreiber über ein spezielles Konvertierungssystem „Konni Gas“¹¹².

Derzeit gibt es noch zwei Marktgebiete¹¹³, bei denen folgende Fernleitungsnetzbetreiber kooperieren:

- **Gaspool**¹¹⁴: GASCADE Gastransport GmbH, Gastransport Nord GmbH, Gasunie Deutschland Transport Services GmbH, Nowega GmbH und ONTRAS Gastransport GmbH
- **Net Connect Germany** (NCG)¹¹⁵: bayernets GmbH, Fluxys TENP GmbH, GRTgaz Deutschland GmbH, Open Grid Europe GmbH, terranets bw GmbH und Thyssengas GmbH

Da sich die Fernleitungsnetze der jeweiligen Netzbetreiber räumlich überlagern, gibt es auch einen **geografischen Überlagerungsbereich** der Marktgebiete (s. Abbildung 17). Die einzelnen Anschlussnehmer sind jedoch immer an einem

111 Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen (BNetzA), Gasnetzzugang, abgerufen unter https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Sachgebiete/ElektrizitaetundGas/Unternehmen_Institutionen/Netzzugang_Messwesen/NetzzugangGas_KOV/gas-node.html (28.08.2020).

112 Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen (BNetzA), Beschlusskammer 7, Az BK7-11-002, Beschluss in den Verwaltungsverfahren wegen Festlegung zur Einführung eines Konvertierungssystems in qualitätsübergreifenden Gasmarktgebieten, abgerufen unter https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Service-Funktionen/Beschlusskammern/1_GZ/BK7-GZ/2011/BK7-11-002/BK7-11-002_Konni_Gas_Mitteilung_Nr.1_Download.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (28.08.2020).

113 Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen (BNetzA), Gasnetzzugang, abgerufen unter https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Sachgebiete/ElektrizitaetundGas/Unternehmen_Institutionen/Netzzugang_Messwesen/NetzzugangGas_KOV/gas-node.html (28.08.2020).

114 Gaspool Balancing Services GmbH, Gesellschafter, abgerufen unter <https://www.gaspool.de/unternehmen/gesellschafter> (28.08.2020).

115 Net Connect Germany GmbH & Co. KG, Net Connect Germany im Profil, abgerufen unter <https://www.net-connect-germany.de/de-de/Unternehmen/Portrait-und-Gesellschafter> (28.08.2020).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

einzelnen Netz angeschlossen, das dann eindeutig einem der Marktgebiete zugeordnet ist. Die Überlagerung ist somit rein geografisch. Die Zuordnung von Abnehmern oder Einspeisepunkten ist immer eindeutig zu einem Marktgebiet.

Die Teilung in zwei Marktgebiete gehört vermutlich noch vor Drucklegung dieser Auflage der Vergangenheit an, weil beide Marktgebiete zum 1. Oktober 2020 zu einem einzigen zusammengefasst werden sollen¹¹⁶.



Abbildung 17: Marktgebiete Gas in Deutschland (Stand Oktober 2011)

Quelle: Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen (BNetzA), Gasnetzzugang, abgerufen unter https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Sachgebiete/ElektrizitaetundGas/Unternehmen_Institutionen/Netzzugang_Messwesen/NetzzugangGas_KOV/gas-node.html (28.08.2020) (Abdruck mit freundlicher Genehmigung der BNetzA)

cc) European Gas Target Model

- 170 Da die Marktgebiete Gas im Wesentlichen nationale (oder innerhalb eines Staats nochmals gegliederte) Marktgebiete sind, das ursprüngliche Ziel der EU aber die Schaffung eines Binnenmarkts für Erdgas ist, laufen derzeit Bestrebungen die Marktgebiete in Europa **weiter zu verknüpfen**, damit ein umfassender Wettbewerb in einem europäischen Markt auf Großhandelsebene möglich ist.

Die europäischen Regulierer beabsichtigen durch die *Europäische Agentur der Regulierer ACER* mit dem Update 2015 des „Gas Target Model“ aus dem Jahr 2011 das Ziel zu erreichen, liquide und verbundene wettbewerbliche Gasmärkte in

116 Nowega GmbH, Deutschland ein Marktgebiet, abgerufen unter <http://www.marktgebietszusammenlegung.de/> (28.08.2020).

ganz Europa mit Spot- und Terminmärkten zu etablieren, auf denen dann ein kosteneffizientes Management von Marktrisiken möglich sein soll¹¹⁷.

Dabei spielen die Verbindungen zwischen den Marktgebieten eine wichtige Rolle. Hierfür legt die entsprechend aktualisierte EU Verordnung zum Netzkodex fest, dass die dem grenzüberschreitenden Handel zuzuweisende Netzkapazität maximiert werden soll und wie entsprechende Kapazitätsbuchungen den Marktteilnehmern ermöglicht werden sollen¹¹⁸. Dies stellen die **Capacity Allocation Mechanisms (CAM)** dar¹¹⁹. Dazu gehören auch Verfahren zum Engpassmanagement (**Congestion Management Procedures, CMP**)¹²⁰. Trotz dieser klaren Festlegungen für den grenzüberschreitenden Gasaustausch und -handel ist festzustellen, dass für einen funktionierenden Erdgasbinnenmarkt zusätzlich auch funktionsfähige nationale Großhandelsmärkte für Gas vorliegen müssen. Dies ist nach Ansicht von ACER eher die Ausnahme als die Regel¹²¹. Daher wird angeregt, dass die Mitgliedsstaaten zunächst eine Bewertung ihrer Märkte anhand von durch das Gas Target Model definierten Kriterien durchführen.

Neben geforderten Änderungen in den nationalen Gasmärkten, um einen wettbewerblichen liquiden Handel zu ermöglichen werden 3 Modelle zur Integration der europäischen Märkte vorgeschlagen¹²²:

- **Vollständige Marktintegration:** Vollständige Integration zweier benachbarter Marktgebiete zu einem Marktgebiet
- **Handelsregion:** Teilweise Fusion zweier Marktgebiete ausschließlich auf Großhandelsebene
- **Satellitenmarkt:** Substantielle Verbindung eines nicht funktionierenden Gasmarkts über Pipelinekapazitäten mit einem benachbarten liquiden Gasmarkt

117 *Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER), European Gas Market Model – Review and Update, January 2015*, abgerufen unter <http://www.acer.europa.eu/Events/Presentation-of-ACER-Gas-Target-Model-/Documents/European%20Gas%20Target%20Model%20Review%20and%20Update.pdf> (28.08.2020), p. 5.

118 EU Verordnung 2017/459 vom 16. März 2017 zur Festlegung eines Netzkodex über Mechanismen für die Kapazitätszuweisung in Fernleitungsnetzen und zur Aufhebung der Verordnung (EU) Nr. 984/2013, ABl. EU Nr. L 72 vom 17.03.2017, S. 1–28.

119 ENTSO-G, Capacity Allocation Mechanisms NC, abgerufen unter <https://www.entso-eu.com/capacity-allocation-mechanisms-nc#> (28.08.2020).

120 EU-Verordnung 2009/715 vom 13. Juli 2009 über die Bedingungen für den Zugang zu den Erdgasfernleitungsnetzen und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 1775/2005, ABl. EU L 211 vom 14.08.2009, S. 36–54.

121 *Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER), European Gas Market Model – Review and Update, January 2015*, abgerufen unter <http://www.acer.europa.eu/Events/Presentation-of-ACER-Gas-Target-Model-/Documents/European%20Gas%20Target%20Model%20Review%20and%20Update.pdf> (28.08.2020), p. 24/25.

122 *Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER), European Gas Market Model – Review and Update, January 2015*, abgerufen unter <http://www.acer.europa.eu/Events/Presentation-of-ACER-Gas-Target-Model-/Documents/European%20Gas%20Target%20Model%20Review%20and%20Update.pdf> (28.08.2020), p. 26/27.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

d) Preisbildung

- 172 Die Preisbildung an den liquiden Großhandelsmärkten für Gas, speziell in den großen Marktgebieten (s. Teil 1 A II 3 c) bb), erfolgt anhand der üblichen Mechanismen der **Preisbildung an Commodity-Märkten**, die in Teil 1 A I 3 b) beschrieben werden. Im am Markt gebildeten Preis sind **Angebot und Nachfrage** an den Märkten im Gleichgewicht. Daher schwankt der Preis an den Gasmärkten z. B. mit Wettereinflüssen, da ein großer Anteil der Gasnachfrage für die Raumheizung bestimmt ist oder mit den Strompreisen, da bei einer hohen Nachfrage nach Strom (oder wenig erneuerbarer Erzeugung) zusätzliche Gaskraftwerke produzieren müssen und damit die Nachfrage nach Gas steigt.
- 173 Auf der Angebotsseite sind im Gasmarkt jedoch weiterhin vor allem auf Seiten der Importeure **langfristige Bezugsverträge** mit entsprechenden indizierten Preisen üblich. Heute werden zwar auch Verträge abgeschlossen, die sich auf einen **Gaspreisindex einer Börse** in einem europäischen Marktgebiet beziehen, aber es sind auch weiterhin die bis dato üblichen Vertragsstrukturen mit Ölpreisindizierung vorhanden. Alle enthalten aber typischerweise eine verpflichtende Mindestabnahmemenge („Take-or-pay“).
- 174 Händler, die einen solchen ölindizierten langfristigen Liefervertrag abgeschlossen haben, sind für die garantierte Mindestabnahmemenge einem Preisrisiko ausgesetzt. Solange bisher im Gasmarkt kein Wettbewerb vorhanden war, war das einzige Preisrisiko für den Händler, dass der alternative Energieträger Heizöl seinen Preis relativ zum Gas verändert. Dieses Risiko wurde durch die Preisbindung an den Heizölpreis minimiert. Nun steht der Händler aber im Wettbewerb zu anderen Lieferanten, die Gas zum Gaspreis an der Börse beziehen können. Dieser Preis schwankt nicht notwendigerweise mit dem Heizölpreis, so dass für ihn ein **erhebliches Preisrisiko** entsteht.

Dies speziell dann, wenn aufgrund geringer Nachfrage, z. B. durch einen warmen Winter, am Gasmarkt in Europa große Mengen Gas vorhanden sind, die auf den Gaspreis drücken. Der Ölmarkt, der vor allem auch den Verkehrssektor beliefert, kann aber einer ganz anderen Situation ohne fallende Preisen ausgesetzt sein. Auf diese Weise sinkt der mögliche Verkaufspreis, während der Bezugspreis stabil bleibt und die Mindestabnahmemenge möglicherweise zu Preisen oberhalb des Marktpreises von Gas abgenommen werden müssen, was ein erhebliches Risiko darstellt.

Insofern ist durch die Einführung von Wettbewerb auf den Gasmärkten die Notwendigkeit für die Akteure massiv gestiegen, ihr **Portfolio und ihre Risiken aktiv zu managen**. Die hierfür notwendigen Werkzeuge bieten die Energie Märkte an.

III. Organisation eines Energiehandelshauses

- 175 Um ein Energiehandelshaus innerhalb eines existierenden Unternehmens oder als neues Unternehmen aufzubauen, ist der Aufbau von speziellen organisatori-

schen Strukturen notwendig¹²³. Die klassische Struktur von Energiehandelshäusern gliedert sich in eine dreiteilige Struktur, das Front, Middle und Back Office (Abbildung 18).

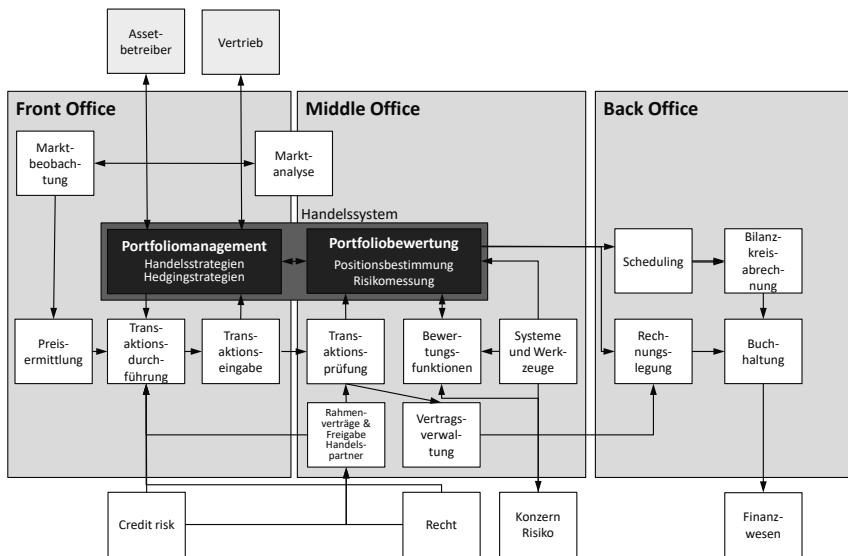


Abbildung 18: Beispiel für eine Struktur eines Energiehandelshauses

Wichtigstes Grundprinzip beim Aufbau eines Energiehandelshauses ist die Schaffung von adäquaten Kontrollstrukturen, da Geschäfte im Großhandel immer mit hohen Werten und typischerweise – speziell im Fall von Termingeschäften – mit hohen Risiken verbunden sind. Dies sollte durch das Modell der Three-Lines-Of-Defence umgesetzt werden, wobei die erste Linie die operative Geschäftseinheit selbst ist, die zweite ein entsprechend strukturiertes Risiko-controlling, das entweder im Middle-Office innerhalb des Handelshauses oder bei konzernintegrierten Handelshäusern auch im Finanzbereich des Konzerns angesiedelt ist. Die dritte Linie ist dann die interne und externe Revision¹²⁴.

Innerhalb eines klassischen Handelshauses bildet sich dies dann unbedingt als Vier-Augen-Prinzip aus und ist unbedingt tief in der Organisation zu verankern. Dies geschieht üblicherweise durch mindestens zwei getrennten Positionen auf Geschäftsleitungsebene. Die Organisationseinheiten, die die Geschäftsverantwortung tragen berichten an den einen Geschäftsleiter, die anderen Organisationseinheiten, deren Aufgabe es ist, die Geschäfte zu überwachen, die Risiken zu bewerten und die Abwicklung sowie die Finanzbuchhaltung sicherzustellen, berichten an einen anderen.

123 S. auch Teil 3 A dieses Werks.

124 Für eine ausführlichere Beschreibung s. Teil 3 A. III. in diesem Werk.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Das Vier-Augen-Prinzip ist auch in der klassischen dreiteiligen Struktur umgesetzt: Middle und Back Office berichten an einen anderen Geschäftsleiter als das Front Office, das die Geschäftsverantwortung trägt und die Geschäfte ausführt.

1. Front Office

- 177 Zentrale Aufgabe des Front Office ist das **Portfoliomanagement** (Abbildung 18). Nur die Händler im Front Office können durch Abschlüsse von geeigneten Geschäften die Risiken und Chancen verändern und damit das Portfolio managen.

Ausgehend von der aktuellen Portfoliostruktur und der Marktbeobachtung legt das Front Office die **Handelsstrategie** für das spekulative Portfolio fest bzw. setzt ggf. die **Hedgingstrategie** für das Assetportfolio oder Vertriebsportfolio um, um die dort enthaltenen Risiken abzusichern. Hierzu bestimmen die Händler den angemessenen Preis für Gebote in den Märkten, tätigen Transaktionen und hinterlegen die abgeschlossenen Transaktionen im Handelssystem.

Dabei dürfen sie nur mit Counterparts Geschäfte tätigen, die einerseits vom Middle Office freigegeben sind und für die noch freie Kreditlinien vorhanden sind, die von der Creditrisk-Abteilung festgelegt werden, die in großen Konzernverbünden oft auch auf Konzernebene angesiedelt ist.

2. Middle Office

- 178 Im Middle Office steht die Überwachung der Handelstätigkeit im Mittelpunkt der Tätigkeiten. Zentral ist zunächst die **Portfoliobewertung** mit der Positionsbestimmung und der Risikomessung (Abbildung 18). Dadurch, dass das Middle Office diese Bewertungsfunktion organisatorisch unabhängig vom Front Office durchführt, ist das Vier-Augen-Prinzip sichergestellt.

Zur **Handelsüberwachung** gehört zusätzlich der Abschluss von Rahmenverträgen und die Freigabe von Handelspartnern, die Prüfung aller Transaktionen, die Verwaltung der Verträge und die Entwicklung und Bereitstellung geeigneter Werkzeuge für diese operativen Aufgaben.

Üblicherweise berichtet das Middle Office in Konzernen dann auch an das zentrale Konzernrisikocontrolling.

3. Back Office

- 179 Das Back Office übernimmt neben der wichtigen Abwicklung aller Geschäfte (Abbildung 18), sowohl in finanzieller Hinsicht als auch im Hinblick auf die physische Abwicklung der Lieferung, auch eine weitere Überwachungsfunktion.

Bei der **physischen Abwicklung der Lieferung** müssen im Scheduling zunächst die entsprechenden Fahrpläne und Nominierungen im Bilanzkreismanagement angemeldet werden und dann die Bilanzkreisabrechnungen der ÜNBs bzw. FNBs geprüft und verbucht werden.

Mit der Rechnungslegung startet die **finanzielle Abwicklung** der Geschäfte, die dann zur Buchhaltung führt, die üblicherweise in das Finanzwesen eingebunden ist.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Inhaltsübersicht

I. Grundlagen.....	180
1. Abgrenzung und rechtliche Hintergründe.....	180
a) Was ist Handel? – Rechtliche Voraussetzungen und Formen des Handels.....	180
b) Was wird gehandelt? – Rechtliche Charakterisierung.....	188
c) Wo wird gehandelt? – Handelsplätze.....	197
2. Vertragliche Grundlagen in Deutschland und Europa.....	202
a) Physischer Handel mit Strom.....	202
b) Physischer Handel mit Gas.....	205
c) „Finanzieller“ Handel.....	210
d) Zusatzverträge und Vertragsannexe.....	214
3. Aufbau, Abschluss und Funktionsweise von OTC-Verträgen.....	220
a) Architektur typischer OTC-Verträge; Rahmenverträge, Anpassungsvereinbarungen und Anhänge.....	220
b) Abschluss von Rahmenverträgen.....	223
c) Rahmenvertrag/Bestätigungen.....	226
d) Long-Form-Confirmations.....	227
e) Individuelle Verträge.....	228
II. Vertragsrechtliche Aspekte typischer OTC-Verträge am Beispiel der EFET-Rahmenverträge.....	229
1. Gang der Darstellung.....	229
2. Vertragsgegenstand und Anwendungsbereich.....	231
a) Vertragsgegenstand	231
b) Zeitlicher Anwendungsbereich	232
3. Single-Agreement-Konzept	234
4. Rangverhältnis Rahmenvertrag, Anpassungsvereinbarung und Einzelbestätigung	236
5. Vertragsschluss.....	237
a) Zustandekommen des Vertrages.....	237
b) Bestätigungen.....	238
c) Zeichnungsberechtigte	243
6. Hauptleistungspflichten	248
a) EFET-Rahmenvertrag Strom (im Folgenden „EFET-Strom“).....	249
b) EFET-Rahmenvertrag Gas (im Folgenden „EFET-Gas“)	255
7. Leistungsstörung.....	261
a) Nichterfüllung wegen höherer Gewalt	261
b) Rechte bei Nichtlieferung und Nichtabnahme	267
c) Einstellung der Lieferung	277
d) Zahlungsverzug	279
8. Laufzeit und Beendigung des Vertrages.....	282
a) Laufzeit des Rahmenvertrages	282
b) Ordentliche Kündigung	284
c) Außerordentliche Kündigung (Netting-Klauseln)	285

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

d) Exkurs: Besonderheiten vorinsolvenzlicher Verfahren für Kündigung von Verträgen mit Instituten	302
e) Vorzeitige Auflösungs- und Übertragungsvereinbarungen	319
9. Berechnung des Kündigungsbetrages	321
10. Haftungsbeschränkungen	323
a) Haftungsumfang	324
b) Exkurs: AGB-Kontrolle von Rahmenverträgen?	326
11. Rechnungsstellung und Bezahlung	336
a) Rechnungsstellung	336
b) Zahlungs-Netting	338
c) Strittige Beträge	341
12. Steuerzahlungen	343
13. Preisermittlung	347
a) Variable Preise/Ersatzpreise bei Marktstörungen	348
b) Berechnungsstelle (Calculation Agent)	350
14. Vertragliche Vereinbarungen zur Bestellung von Kreditsicherheiten	352
a) Bedeutung von Sicherheiten im Handelsablauf	352
b) Vertragliche Sicherungsmechanismen während der Laufzeit des Vertrages	354
15. Übertragung von Rechten und Pflichten	357
16. Zusicherungen und Gewährleistungen	358
a) Arten typischer Zusicherungen	360
b) Zeitpunkt und Wiederholung der Zusicherung	365
c) Rechtsfolge bei unkorrekten Zusicherungen	368
17. Sonstige vertragliche Pflichten und Bestimmungen	373
a) Informationspflichten	374
b) Vereinbarte Verhaltenspflichten	379
c) Vertraulichkeitspflichten	380
d) Aufzeichnung von Telefongesprächen	383
e) Zugang von Mitteilungen	385
f) Salvatorische Klausel/Rechte Dritter	387
g) Rechtswahl und Schiedsvereinbarung	389
III. Besonderheiten des Handels mit CO₂-Emissionszertifikaten	392
1. CO ₂ -Emissionszertifikate als Handelsgegenstand	392
a) Rechtliche Grundlagen	393
b) EU-Registerverordnung und § 17 TEHG	396
c) § 7 III und IV TEHG	402
2. Musterverträge für den Handel mit CO ₂ -Emissionszertifikaten	408
a) Gebräuchliche Musterverträge (EFET/ISDA/IETA)	408
b) Kernpunkte/Typischer Regelungsgehalt	409
c) Wahl des geeigneten Vertrages	418
d) Laufende Weiterentwicklung der Verträge	422
IV. Besonderheiten des Handels mit Kohle	426
1. Großhandel mit Kohle	426
2. Typischer Inhalt von Kohlenhandelsverträgen	430
3. Standard Coal Trading Agreement	442
V. Handel mit Energiederivaten	446
1. Energiederivate	446
a) Abgrenzung und Hintergründe	446
b) Typisierung außerbörslicher Derivate	448
c) Strukturierte Lieferverträge und „Exotische“ Derivate	457

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

2. Rechtliche Wirksamkeit von Derivategeschäften	460
a) Unvollkommene Verbindlichkeiten/Spiel und Wette (§ 762 BGB).....	460
b) Derivatehandel trotz fehlender Erlaubnis nach KWG.....	465
c) Verstoß gegen das Indexierungsverbot	466
VI. Handelssicherheiten.....	471
1. Grundlage für Sicherungspflicht.....	471
2. Arten von Handelssicherheiten.....	474
a) Übersicht: Internationale Gepflogenheiten.....	474
b) Personalsicherheiten als Handelssicherheiten.....	475
c) Quasi-Sicherheiten: Beherrschungs- und Gewinnabführungs-verträge/Organschaftserklärungen.....	503
VII. OTC-Verträge in der Insolvenz.....	513
1. Überblick und Abgrenzung.....	513
a) Wirtschaftliche Hintergründe von insolvenzanknüpfenden Lösungs- und Netting-Klauseln.....	513
b) Aufsichtsrechtliche Hintergründe	516
c) Netting-Arten.....	520
2. Funktionsweise und typische Elemente von Netting-Vereinbarungen	524
3. Insolvenzrechtliche Zulässigkeit	525
a) Hintergrund des Reformvorhabens.....	529
b) Reform des § 104 InsO mit Wirkung seit dem 29.12.2016	539
c) Auswirkungen für den Energiehandel.....	546
4. Anfechtbarkeit von Netting-Vereinbarungen	567
a) Überblick über die Anfechtungstatbestände.....	568
b) Keine Anfechtbarkeit von vertraglichen Netting-Vereinbarungen wegen ihrer gesetzlichen Anerkennung?	574
c) Keine Anfechtbarkeit mangels effektiver Gläubigerbenachteiligung („So- oder-so-Argumentation“)?	577
5. Netting-Vereinbarungen bei grenzüberschreitender Insolvenz.....	581
a) Überblick.....	581
b) Räumlicher und persönlicher Anwendungsbereich.....	583
c) Insolvenzanfechtung (§ 339 InsO bzw. Art. 16 EuInsVO).....	592
6. Exkurs: Besonderheiten vorinsolvenzlicher Restrukturierungsverfahren nach dem StaRUG für Verträge mit Unternehmen	780
VIII. Fazit und Ausblick.....	596

Literatur

- Albath, Handel und Investitionen in Strom und Gas, Dissertation München 2005
Andres/Leithaus, Insolvenzordnung, 4. Auflage, München 2018
Appel/Burghardt, Phishing of European Emission Allowances and Resulting Legal Implications, CCLR 2012, 228–245
Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage, München 2020
Bartsch/Röhling/Salje/Scholz (Hrsg.), Stromwirtschaft, 2. Auflage, Köln 2008.
Beck'scher Online-Grosskommentar, Preisklauselgesetz, Gsell/Krüger/Lorenz/Reymann (Hrsg.), Stand: 01.11.2020
Beck'scher Online-Kommentar BGB, Bamberger/Roth/Hau/Poseck (Hrsg.), 53. Edition, Stand: 01.02.2020
Beck'scher Online-Kommentar Kommunalrecht Hessen, Dietlein/Ogorek (Hrsg.), 13. Edition, Stand: 01.11.2020

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- Beck'scher Online-Kommentar InsO, Fridgen/Geiwitz/Göpfert (Hrsg.), 21. Edition, Stand: 15.10.2020
- Baumbach/Hopt (Hrsg.), Handelsgesetzbuch, 39. Auflage, München 2020
- Beck, Gläubigerrechte und „Moratorium“ nach § 46 I 2 Nr. 4 KWG, WM 2013, 301–303
- Beck/Samm/Kokemoor, Kreditwesengesetz mit CRR, Heidelberg (216. Aktualisierung, Stand: Oktober 2020)
- Behrens/Glück, Bringt der Gesetzentwurf zu § 104 InsO Rechtssicherheit für den Energiehandel?, ZInsO 2016, 2321–2330
- Beißer/Read, Die Reform der Referenzzinssätze EONIA und EURIBOR, ZBB 2020, 304–316
- Benzler, Nettingvereinbarungen im außerbörslichen Derivatehandel, Dissertation Baden-Baden 1999
- Berger, Abschied von der Privatautonomie im unternehmerischen Geschäftsverkehr?, ZIP 2006, 2149–2156
- Berger, Aushandeln von Vertragsbedingungen im kaufmännischen Geschäftsverkehr, NJW 2010, 2152–2154
- Berger/Spieles, Ablösung von Referenzzinssätzen – auch für Nichtbanken ein Thema, BB 2019, 491–495
- Bergschneider/Karasz/Schumacher, Risikomanagement im Energiehandel, 2. Auflage, Stuttgart 2001
- Bhatti, Die Europäische Benchmark-Regulierung und ihre Folgen für Wertpapieremittenten, WM 2019, 389–395
- Binder, Bankeninsolvenzen im Spannungsfeld zwischen Bankaufsichts- und Insolvenzrecht, Dissertation Berlin 2005
- Binder, Anmerkungen zum Urteil des BGH vom 12.03.2013 – XI ZR 227/12: Keine Stundungswirkung bei einem von der BaFin erlassenen vorübergehenden Zahlungsverbot, NZI 2013, 457–464
- Böhm, Rechtliche Aspekte grenzüberschreitender Nettingvereinbarungen, 1. Auflage, Berlin 2001
- Böhm/Mertens, Verhandlungsschwerpunkte im EFET-Rahmenvertrag, ET 2007, 89–95
- Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hrsg.), Kreditwesengesetz: Kommentar zu KWG und Ausführungsvorschriften, 5. Auflage, München 2016
- Bosch, Finanztermingeschäfte in der Insolvenz – Zum „Netting“ im Insolvenzverfahren, WM 1995, 413–428
- BP, Statistical Review of World Energy, Juni 2019
- Brandt, Kreditderivate, BKR 2002, 243–254
- Braun, Insolvenzordnung, 8. Auflage, München 2020
- Bretthauer/Garbers/Streit, Die Zulässigkeit von Nettingklauseln in EFET-Rahmenverträgen gem. § 104 InsO nF, NZI 2017, 953–960
- Britz/Hellermann/Hermes (Hrsg.), Energiewirtschaftsgesetz Kommentar, 3. Auflage, München 2015
- Bülow, Recht der Kreditsicherheiten, 9. Auflage, Heidelberg/München et al. 2017
- Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, Dissertation München 2001
- Coleman, Netting A Red Herring, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law 1994, 394–404
- Grabitz/Hilf/Nettesheim (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union, 68. EL (Stand: Oktober 2019) München
- Dauner-Lieb/Axer, Quo vadis AGB-Kontrolle im unternehmerischen Geschäftsverkehr?, ZIP 2010, 309–314

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

- Dauner-Lieb/Konzen/Schmidt, Das neue Schuldrecht in der Praxis, Köln/Berlin/Bonn/München 2003
- DERA Rohstoffinformationen – Energiestudie 2012
- Desch, Der neue Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen nach dem Regierungsentwurf StaRUG in der Praxis, BB 2020, 2498–2512
- Diem/Jahn, Acquisition Finance Agreements in Germany, München 2017
- Drygala, Die Reformdebatte zum AGB-Recht im Lichte des Vorschlags für ein einheitliches europäisches Kaufrecht, JZ 2012, 983–992
- Ebenroth/Boujoung/Joost/Strohn (Hrsg.), Handelsgesetzbuch, 4. Auflage, München 2020
- Ehricke, Die Umsetzung der Finanzsicherheitenrichtlinie (Richtlinie 2002/47/EG) im Rahmen des Diskussionsentwurfs zur Änderung der Insolvenzordnung, ZIP 2003, 1065–1076
- Ehrmann/Helmes, Fehler des Sachverständigen im Emissionshandelsrecht, NVwZ 2012, S. 1152–1156
- Elspas/Salje/Stewring, Emissionshandel, Köln/Berlin/München 2006
- Emmerich/Habersack (Hrsg.), Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Auflage 2019
- Erman (Hrsg.), Bürgerliches Gesetzbuch, 15. Auflage, Köln 2017
- Frankfurter Kommentar zur Insolvenzordnung, 9. Auflage, München 2018
- Ferrari/Kieninger/Mankowski/u.a. (Hrsg.), Internationales Vertragsrecht, 3. Auflage, München 2018
- Frenz (Hrsg.), Emissionshandelsrecht – Kommentar zum TEHG und ZuV 2020, 3. Auflage, Berlin/Heidelberg 2012
- Fried, Die weiche Patronatserklärung, Dissertation Berlin 1998
- Fried, Energiehandel zeigt sich nach der Enron-Pleite risikobewusster, Handelsblatt vom 07.03.2003, S. B 6
- Fried/Voelcker, Reform des deutschen Nettinggesetzes: Die Neufassung von § 104 InsO, Der Betrieb 2017, 300–301
- Fried/Wulff, Der EFET-Rahmenvertrag für Stromlieferungen in Recht und Praxis, ET 2003, 811–817
- Fuchs (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar, 2. Auflage, München 2016
- Fuchs, Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko, Dissertation Bonn 2013
- Funke, REMIT und EMIR – Eine Umgestaltung des OTC-Marktes für Energieprodukte steht bevor!, WM 2012, 202–208
- Funke, Reaktion auf die Finanzmarktkrise Teil 2: MiFID und MiFIR machen das Frühwarnsystem perfekt!, CCZ 2012, 54–58
- Funke/Neubauer, Reaktion auf die Finanzmarktkrise: REMIT und EMIR als neue Frühwarnsysteme für den Europäischen Energiemarkt, CCZ 2012, 6–12
- Fusaro, Power Finance & Risk vom 30.08.1999 (Hrsg.: Institutional Investor Inc., Coal Trading)
- Gesamtverband des deutschen Steinkohlenbergbaus (GVSt), Jahresbericht: Steinkohle 2018
- Goode, Commercial Law, 5. Auflage, London 2016
- Gottwald/Haas (Hrsg.), Insolvenzrechts-Handbuch, 6. Auflage, München 2020
- Graf-Schlicker (Hrsg.), InsO Kommentar, 5. Auflage, Köln 2020
- Graf von Westphalen, Ist das Rechtliche Schicksal der auf „erstes Anfordern“ zahlbar gestellten Bankgarantie besiegt?, BB 2003, 116–119
- Graf von Westphalen, Unwirksamkeit der Bürgschaft auf erstes Anfordern – Wirksamkeit der Bankgarantie, ZIP 2004, 1433–1442
- Graf von Westphalen, 30 Jahre AGB-Recht – Eine Erfolgsbilanz, ZIP 2007, 149–158

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- Grigoleit (Hrsg.), Aktiengesetz Kommentar, 2. Auflage, München 2020
- Großkommentar zum Aktiengesetz, Achter Band, 4. Auflage, Berlin 2013
- Günther/Süssmann, Überblick über die Energiehandelsregulierung, ER 2016, 118–124
- Hagena, Der Stromhandel unter Finanzmarktaufsicht, 1. Auflage, München 2011
- Hartmann, Anmerkung zum Urteil des BGH vom 9.6.2016, Az. IX ZR 314/14 – Zur Unwirksamkeit einer Nettingvereinbarung, EWIR 2016, S. 535–536
- Hartung, Das Wertpapieroptionsgeschäft in der Bundesrepublik Deutschland, Dissertation Berlin 1989
- Häsemeyer, Insolvenzordnung, 4. Auflage, Köln 2007
- Häsemeyer, Die Aufrechnung nach der InsO, in: Kölner Schrift, 3. Auflage, Bonn 2009
- Heidelberger Kommentar zur Insolvenzordnung, 9. Auflage, Heidelberg 2018
- Hellner/Steuer (Hrsg.), Bankrecht und Bankpraxis, Band II – Kreditsicherung, 144. Ergänzungslieferung, Köln (Stand: Februar 2020)
- Hempel/Franke (Hrsg.), Recht der Energie und Wasserversorgung: Kommentar, Band 5, Neuwied (Stand Februar 2020)
- Henderson, 2005 ISDA Definitions: Commodities and Inflation, (2005) 10 JIBFL, 408 ff. (Part 1), (2005) 11 JIBFL, 440 ff. (Part 2); (2006) 01 JIBFL, 14 ff. (Part 3)
- Hess (Hrsg.), Insolvenzrecht, 2. Auflage, Heidelberg 2013
- Hilber, Preisanpassungsklauseln im unternehmerischen Verkehr – Rechtliche Grenzen und Möglichkeiten, BB 2011, 2691–2699
- Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, Köln/Berlin/München 2006
- Hübler, Aktuelles internationales und ausländisches Insolvenzrecht, NZI 2016, 622–626
- Hüffer/Koch, Aktiengesetz, 14. Auflage, München 2020
- Hull, Optionen, Futures und andere Derivate, 8. Auflage, New Jersey 2012
- Jaeger (Begr.), Kommentar zur Insolvenzordnung, Band 3, Berlin 2014
- Jahn/Schmitt/Geier/(Hrsg.), Handbuch Bankensanierung und -abwicklung, 1. Auflage, München 2016
- Jahn, Die Finanzkrise und ihre rechtlichen Auswirkungen auf Rahmenverträge über OTC-Derivategeschäfte, BKR 2009, 25–28
- Jaskulla, Die Einführung derivativer Finanzinstrumente an den deutschen Wertpapierbörsen als Regelungsproblem: Eine Untersuchung der Rechtsnatur des Börsentermingeschäfts sowie der Geschäfte mit Optionsscheinen unter besonderer Berücksichtigung der Aufklärungs- und Beratungspflichten, Dissertation Frankfurt am Main 1995
- Jaskulla, Werden zentrale Gegenparteien durch die Umsetzung von EMIR zum Risiko? – Eine Untersuchung unter Berücksichtigung der rechtlichen Rahmenbedingungen für die Eurex Clearing AG, BKR 2012, 441–449
- Koch, Das AGB-Recht im unternehmerischen Verkehr: Zu viel des Guten oder Bewegung in die richtige Richtung?, BB 2010, 1810–1815
- Keller, Die Wertpapiersicherheit im Gemeinschaftsrecht, BKR 2002, 347–354
- Kieper, Abwicklungssysteme in der Insolvenz, München 2004
- Klinck, Die Grundlagen der besonderen Insolvenzanfechtung, 2011
- Kniffka/Koeble, Kompendium des Baurechts, 5. Auflage, München, 2020
- Körner/Vierhaus, Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz Zuteilungsgesetz 2007, 1. Auflage, München 2005
- Kölner Kommentar zur Insolvenzordnung, Band 2, 1. Auflage, Köln 2017
- Kübler/Prütting/Bork (Hrsg.), Kommentar zur Insolvenzordnung, Köln, 83. Ergänzungslieferung (Stand: März 2020)
- Kümpel, Börsengesetznovelle 1989 – Teil 1, WM 1989, 1313–1321

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

- Kümpel, Der Optionskauf beim deutschen börsenmäßigen Optionsgeschäft ein unwirk-sames Kassageschäft?, WM 1985, 73–78
- Kümpel, Zur Neugestaltung des Termin-, Differenz- und Spieleinwandes für den Bereich der Derivate, WM 1997, 49–58
- Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Auflage, Köln 2019
- Kurzberg, (Un)Wirksamkeit von Netting-Vereinbarungen?, BKR 2016, 324–326
- Kraus, Lexikon der Energiewirtschaft: Liberalisierte Strom- und Gasmärkte von A bis Z, 1. Auflage, Köln 2004
- Landmann/Rohmer (Begr.), Umweltrecht, Umweltrecht Besonderer Teil, Band IV, München 93. Ergänzungslieferung (Stand: August 2020)
- Langenbucher/Bliesener/Spindler (Hrsg.), Bankrechts-Kommentar, 3. Auflage, München 2020
- Larenz/Canaris, Lehrbuch des Schuldrechts, Band 2/2, Besonderer Teil, 13. Auflage, München 1994
- Liersch, Deutsches Internationales Insolvenzrecht, NZI 2003, 302–311
- Löffler, Insolvenzabhängige Lösungsklauseln ade? – Auswirkungen der BGH-Rechtsprechung auf Energielieferungs-Rahmenverträge, BB 2013, 1283–1289
- Lischek/Mahnken, Vertragsverhandlungen zwischen Unternehmen und AGB, ZIP 2007, 158–163
- Luz/Neus/Schaber/Scharpf/Schneider/Weber (Hrsg.), Kreditwesengesetz, 3. Auflage, Stuttgart 2015
- Lwowski/Fischer/Langenbucher (Hrsg.), Das Recht der Kreditsicherung, 9. Auflage, Berlin 2011
- Maier-Reimer/Etzbach, Die Patronatserklärung, NJW 2011, 1110–1117
- Maier-Reimer/Niemeyer, Unternehmenskaufvertrag und AGB-Recht, NJW 2015, 1713–1719
- Mankowski/Müller/J. Schmidt, EuInsVO 2015, 1. Auflage, München 2016
- Martens, Grundfälle zu Geld und Geldschulden, JuS 2014, 105–109
- Martens, Unwirksamkeit von Nettingvereinbarungen bei Finanztermingeschäften im Lichte des § 104 InsO und dessen europarechtskonforme Auslegung, Juris-PR-BKR 7/2016, Anm. 2
- Maslaton, Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz – Handkommentar, 1. Auflage, Baden-Baden 2005
- Maulshagen/Maulshagen, Rechtliche und bilanzielle Behandlung von Swapgeschäften, BB 2000, 243–249
- Menninger, Börsen- und zivilrechtlicher Charakter von Financial Futures, WM 1994, 970–974
- Miethaner, AGB oder Individualvereinbarung – die gesetzliche Schlüsselstelle „im Einzelnen ausgehandelt“, NJW 2010, 3121–3127
- Mülbert/Sajnovits, Neue Referenzzinssätze, Zinssatzformeln und das Zinseszinsverbot – Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag –, WM 2019, 1813–1822
- Müller/Griebeler/Pfeil, Für eine maßvolle AGB-Kontrolle im unternehmerischen Ge-schäftsverkehr, BB 2009, 2658–2665
- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 1: Allgemeiner Teil, 8. Auf-lage, München 2018; Band 2: Schuldrecht: Allgemeiner Teil I, 8. Auflage, München 2019; Band 3: Schuldrecht: Allgemeiner Teil II, 8. Auflage, München 2019; Band : Schuldrecht: Besonderer Teil I, 8. Auflage, München 2019; Band 5: Schuldrecht: Be-sonderer Teil III, 8. Auflage, München 2020; Band 6: Schuldrecht: Besonderer Teil III,

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

8. Auflage, München 2020; Band 12: Internationales Privatrecht I, 8. Auflage, München, 2020; Band 13: Internationales Privatrecht II/Internationales Wirtschaftsrecht, 8. Auflage 2021, München
- Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 5, 5. Auflage, München 2020
- Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Band 5, 4. Auflage, München 2018; Band 5, 4. Auflage, München 2013; Band 6: Bankvertragsrecht, 4. Auflage, München 2019
- Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung, Band 1, 3. Auflage, München 2013; Band 2, 4. Auflage, München 2019; Band 3, 4. Auflage, München 2019; Band 4, 4. Auflage, München 2020
- Nerlich/Römermann (Hrsg.), Insolvenzordnung, 39. Ergänzungslieferung, München 2019
- Nickel/Saenger, Die warranty-Haftung des englischen Rechts, JZ 1991, 1050–1057
- Nielsen, Anmerkungen zum Urteil des BGH vom 10.09.2002 – XI ZR 305/01, EWiR 2003, 349–350
- Nomos Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 1, 3. Auflage, Baden-Baden 2015
- Nossek, Die Unwirksamkeit formularmäßiger Sicherungsabreden in Bau- und Anlagenbauverträgen aus Sicht des Bürgen, NJW 2015, 1985–1990
- Obermüller, Insolvenzrecht in der Bankpraxis, 8. Auflage, Köln 2011
- Obermüller, Das Bankenrestrukturierungsgesetz – ein kurzer Überblick über ein langes Gesetz, NZI 2011, 81–90
- Obermüller, Lösungsklauseln im Bankgeschäft, ZInsO 2013, 476–481
- Oepen, Auf erstes Anfordern versprochene Bürgschaften und Garantien, NJW 2009, 1110–1115
- Oetker (Hrsg.), Handelsgesetzbuch, 6. Auflage, München, 2019
- Ohms, Recht der Erneuerbaren Energien, 1. Auflage, München 2014
- Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Auflage, München 2020
- Pannen, Krise und Insolvenz bei Kreditinstituten, 3. Auflage, München 2010
- Parzinger, Die neue EuInsVO auf einen Blick, NZI 2016, 63–68
- Piekenbrock, Die Insolvenz des Finanzdienstleisters bei Finanzgeschäften nach § 104 InsO, BB 2016, 1795–1798
- Piltz, Incoterms® 2020, IWRZ 2020, 157–165
- Pötsch, Nutzung von Derivaten durch die neuen Bundesländer – Erster Teil, LKV 2019, 60–69
- Pötsch, Nutzung von Derivaten durch die neuen Bundesländer – Zweiter Teil, LKV 2019, 104–111
- Pokrant, Incoterms® 2020 – Regelungsbereiche, Unterschiede zu Incoterms® 2010, RdTW 2020, 201–209
- Proske/Streit, Rettende Restrukturierung durch Rechtsrahmen? Lob und Kritik zum Regierungsentwurf des StaRUG, NZI 2020, 969–975
- Reischauer/Kleinhans (Hrsg.), Kreditwesengesetz, 1. Auflage, Werkstand: März 2021 Berlin
- Reiner/Schacht, Credit Default Swaps und verbrieftete Kreditforderungen in der Finanzmarktkrise – Bemerkungen zum Wesen verbindlicher und unverbindlicher Risiko-Verträge – Teil I, WM 2010, 337–346
- Reul, Aufhebung der Genehmigungspflicht bei Wertsicherungsklauseln – Das neue Preis-klauselgesetz (PreisklauselG), MittBayNot 2007, 445–452
- Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Dissertation Berlin 2015

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

- Roggenkamp/Redgwell/Rønne/del Guayo (Hrs.), Energy Law in Europe, 3. Auflage, Oxford 2016
- Rudolph/Schäfer, Derivative Finanzmarktinstrumente: Eine anwendungsbezogene Einführung in Märkte, Strategien und Bewertung, 2. Auflage, Berlin/Heidelberg/New York 2010
- Rümker, Probleme der Patronatserklärung in der Kreditsicherungspraxis, WM 1974, 990–999
- Ruzik, Bankenkrisen und -insolvenzen – Ein besonderes Phänomen, BKR 2009, 133–141
- RWE Power, Ritschel/Schiffer, Weltmarkt für Steinkohle, Ausgabe 2007
- Säcker/Ludwigs (Hrsg.), Energierecht, Band 1, 4. Auflage, Frankfurt am Main 2019, Band 2, 4. Auflage, Frankfurt am Main 2019
- Salewski, MAD II, MiFID II, EMIR und Co. – Die Ausweitung des europäischen Marktmissbrauchsregimes durch die neue Finanzmarktinfrastruktur, GWR 2012, 265–268
- Schäfer, BaFin vs. BGH, BKR 2016, 321–324
- Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, Band 2, 5. Auflage, München 2017
- Schmidt/Lutter (Hrsg.), Aktiengesetz Kommentar, Band 2, 4. Auflage, Köln 2020
- Schmidt-Räntsche, Wertsicherungsklauseln nach dem Euro-Einführungsgesetz, NJW 1998, 3166–3171
- Schmitz/Vogel, Anmerkungen zum Urteil des BGH vom 18.04.2002 – VII ZR 192/01, ZIP 2002, 1198–2001
- Schwarz/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Auflage, München 2020
- Schöne (Hrsg.), Vertragshandbuch Stromwirtschaft, 2. Auflage, Frankfurt am Main 2014
- Schulte-Beckhausen, Stromhandel – Möglichkeiten und Grenzen im neuen europäischen und nationalen Ordnungsrahmen, RdE 1999, 51–59
- Schulz/Mettke, Die Garantie auf erstes Anfordern als Sicherungsinstrument im Kreditschäft, WM 2014, 54–66
- Schulze (Hrsg.), Bürgerliches Gesetzbuch, 10. Auflage, Baden-Baden 2020
- Schweer/von Hammerstein, Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz (TEHG), 1. Auflage, Köln 2004
- Schwennicke/Auerbach (Hrsg.), Kreditwesengesetz (KWG) mit Zahlungsdienstaufsichtsgesetz (ZAG), 4. Auflage, München 2021
- Schwindek, Besprechung des Urteils des OLG Naumburg vom 24.03.2005 – 2 U 111/04, EWIR 2005, 661–661
- Schwintowski (Hrsg.), Bankrecht, 5. Auflage, Köln 2018
- Schwintowski, Der Netzverbundvertrag, WuW 2001, 1042–1050
- Schwörer, Lösungsklauseln für den Insolvenzfall, 1. Auflage, Köln 2000
- Servatius, „Ball im Netz ist Geld auf der Bank“ – Die zivilrechtliche Behandlung einer an sportliche Erfolge geknüpften Verzinsung von Sparguthaben – Ein Beitrag zur tatbestandlichen Präzisierung von § 762 I 1 BGB, WM 2004, 1804–1812
- Sommer, Sind Emissionszertifikate Wertpapiere im Sinne des Kreditwesengesetzes?, ET 2003, 186–190
- Stark, Negotiating and Drafting Contract Boilerplate, New York 2003
- Staudinger, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Buch 1: Allgemeiner Teil (4b): §§ 139–163. Neubearbeitung Berlin 2020
- Staudinger, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse: §§ 362–396, Neubearbeitung Berlin 2016

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- Staudinger, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse: §§ 741–764, Neubearbeitung Berlin 2015
- Staudinger, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse: §§ 765–778, Neubearbeitung Berlin 2020
- Stoffels, NJW Praxis, AGB-Recht, 3. Auflage, München 2015
- Stuhlmacher/Stappert/Schoon/Jansen (Hrsg.), Grundriss zum Energierecht, 2. Auflage, Frankfurt am Main 2015
- Swan, Building the Global Market – A 4000 Year History of Derivatives, Den Haag/London/Boston 2000
- Szagunn/Haug/Ergenzinger, Gesetz über das Kreditwesen – Kommentar, 6. Auflage, Stuttgart/Berlin/Köln 1997
- Teichmann/Kiessling, Datenschutz bei Umwandlungen, ZGR 2001, 33–74
- Tetzlaff, Aufhebung von harten Patronatserklärungen, WM 2011, 1016–1021
- Theobald/Kühling (Hrsg.), Energierecht, Kommentar, Loseblatt, Band 2, 107. Ergänzungslieferung, München (Stand: Juli 2020); Band 3, 107. Ergänzungslieferung, München (Stand: Juli 2020)
- Theobald/Theobald, Grundzüge des Energiewirtschaftsrechts – Die Liberalisierung der Strom- und Gaswirtschaft, 3. Auflage, München 2013
- Triebel/Vogenauer, Englisch als Vertragssprache, München 2018
- Tyler, Contract and Credit Reform in UK and European Gas and Electricity Trading, IELTR 2003, 135–148
- Uhlenbruck (Hrsg.), Insolvenzordnung, 15. Auflage, München 2019
- Ulmer/Brandner/Hensen (Hrsg.), AGB-Recht: Kommentar zu den §§ 305–310 BGB und zum Unterlassungsklagengesetz, 12. Auflage, Köln 2016
- Ulrich, Representations, Warranties, Indemnities, GmbHR 2016, R229–R230
- Vallender (Hrsg.), EuInsVO, 2. Auflage, Köln 2020
- Vahldiek, Datenschutz in der Bankpraxis, 2. Auflage, München 2020
- Verein der Kohlenimporteure, Jahresbericht 2019, Berlin 2019
- Wallat, Beaufsichtigung des organisierten Emissionshandels, ET 2003, 180–184
- Walz, Angloamerikanische Vertragsgestaltung und deutsches Recht, notar 2015, 111–118
- von Wilmowsky, Termingeschäft und Insolvenz: die gesetzliche Regelung, WM 2002, 2264–2277
- von Wilmowsky, Lösungsklauseln für den Insolvenzfall – Wirksamkeit, Anfechtbarkeit, Reform, ZIP 2007, 553–563
- Wittig, Representations and Warranties – Vertragliche Tatsachenbehauptungen in der angloamerikanischen Kreditdokumentation, WM 1999, 985–998
- Zarth, BGH: Unwirksamkeit insolvenzabhängiger Lösungsklauseln, GWR, 2013, 72
- Zenke/Pisani, Netting in der Energiewirtschaft, ET 2002, 851–858
- Zenke/Schäfer (Hrsg.), Energiehandel in Europa: Öl, Gas, Strom, Derivate, Zertifikate, 4. Auflage, München 2017
- Zenke/Fuhr/Bornkamm (Hrsg.), CO2-Handel aktuell, Frankfurt/Berlin/Heidelberg, 2009
- Zerey (Hrsg.), Finanzderivate, Rechtshandbuch, 4. Auflage, Baden-Baden 2016
- Zimmer/Fuchs, Die Bank in Krise und Insolvenz: Ansätze zur Minderung des systemischen Risikos, ZGR 2010, 597–661
- Zoller, Unwirksame Aufrechnungsvereinbarungen für Insolvenzfall bei Optionsgeschäften, Anmerkung zu BGH, Urteil vom 9.6.2016 – IX ZR 314/14, NJW 2016, 2335

I. Grundlagen

1. Abgrenzung und rechtliche Hintergründe

a) *Was ist Handel? – Rechtliche Voraussetzungen und Formen des Handels*

aa) *Liberalisierung als Grundlage der „Commoditisation“ und des Handels von Energie*

Der Handel mit Strom und Erdgas¹ ist ein **Resultat der Energiemarktliberalisierung** Ende der 90er Jahre. Die Produkte Strom und Gas wurden damit zu „Commodities“. So werden allgemein als Waren oder Rohstoffe bezeichnet, die zu Handelszwecken so weit vereinheitlicht bzw. standardisiert sind, dass sich Produkte verschiedener Anbieter in der Wahrnehmung des Kunden sowohl qualitativ als auch funktional nicht unterscheiden und damit beliebig austauschbar werden.²

Vor der Liberalisierung war diese Austauschbarkeit nicht gegeben. Da die Strom- und Gasversorgung lange als natürliche Monopole angesehen wurden, waren beide Bereiche zur Sicherstellung der Versorgung bis zur Liberalisierung in allen entwickelten Industrieländern vom Wettbewerb ausgenommen. Dies bedeutete, dass der Netzbetreiber des Versorgungsgebietes gleichzeitig für alle Strom- und Gasabnehmer in seinem Netzgebiet automatisch jeweils auch der Lieferant war, der aufgrund langfristiger Verträge lieferte und neben der eigentlichen Lieferung auch alle dazugehörigen Dienstleistungen erbrachte. Die Versorgungsgebiete waren durch horizontal wirkende Demarkationsverträge zwischen den Netzbetreibern abgegrenzt; danach durfte ein Netzbetreiber nicht Kunden aus einem anderen Versorgungsgebiet mit Energie versorgen. Flankiert wurden diese Abreden, denen die Ausnahmeregelung des § 103 I Nr. 1 bis 4 GWB a.F. die kartellrechtliche Unbedenklichkeit sicherte, von so genannten vertikalen Demarkationsvereinbarungen. Letztere betrafen gerade auch die Wertschöpfungsstufe des Handels; im vertikalen Demarkationsvertrag zwischen dem Vorlieferanten und dem weiterverteilenden Energieversorgungsunternehmen waren Klauseln enthalten, wonach der Abnehmer nicht Kunden des Verkäufers beliefern durfte.³ Eine freie Wahl des Lieferanten war demnach nicht möglich. Als Gegengewicht zur monopolisierten Marktstruktur bestand eine intensive staatliche Aufsicht.

Die Liberalisierung wurde auf europäischer Ebene mit den ersten EG-Richtlinien zur Umsetzung des Strom- und Gasbinnenmarktes eingeleitet.⁴ Dadurch

1 Im Folgenden soll der Einfachheit halber statt von „Erdgas“ (bzw. „Natural Gas“ in den englischen Textpassagen) von „Gas“ gesprochen werden.

2 Kraus, Lexikon der Energiewirtschaft: Liberalisierte Strom- und Gasmärkte von A bis Z, 1. Aufl. 2004, Stichwort „Commodity“.

3 Hierzu Nill, in: Theobald/Theobald, Grundzüge des Energiewirtschaftsrechts – Die Liberalisierung der Strom- und Gaswirtschaft, 3. Aufl. 2013, S. 42.

4 Richtlinie 96/92/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. 12. 1996 betreffend gemeinsame Vorschriften über den Elektrizitätsbinnenmarkt, ABl. EU Nr. L 27/20 vom 30.01.1997 („Elektrizitätsrichtlinie“); Richtlinie 98/30/EG des Euro-

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

hat sich der ordnungspolitische Rahmen für die leistungsgebundene Energiewirtschaft grundlegend geändert.

- 182 Entscheidend für die Commoditisation waren die **Aufhebung der geschlossenen Versorgungsgebiete** und das damit eingeräumte freie Wahlrecht der Abnehmer hinsichtlich ihres Strom- oder Gaslieferanten. Beim Transport der Energie bestand dagegen infolge der Eigenschaft des Netzes als natürliches Monopol nach wie vor kein Wettbewerb und somit kein Wahlrecht. Die grundlegende Voraussetzung für das **Wahlrecht** bei der Strom- und Gaslieferung war daher das Netzzugangsrecht, das mit den Beschleunigungsrichtlinien⁵ und deren Umsetzung durch die EnWG-Novelle 2005⁶ noch effektiver gestaltet werden sollte. Mit dem Netzzugangsrecht wurde die Lieferung von Strom und Gas handels-technisch von den anderen Bestandteilen der Strom- und Gasversorgung⁷ getrennt („**Unbundling**“), wodurch sie zu eigenständigen Gütern wurden. Da Strom (auf der gleichen Spannungsebene) und Gas (in der gleichen Gasqualität) jeweils auch ein homogenes Gut bilden, stellen sie eigenständig handelbare Produkte dar.

bb) Vom Energielieferungsvertrag zum Energiehandel – Definitionsansätze

- 183 Der Begriff „Energiehandel“ war zunächst weder in EU-Richtlinien bzw. Verordnungen noch im EnWG oder dazugehörigen Verordnungen definiert. In der Strom- bzw. Erdgasrichtlinie⁸ sowie im EnWG als deren deutsche Umsetzung fand sich lediglich die Definition des Begriffes „**Großhändler**“, die einen Anhaltspunkt für die Abgrenzung des Energiehandels zu anderen typischen Tätigkeiten im Energiesektor lieferte. Nach dieser Definition waren „Großhändler“ für Strom alle natürlichen und juristischen Personen, die Elektrizität kaufen, ohne innerhalb oder außerhalb des Netzes, in dem sie eingerichtet sind, Elektri-

päischen Parlaments und des Rates vom 22.06.1998 betreffend gemeinsame Vorschriften für den Erdgasbinnenmarkt, ABl. EU Nr. L 204/1 vom 21.07.1998 („Erdgasrichtlinie“).

5 Richtlinie 2003/54/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.06.2003 über gemeinsame Vorschriften für den Elektrizitätsbinnenmarkt und zur Aufhebung der Richtlinie 96/92/EG, ABl. EG Nr. L 176/37 vom 15.07.2003; Richtlinie 2003/55/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.06.2003 über gemeinsame Vorschriften für den Erdgasbinnenmarkt und zur Aufhebung der Richtlinie 96/92/EG, ABl. EG Nr. L 176/57 vom 15.07.2003.

6 BGBl. I 2005, S. 1970.

7 Strom- und Gasversorgung bestehen aus den Wertschöpfungsstufen Erzeugung/Förderung, Transport/Verteilung (im physischen Sinne) und Verkauf im wirtschaftlichen Sinne. Daneben gibt es noch Hilfsleistungen wie Messen, Ablesen und Inkasso; vgl. Riechmann, in: Bartsch, Stromwirtschaft, 2. Aufl. 2008, Kap. 1 Rn. 1.

8 Richtlinie 96/92/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19.12.1996 betreffend gemeinsame Vorschriften über den Elektrizitätsbinnenmarkt, ABl. EU Nr. L 27/20 vom 30.01.1997 („Elektrizitätsrichtlinie“); Richtlinie 98/30/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22.06.1998 betreffend gemeinsame Vorschriften für den Erdgasbinnenmarkt, ABl. EU Nr. L 204/1 vom 21.07.1998 („Erdgasrichtlinie“).

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

zität zu übertragen, zu erzeugen oder zu verteilen.⁹ Gasgroßhändler waren alle natürlichen oder juristischen Personen, die Erdgas kaufen, ohne innerhalb oder außerhalb des Netzes, in dem sie eingerichtet sind, eine Fernleitungs- oder Verteilungsfunktion wahrzunehmen¹⁰.

Im Oktober 2011 erließen das Europäische Parlament und der Europäische Rat die Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarkts (REMIT), die am 28.12.2011 in Kraft trat.¹¹ Die Richtlinie dient der Transparenz im Energiehandelsmarkt und befasst sich neben diversen Meldepflichten u.a. mit den Themen Insiderhandel und Marktmanipulation. In diesem Zusammenhang und für Zwecke der REMIT werden die Begriffe „Energiegroßhandelsprodukte“ (Art. 2 Nr. 4 REMIT) und „Energiegroßhandelsmarkt“ (Art. 2 Nr. 6 REMIT) definiert. Demnach sind „Energiegroßhandelsprodukte“ folgende Verträge und Derivate unabhängig davon, wo und wie sie gehandelt werden: a) Verträge für die Versorgung mit Strom oder Erdgas, deren Lieferung in der Union erfolgt; b) Derivate, die Strom oder Erdgas betreffen, der/das in der Union erzeugt, gehandelt oder geliefert wurde; c) Verträge, die den Transport von Strom oder Erdgas in der Union betreffen; d) Derivate, die den Transport von Strom oder Erdgas in der Union betreffen. Verträge über die Lieferung und die Verteilung von Strom oder Erdgas zur Nutzung durch Endverbraucher sind nach der REMIT-Definition grundsätzlich keine Energiegroßhandelsprodukte. Sofern die Lieferung und die Verteilung von Strom oder Erdgas an Endverbraucher mit einer höheren Verbrauchskapazität als dem in Art. 2 Nr. 5 II REMIT aufgeführten Schwellenwert (bestimmte Anlagen mit einem Jahresverbrauch von mindestens 600 GWh pro Jahr) erfolgt, gelten die entsprechenden Verträge jedoch als Energiegroßhandelsprodukte. Die Definition von Energiegroßhandelsmarkt baut hierauf auf und wird als jeder Markt in der Europäischen Union beschrieben, auf dem die genannten Energiegroßhandelsprodukte gehandelt werden.

Im EnWG werden Großhändler als natürliche oder juristische Personen mit Ausnahme von Betreibern von Übertragungs- und Fernleitungs- sowie Elektrizitäts- und Gasverteilernetzen definiert, die Energie zum Zwecke des Weiterverkaufs innerhalb oder außerhalb des Netzes, in dem sie ansässig sind, kaufen.¹² Im Energiegemeinschafts-Vertrag vom 25.10.2005 wird der Begriff „Energie-

9 Artikel 2 Nr. 8 Elektrizitätsrichtlinie.

10 Artikel 2 Nr. 22 Erdgasrichtlinie.

11 Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25.10.2011 über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarkts, ABl. EU Nr. L 326/1-16 vom 08.12.2011. Seit Januar 2015 gilt ebenso die REMIT Durchführungsverordnung (Durchführungsverordnung (EU) Nr. 1348/2014 der Kommission vom 17. Dezember 2014 über die Datenmeldung gemäß Artikel 8 Absätze 2 und 6 der Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarkts, ABl. EU Nr. L 363/121 vom 18.12.2014), die die Meldung von Informationen an ACER (Agency for the Cooperation of Energy Regulators) regelt.

12 § 3 Nr. 21 EnWG.

184

185

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

handel“ verwendet, ohne ihn jedoch weiter zu definieren.¹³ Die Präambel dieses Vertrages macht aber immerhin deutlich, dass „zur Verringerung der Belastung der staatlichen Gas- und Elektrizitätssysteme sowie zur Leistung eines Beitrages zur Überwindung lokaler Gas- und Stromversorgungsengpässe spezielle Vorschriften eingeführt werden müssen, die den Handel mit Gas und Strom erleichtern, und dass diese Vorschriften zur Schaffung eines einheitlichen Regulierungsraumes für die geografische Ausdehnung der betreffenden Produktmärkte notwendig sind“.

- 186 Energiehandel lässt sich somit grundsätzlich als **An- und Verkauf von Strom und Gas** beschreiben¹⁴. In diesem weiteren Sinne hat es auch schon im früheren System der abgegrenzten Versorgungsgebiete immer schon Handel gegeben. Allerdings wurden diese Vorgänge – zu Recht – nicht als Handel bezeichnet, da sowohl die Bezugsquellen als auch die Abnehmer von vornherein genau definiert waren. Mit dem durch Liberalisierung ermöglichten Wahlrecht der Kunden hat sich dies grundlegend geändert. Grundsätzlich kann nunmehr jeder mit jedem Mengen, Preisen und Konditionen für die Strom- oder Gaslieferung aushandeln.
- 187 Gleichwohl können auch heute nicht alle Verkäufe von Energie als „Handel“ klassifiziert werden. „**Handel**“ unterscheidet sich auch nach der Liberalisierung vom „**Verkauf**“. Um einen solchen Verkauf handelt es sich bei „reinen“ Energielieferverträgen. Dabei geht es um einmalig und individuell ausgehandelte Vereinbarungen zwischen den Parteien mit geringer Transparenz und grundsätzlich eingeschränkter Übertragbarkeit des Vertrages und beschränktem Recht zum Weiterverkauf der Mengen. Energiehandel im eigentlichen Sinn meint dagegen die Fälle, in denen Energielieferungsgeschäfte zwischen den gleichen Parteien wiederholt oder mehrfach zu weitgehend standardisierten und transparenten Bedingungen abgeschlossen werden. Eine Transportfunktion nimmt der Händler nicht bzw. nicht selbst wahr. Um Transaktionskosten zu senken und einfache und schnelle Vertragsabschlüsse zu erreichen, werden zu diesem Zweck oft Rahmenverträge geschlossen. Auf deren Grundlage können dann Einzeltransaktionen vereinbart werden.

13 Art. 2 des Vertrages zur Gründung der Energiegemeinschaft vom 25. 10. 2005 (ABl. EU Nr. L 198/18 vom 20. 07. 2006) lautet wie folgt: „(1) Der Zweck der Energiegemeinschaft besteht darin, die Beziehungen zwischen den Parteien zu gestalten und einen rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmen in Bezug auf Netzenergie im Sinne von Abs. 2 zu schaffen, um damit folgenden Zielen zu dienen: [...] d) [...] Festlegung der Bedingungen für den Energiehandel im einheitlichen Regulierungsraum, [...]; (2) Der Begriff „Netzenergie“ umfasst die in den Anwendungsbereich der Richtlinien 2003/54/EG und 2003/55/EG1 fallenden Sektoren für Elektrizität und Erdgas.“ Die Laufzeit des Vertrages zur Gründung der Energiegemeinschaft wurde mit dem Beschluss des Ministerrates der Energiegemeinschaft D/2013/03/MC-EnC über die Verlängerung der Laufzeit des Vertrags zur Gründung der Energiegemeinschaft, ABl. EU Nr. L 320/81 vom 30. 11. 2013 bis zum 30. 06. 2026 verlängert.

14 Schulte-Beckhausen, RdE 1999, 51, 52; vgl. zum Begriff des Stromhandels Hagen, Der Stromhandel unter Finanzmarktaufsicht, 1. Aufl. 2011, S. 13 ff.

b) Was wird gehandelt? – Rechtliche Charakterisierung

aa) Besonderheiten von Strom und Gas als Ware

Strom und Gas sind **Waren** im rechtlichen Sinne. Beide gelten aus der Perspektive des europäischen Rechts als Handelswaren im Sinne der Grundfreiheiten des AEUVs. Der Begriff Ware umfasst nach der Rechtsprechung des EuGH sämtliche Produkte im weitesten Sinne, die einen Geldwert haben und deshalb Gegenstand von Handelsgeschäften sein können.¹⁵

Auch aus der Sicht des deutschen Zivilrechts werden Strom und Gas als Waren eingestuft bzw. zumindest als solche behandelt. Neben der unzweifelhaften Einordnung der Gaslieferung wird auch die Stromlieferung entsprechend dem Kauf beweglicher Sachen wie eine Warenlieferung behandelt. Stromlieferverträge sind danach Kaufverträge, oder zumindest Verträge, auf die die kaufvertraglichen Regelungen der §§ 433 ff. BGB entsprechend angewandt werden.¹⁶ Entscheidend wird auch hier darauf abgestellt, dass es sich bei beiden um verkehrsfähige Güter handelt.¹⁷ Die für finanzaufsichtsrechtliche Zwecke eingeführte Legaldefinition von „Waren“, die durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (vgl. § 2 V WpHG) eingeführt wurde, schließt sich dieser Systematik an: „Waren im Sinne dieses Gesetzes sind fungible Wirtschaftsgüter, die geliefert werden können; dazu zählen auch Metalle, Erze und Legierungen, landwirtschaftliche Produkte und Energien wie Strom.“¹⁸

Trotz der Charakterisierung von Strom und Gas als „Ware“ unterscheiden sich die betreffenden Märkte deutlich von anderen Commodity-Märkten und machen daher auch besondere Regelungen für die Lieferung erforderlich.

Der Umstand, dass elektrischer **Strom nicht ohne Weiteres speicherbar** ist,¹⁹ unterscheidet ihn von den meisten anderen Waren. Er muss immer gleichzeitig mit der Nachfrage bereitgestellt werden. Hinzu kommt die Besonderheit, dass Strom und auch Gas jeweils auf ein besonderes Übertragungs- und Verteilsys-

-
- 15 EuGH, Urt. v. 10. 12. 1968 – RS. 7/68 (Kommission/Italien), Slg. 1968, 633, 642; EuGH, Urt. v. 27. 04. 1994 – RS. C-393/92 (Almelo), Slg. 1994, I-1477, 1516; vgl. auch Seiler, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, 68. EL (Stand: Oktober 2019), Art. 110 AEUV Rn. 25; vgl. zur Einordnung aus Sicht des internationalen Handels (insbesondere im Zusammenhang mit GATT/GATS) bereits Albath, Handel und Investitionen in Strom und Gas, Diss. München 2005, S. 86 ff.
 - 16 BGH, Urt. v. 02. 07. 1969 – VIII ZR 172/68 – NJW 1969, 1903, 1903 = RdE 1970, 2, 2; Weidenkaff, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 453 Rn. 6; Westermann, in: MünchKomm-BGB, Band 3, 8. Aufl. 2018, § 433 Rn. 11.
 - 17 Hempel, in: Hempel/Franke, Recht der Elektrizitäts-, Gas- und Wasserversorgung: Kommentar, (Stand: Februar 2020), AVBElTV, Einf. Rn. 30.
 - 18 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Richtlinie 2004/39/EG, MiFID) und der Durchführungsrichtlinie (Richtlinie 2006/73/EG) der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz) v. 16. 07. 2007, BGBl. I 2007, 1330.
 - 19 Von Pumpspeicherwerken, die nur begrenzt zur Verfügung stehen und modernen Akkumulatoren (Akkus), denen in der Forschung seit geraumer Zeit immer größeres Gewicht zukam, soll hier einmal abgesehen werden.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

tem (Netz) zum Transport vom Ort der Erzeugung/Förderung bis zur Verbrauchsstelle angewiesen sind. Der „Transport“ von Strom und Erdgas funktioniert aber nur, wenn permanent die richtige Spannung bzw. der richtige Druck aufrechterhalten werden (Netzdienstleistung). Die Abnehmer erhalten zudem aufgrund physikalischer Gesetzmäßigkeiten nicht den Strom oder das Gas ihres Produzenten/Lieferanten. Entscheidend ist vielmehr allein, dass zum Zeitpunkt der Entnahme die gleiche Menge an einer anderen Stelle des Netzes eingespeist wird.²⁰

bb) Abgrenzung des „physischen“ vom „finanziellen“ Handel

- 191 Die komplementären Begriffe „physischer Handel“ und „finanzieller Handel“ helfen abzugrenzen, ob die eigentliche Ware Strom bzw. Gas gehandelt wird (physischer Handel) oder ob ein Geschäft abgeschlossen wird, dessen Primärflichten künftige Zahlungspflichten zum Inhalt haben, die sich auf Grundlage einer vorher vereinbarten Rechenoperation ergeben (finanzieller Handel). Beim **physischen Handel** ist eine Partei verpflichtet, Strom bzw. Gas gegen Bezahlung des vereinbarten Preises zu liefern. Die jeweiligen Verträge müssen daher auch regeln, in welcher Form diese Abwicklung zu erfolgen hat. Beim **finanziellen Handel** dagegen kommt es nicht zu einer Lieferung, sondern nur zu einer Geldzahlung. Eine Vereinbarung über den Transport von Strom oder Gas muss daher nicht getroffen werden und die Beteiligten müssen sich daher auch keine Gedanken über Netzzugang und Energielieferung machen. Finanziell abgewickelte Geschäfte sind daher traditionell auch für Unternehmen aus der Finanzbranche interessant (wie z. B. Hedgefonds oder Handelsabteilungen von Banken), die solche Geschäfte entweder zu Spekulationszwecken selbst vornehmen oder als Dienstleistung für ihre Kunden anbieten.
- 192 Die mit dem finanziellen Handel verbundene Rechenoperation basiert meist auf Unterschieden zwischen vereinbarten Festpreisen oder Marktpreisen (auf Grundlage eines vereinbarten Preisindexes). Entsprechende Geschäfte fallen somit letztlich unter den Begriff des Derivate- bzw. Terminhandels.²¹ Ein typisches finanzielles Handelsgeschäft wäre zum Beispiel eine Vereinbarung, bei der sich eine Partei verpflichtet, der anderen Partei für eine bestimmte Menge Strom oder Gas den Unterschiedsbetrag zwischen einem vorher vereinbarten Preis pro Energieeinheit und dem zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft existierenden Marktpreis pro Energieeinheit zu zahlen.
- 193 Als Beispiel folgender Fall: Um einen Auftrag auszuführen benötigt A in sechs Monaten 10.000 MWh Gas, den er bei Marktteilnehmern einkaufen möchte. Er möchte sich gegen das Risiko absichern, dass der Marktpreis im betreffenden Zeitraum über 25 EUR pro MWh liegt. Gegen Zahlung einer Optionsprämie räumt ihm B das Recht ein, von ihm Zahlung zu verlangen, sofern der Markt-

20 Zum technischen und organisatorischen Hintergrund des Netzzugangs siehe *Britz/Herzmann*, in: *Britz/Hellermann/Hermes*, 3. Aufl. 2015, EnWG, § 20 Rn. 42 ff.; siehe auch dazu: *Schwintowski*, WuW 2001, 1042, 1043 f.

21 Siehe hierzu Rn. 446 ff.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

preis für Gas im vereinbarten Zeitraum und für die vereinbarte Menge über 25 EUR pro MWh liegt.

cc) Abgrenzung des Spothandels vom Derivatehandel

Der **Spothandel** grenzt sich vom **Derivatehandel** dadurch ab, dass zwischen Vertragsschluss und Abwicklung des Geschäfts nur ein sehr kurzer Zeitraum liegt.²² Kennzeichnend für Derivate ist, dass zwischen Vertragsschluss und Erfüllung in der Regel ein längerer Zeitraum von beispielsweise mehreren Wochen, Monaten oder Jahren liegt. Da sich zwischen Abschluss und Erfüllung des Derivategeschäfts der Marktpreis der zugrundeliegenden Ware ändert, hängt der Wert des Derivatekontraktes davon ab, wie günstig bzw. ungünstig der im Vertrag vereinbarte Preis im Verhältnis zu diesem aktuellen Marktpreis ist. Der Wert des Derivats lässt sich also aus dem Verhältnis des vereinbarten Preises und dem Preis des zugrundeliegenden Gutes ableiten.

Insgesamt ist die Abgrenzung zwischen **Spothandel** einerseits und **Derivatehandel** andererseits nicht immer einfach. Da es letztlich keine allgemeingültigen gesetzlichen Vorgaben für die Abgrenzung gibt, bzw. unterschiedliche Vorstellungen mit den Begriffen verbunden werden, gibt es Grenzbereiche, die teils dem Spot-, teils dem Derivatehandel zugerechnet werden. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn ein Geschäft auf physische Lieferung abzielt. So kann man sich beispielsweise fragen, ob ein Vertrag zur Lieferung von Strom, der heute abgeschlossen wird, aber dessen Lieferbeginn erst in sechs Monaten sein soll, ein Derivat ist. Zwar dürfte der Preis des Vertrages davon abhängen, wie sich der Strompreis in den nächsten sechs Monaten entwickelt. Trotzdem ist die Klassifizierung als Derivat dann schwer, wenn der Vertrag als nicht übertragbar ausgestaltet und die Lieferung an einem ganz konkreten Abnahmepunkt vereinbart ist. Diese Einschätzung könnte aber dann anders ausfallen, wenn Lieferung auf der Hochspannungsebene geschuldet und der Vertrag ganz oder teilweise auf Dritte übertragbar wäre. In diesem Fall wäre es zumindest vom begrifflichen Ansatz her denkbar, zu argumentieren, dass sich der im Markt erzielbare Preis des übertragbaren Kontraktes vom Preis des zugrundeliegenden Gutes (des so genannten „**Underlyings**“) ableitet.

Da sowohl im Strom- als auch im Gasbereich die Lieferung immer mit einem zeitlichen Element verbunden ist und nicht auf einmal lieferbar ist, ließe sich zudem die Frage stellen, ob nicht jeder Strom- bzw. Gasliefervertrag ein „Termingeschäft“ in dem Sinne ist, dass Teile der Lieferung zu aufeinanderfolgenden Zeitpunkten in der Zukunft erfolgen. Wegen der physikalischen Besonderheiten der Waren Strom und Gas sowie der üblicherweise fehlenden bzw. gar nicht

22 Wie lang dieser Zeitraum sein kann, bevor man von Termingeschäften (Derivategeschäften) spricht, lässt sich nicht allgemein gültig definieren. Vorgaben werden lediglich im Bereich des Finanzaufsichtsrechts notwendig; während Spotgeschäfte (im Finanzbereich auch Kassageschäfte genannt) u. U. nicht erlaubnispflichtig sind, können Termingeschäfte im Zusammenhang mit entsprechenden Dienstleistungen für Dritte u. U. erlaubnispflichtig sein.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

beabsichtigten Handelbarkeit von Teilmengen kann man in diesem Fall ohne das Vorliegen besonderer Umstände (z.B. bewusste Zulassung der Handelbarkeit von Tagesmengen) nicht von einem Derivat ausgehen. Vor diesem Hintergrund mag man jeden Strom- und Gasliefervertrag zwar im weitesten Sinne als ein Termingeschäft ansehen. Der einfache Energielieferungsvertrag, bei dem Teilmengen nicht handelbar sind, fällt aber nicht unter den Begriff des Finanzderivats. Da aus rechtlicher Sicht die Unterscheidung lediglich im Bereich des Aufsichtsrechts relevant wird, soll an dieser Stelle nicht näher auf die vielfältigen Abgrenzungsprobleme eingegangen werden.

c) *Wo wird gehandelt? – Handelsplätze*

aa) *Abgrenzung des börslichen vom außerbörslichen Handel (OTC-Handel)*

- 197 Abhängig von der Art des Geschäftsabschlusses bzw. des Handelsplatzes unterscheidet man den börslichen und den außerbörslichen Handel. Während der börsliche Handel auf Grundlage fester hoheitlicher Regeln erfolgt²³, ist der außerbörsliche oder auch „**Over-The-Counter-Handel**“ (im Folgenden „OTC-Handel“)²⁴ ein bilateraler Handel, der auf Grundlage frei auszuhandelnder Verträge stattfindet.²⁵ Die damit verbundenen Vor- und Nachteile liegen auf der Hand: Während der börsliche Handel durch den Grad der Standardisierung und einer Vereinfachung der Organisation für eine große Anzahl von Geschäften relativ einfach und kostengünstig sein kann, benötigt man für den außerbörslichen Handel zunächst Verträge, die teils aufwändig zwischen den Parteien zu verhandeln sind. Darüber hinaus fungiert beim außerbörslichen Handel nicht ein Dritter als zentrale Vertragspartei, die die Abwicklung und Kreditrisiken

23 Im Börsengesetz finden sich unter anderem Regelungen für die Genehmigung und Aufsicht von Börsen, die Ermittlung des Börsenpreises, Zulassung von Wertpapieren, alternative Handelssysteme etc. Gem. § 2 I Börsengesetz gilt: „Börsen sind teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts, die nach Maßgabe dieses Gesetzes multilaterale Systeme regeln und überwachen, welche die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Wirtschaftsgütern und Rechten innerhalb des Systems nach nichtdiskretionären Bestimmungen in einer Weise zusammenbringen oder das Zusammenbringen fördern, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Handelsobjekte führt.“ Neben den Wertpapierbörsen sind in § 2 III nun auch ausdrücklich Warenbörsen definiert: „Warenbörsen im Sinne dieses Gesetzes sind Börsen, an denen Waren im Sinne des § 2 V des Wertpapierhandelsgesetzes und Termingeschäfte in Bezug auf Waren gehandelt werden. An Warenbörsen können auch Termingeschäfte im Sinne des § 2 II Nr. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes und die diesen zugrundeliegenden Basiswerte gehandelt werden.“

24 Zur Abgrenzung des börslichen vom außerbörslichen Handel vgl. statt vieler bereits Rudolph/Schäfer, Derivative Finanzmarktinstrumente, 2. Aufl. 2010, S. 29 ff. oder Hull, Optionen, Futures und andere Derivate, 8. Aufl. 2012, S. 1 f.; für den Strommarkt siehe Hagena, Der Stromhandel unter Finanzmarktaufsicht, 1. Aufl. 2011, S. 50–62.

25 Eine Zwischenform zwischen diesen beiden Arten des Handels bilden die elektronischen Handelssysteme. Auf solche „alternativen Handelssysteme“ (ATS), die sich in Bulletin Boards, Electronic Communication Networks und Proprietary Trading Systems unterscheiden lassen, soll hier jedoch nicht näher eingegangen werden. Vgl. dazu Zenke/Dessau, in: Theobald/Kühling, Energierecht, 107. Ergänzungslieferung Juli 2020, Energiehandel 140, Rn. 91 ff.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

übernimmt. Aus dem Grund müssen in der Regel auch Kreditsicherheiten berücksichtigt und im Einzelnen ausgehandelt werden.

Die Standardisierung der Börse ist jedoch zugleich auch ihr Nachteil. Geschäfte mit speziellen Elementen, die auf die Bedürfnisse zweier Parteien zugeschnitten sein müssen, lassen sich oft nur durch bilaterale Verträge abdecken. Sofern Rahmenverträge und damit zusammenhängende weitere Verträge (etwa Kreditsicherheiten) einmal ausgehandelt sind, erlaubt der OTC-Handel zudem auch, Standardgeschäfte kostengünstig abzuwickeln. Dies sind die Ursachen dafür, dass die im OTC-Bereich gehandelten Volumina das an Börsen gehandelte Volumen in entwickelten Handelsmärkten üblicherweise bei Weitem übersteigt. 198

bb) Abgrenzung des Handels- vom Brokermarkt

Nach dem Grad der Involviering der Beteiligten lassen sich ein **Handels-** und ein **Brokermarkt** unterscheiden. Während der Händler im eigenen Namen und für eigene Rechnung oder als Kommissionär im eigenen Namen und für fremde Rechnung tätig ist, ist für den Broker in der Regel kennzeichnend, dass er Geschäfte nur als Intermediär vermittelt. Auch wenn es für das Begriffspaar Händler und Broker keine feste juristische Definition gibt und speziell der Begriff des Brokers viele Facetten hat, geben bankaufsichtsrechtliche Definitionsansätze gute Anhaltspunkte. 199

Kennzeichnend für eigene Geschäfte ist, dass im eigenen Namen für eigene Rechnung gehandelt wird. Beide Vertragspartner erzeugen durch den Vertragschluss Rechte und Pflichten für sich selbst, ohne dass offen oder verdeckt für andere gehandelt wird. Beim Finanzkommissionsgeschäft tritt der Kommissionär im eigenen Namen und für fremde Rechnung auf.²⁶ 200

Im Gegensatz dazu ist es Aufgabe des Brokers, als Mittelsmann zu fungieren und Käufer und Verkäufer zusammenzuführen. Diese bleiben meist bis zum Abschluss des Handels anonym. Der Broker ist hierbei unabhängig und geht dabei selbst keine physischen oder finanziellen Positionen ein. 201

2. Vertragliche Grundlagen in Deutschland und Europa

a) Physischer Handel mit Strom

In Europa waren im Zuge der Marktliberalisierung schnell die Handelsvolumina und damit der Bedarf nach einer standardisierten vertraglichen Grundlage gewachsen. Ziel war, durch Musterverträge die Liquidität des Marktes zu erhöhen. 202

26 Vgl. § 1 I 2 Nr. 4 KWG („Bankgeschäfte sind [...] die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten im eigenen Namen und für fremde Rechnung (Finanzkommissionsgeschäft“)).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

und gleichzeitig die Transaktionskosten zu senken.²⁷ Im Folgenden soll ein Überblick über einige der gebräuchlichsten Vertragsmuster gegeben werden.

aa) EFET General Agreement (Strom)

- 203 Die **European Federation of Energy Traders (EFET)** veröffentlichte Ende 2000 die erste Fassung des EFET-Rahmenvertrages und kurz darauf die bis heute verwendete Version 2.1, die im Juli 2007 hinsichtlich steuerlicher Themen aktualisiert wurde (und in dieser aktualisierten Fassung als Version 2.1(a) bezeichnet wird).²⁸ Der EFET General Agreement Concerning the Delivery and Acceptance of Electricity (im Folgenden „EFET-Strom“) basiert teils auf vorhandenen Mustern von Marktteilnehmern, teils auf Rahmenverträgen aus dem Finanzbereich, wie etwa dem Rahmenvertrag für internationale Finanztermingeschäfte der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) von 1992.²⁹ Der in englischer Sprache abgefasste und deutschem Recht unterliegende Vertrag entwickelte sich im Stromhandelsbereich binnen kurzer Zeit zu einem europäischen Marktstandard, der sowohl auf nationaler wie auch internationaler Ebene benutzt wird.

bb) Grid Trade Master Agreement

- 204 Das **Grid Trade Master Agreement** (im Folgenden „GTMA“) wurde von der Electricity Forward Association und Vertretern der großbritannischen Stromindustrie gemeinsam entwickelt und sollte als Grundlage für den Handel nach Einführung des englischen Handelssystems NETA dienen. Wie bei anderen Musterverträgen auch, stand an vielen Stellen das ISDA Master Agreement für Aufbau und Inhalt Pate. Gemeinsam mit der Futures and Options Association (FOA)³⁰ wurde der Vertrag dann sukzessive weiterentwickelt. Der Vertrag soll

27 Zur Geschichte und Entwicklung von Musterverträgen für den Handel mit Energie vgl. *Liesenhoff*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 10, Rn. 1 ff.; *Dessau/Fischer*, in: Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa: Öl, Gas, Strom, Derivate, Zertifikate, 4. Aufl. 2017, § 24 Rn. 1 ff.

28 Der Vertragstext des EFET General Agreement Concerning the Delivery and Acceptance of Electricity ist samt Anlagen auf der Webseite der EFET unter <https://efet.org/standardisation/abrufbar> (15.12.2020). Die EFET hat zum 21.09.2007 eine deutsche Arbeitsübersetzung veröffentlicht, abrufbar unter: [https://efet.org/Files/Sept_21_2007_General_Agreement_Elec_2.1\(a\)_German.pdf](https://efet.org/Files/Sept_21_2007_General_Agreement_Elec_2.1(a)_German.pdf) (15.12.2020); EFET weist jedoch darauf hin, dass die Übersetzung nicht als Ersatz für das englische Original anzusehen sei.

29 Das 1992 ISDA Master Agreement (Multi-Currency – Cross Border) ist über die Webseite <http://www.isda.org> (15.12.2020) erhältlich (derzeit nicht kostenfrei). Das 1992 ISDA Master Agreement wurde von ISDA in Form des 2002 ISDA Master Agreements weiterentwickelt.

30 Seit Januar 2016 sind FIA Europe (ehemals FOA), FIA Asia und FIA zu einer Organisation zusammengeschlossen.

als Grundlage für den außerbörslichen Großhandel von Strom in Großbritannien dienen.³¹

b) *Physischer Handel mit Gas*

aa) *EFET General Agreement (Gas)*

Das **EFET General Agreement Concerning the Delivery of Natural Gas** (im Folgenden „EFET-Gas“) wurde eng an EFET-Strom angelehnt.³² Eine erste Version wurde im Dezember 2001 veröffentlicht und etablierte sich rasch als eines der wesentlichen Vertragsmuster für den bilateralen Handel von Gas innerhalb Europas. Aufgrund der wesentlich geringeren Anzahl von Händlern und Geschäftsabschlüssen fand EFET-Gas insgesamt jedoch zunächst noch nicht die gleiche Verbreitung wie EFET-Strom. Diese hat sich jedoch mittlerweile grundlegend geändert und der Vertrag wird von einer Vielzahl im Markt tätiger Unternehmen verwendet. Bemerkenswert ist insbesondere, dass der Vertrag auch immer mehr für längerfristige Gaslieferungen als Alternative zum klassischen Gasliefervertrag verwendet wird. Der Vertrag wurde durch eine Version 2.0 im Januar 2003 überarbeitet und im Mai 2007 aus steuerlicher Sicht ergänzt (und wird in dieser aktualisierten Fassung als Version 2.0(a) bezeichnet). Wie EFET-Strom ist auch EFET-Gas für den physischen Handel konzipiert. Auch hier wird der Rahmenvertrag durch eine Anpassungsvereinbarung ergänzt, die einmal auszuhandeln ist. Laufende Transaktionen können dann mit Hilfe von beigefügten Musterbestätigungen getätigt werden. Die Annexe zum EFET-Gas enthalten eine Musterbestätigung für eine Lieferung zu einem Festpreis bzw. variablen Preis sowie jeweils eine Musterbestätigung für so genannte „Call Options“ (Kaufoptionen) und „Put Options“ (Verkaufsoptionen).³³

Die meisten Abweichungen gegenüber dem **EFET-Strom** beruhen darauf, dass bei Gas als Kaufgegenstand bestimmte physikalische Besonderheiten zu beachten sind. Hierzu gehört z. B., dass es bei Gas Qualitätsabweichungen geben kann (z. B. Verunreinigungen) und dass beim Transport von Gas eine Flussrichtung eingehalten werden muss.³⁴ Hinzu kommt, dass Gashandelsgeschäfte oft noch wesentlich langfristigere Lieferungen zum Gegenstand haben, als dies bei Strom

31 Das GTMA (Version June 2004) ist über die Webseite der Futures Industry Association (FIA) (früher noch unter FOA: Forward and Options Association) unter <https://www.fia.org/sites/default/files/2020-10/GTMA.pdf> zugänglich (15. 12. 2020). Vgl. hierzu auch die ausführliche Darstellung von Stuhlmacher/Sessel-Zsebik, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 11 Rn. 193 ff.; Koopmann/Vanhaesendonck, in: Roggenkamp/Redgwell/Rønne/del Guayo, Energy Law in Europe, 3. Aufl. 2016, 5. 109.

32 Der Vertragstext des EFET General Agreement Concerning the Delivery and Acceptance of Natural Gas ist samt einer Vielzahl von Anlagen auf der Webseite der EFET <https://efet.org/standardisation/> (15. 12. 2020) abrufbar. Die EFET hat zum 11.05. 2007 eine deutsche Arbeitsübersetzung veröffentlicht, abrufbar unter: https://efet-d.org/Files/Rahmenvertrage%20-%20Gas//Deutsch_Uebersetzung_EFET_Gas_Master_published_version_110126.pdf (15. 12. 2020). EFET weist jedoch darauf hin, dass die Übersetzung nicht als Ersatz für das englische Original anzusehen sei.

33 Siehe Annexe 2a bis 2d zum EFET-Gas.

34 Zu weiteren Einzelheiten siehe Rn. 271 ff.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

der Fall ist. Nicht selten wird EFET-Gas als Grundlage für einzelne, mehrjährige Liefergeschäfte genutzt, die nicht mehr den Charakter eines Handelsgeschäfts im engeren Sinne haben. Dem wurde im Vertragstext dadurch Rechnung getragen, dass beispielsweise bei Geschäften mit einer Laufzeit von über zwei Jahren eine Klausel eingefügt wurde, die während der Laufzeit des Vertrages eingeführte neue Steuern behandelt. Schließlich wurden im EFET-Gas auch redaktionell unsaubere bzw. in der Praxis häufig abgeänderte Klauseln des EFET-Strom korrigiert.³⁵ Anders als EFET-Strom enthält EFET-Gas eine Wahlmöglichkeit zwischen englischem und deutschem Recht. Die Möglichkeit, auch englisches Recht zu wählen, wurde im Markt in erster Linie als Marketinginstrument verstanden, um das Dokument auch für UK-basierte Gashändler attraktiv zu machen.³⁶

- 207 EFET-Gas wurde seit dem Jahr 2003 fortlaufend durch Hub-spezifische Anhänge ergänzt, die den Einsatz dieses Mustervertrages an verschiedenen virtuellen Handelpunkten (auch Hubs, Virtual Trading Points oder VTPs) ermöglichen sollen und die die zunehmende Akzeptanz dieser Musterdokumentation für den Gashandel in Kontinentaleuropa gefördert haben.³⁷
- 208 Die Anhänge, die die Übertragung von Gasmengen an verschiedenen virtuellen Handelpunkten (Virtual Trading Points; VTPs) in Europa ermöglichen, werden laufend aktualisiert und an neue Marktgegebenheiten angepasst.³⁸ Hierzu gehören derzeit beispielsweise der Gaspool Appendix Version 1.1(a) zum Handel am deutschen „Gaspool Virtual Trading Point“, ZBT Appendix Version 2.0 für den Handel am Zeebrugge Handelpunkt, der PEG Appendix Version 3.0 („PEG“ steht für „Point d’Echange de Gaz“ – ein Handelpunkt in Frankreich), der PSV Appendix („PSV“ steht für „Punto di Scambio Virtuale“ ein Handelpunkt in Italien), der NBP Appendix Version 2.0 („NBP“ steht für „National Balancing Point“ zum Handel in Großbritannien), der TTF Appendix Version 4.0 („TTF“ steht

35 Hierzu gehört beispielsweise die Neufassung der „Cross-Default and Acceleration“-Klausel in § 10.5 (b) EFET-Strom. Der unpraktikable Bezug in § 10.5 (b) (i) EFET-Strom („Tangible Networth“) als Bezugsgröße für die Messung der Relevanz von Zahlungsausfällen wurde durch einen zu bestimmenden festen Schwellenwert ersetzt und stellt nun auf die Vorfälligstellung von Fremdkapital ab. § 10.5 (b) (ii) EFET-Strom behandelt den Fall, dass Zahlungen von Fremdkapital am Fälligkeitstag selbst nicht geleistet werden („[...] on the due date [...]“). Auch § 12 EFET-Strom wurde im Licht der Diskussionen über die Zulässigkeit von Haftungsbeschränkungen vereinfacht und wohl auch wegen der optional möglichen Wahl englischen Rechts entsprechend verallgemeinert.

36 Vgl. *Liesenhoff*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 10, Rn. 5; *Stuhlmacher/Sessel-Zsebik*, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 11 Rn. 16.

37 Vgl. hierzu *Liesenhoff*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 10 Rn. 6, der zu Recht die Zweckmäßigkeit solcher speziellen Anhänge und der dort formulierten Sonderregelungen im Zusammenspiel mit den generellen Regelungen des EFET-Gas kritisch hinterfragt; ebenso kritisch: *Dessau/Fischer*, in: Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa: Öl, Gas, Strom, Derivate, Zertifikate, 4. Aufl. 2017, § 23 Fn. 5.

38 Vgl. zu den hub- bzw. lieferpunktspezifischen Anhängen *Kunze*, in: Säcker, Energierecht, Band 1, 4. Aufl. 2019, § 41 Anhang B Rn. 84.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

für „Title Transfer Facility“; zum Handel an einem niederländischen Handelpunkt), der Austrian VTP Appendix Version 2.0 (zum Handel von Virtuellen Handelpunkt der „Market Area East“ in Österreich), der AOC Appendix Version 1.0 („AOC“ steht für „Almacenamiento Operativo Comercial“ – ein spanischer Handelpunkt), der Polish VP Appendix (Handel am polnischen „Punkt Wirtualny“) und der UK _Beach Appendix, der UK 5:5 Beach Appendix Version 1.0 und der UK 6:6 Beach Appendix Version 1.0.³⁹ Kennzeichnend für diese VTP-Anhänge ist, vereinfacht gesagt, dass nicht die Lieferung physischer Mengen selbst Vertragsgegenstand ist, sondern die Übertragung von im System befindlichen Gasmengen. Dies reduziert die Vertragspflichten letztlich auf eine gegenüber dem Systembetreiber wirksame Umbuchung, die von zwei im jeweiligen System registrierten Teilnehmern vereinbart wird. Dies rechtfertigt daher die Begriffe „virtueller Handel“ oder „Intra-System-Handel“. Für den Vertrag selbst bedeutet dies, dass Themen wie Störung des Transportweges, Force Majeure (abgesehen von Störungen bei der Buchung selbst) oder Off-Spec Gas nicht relevant werden können. Angesichts der Bedeutung der jeweiligen Bedingungen des Systembetreibers, sollten Anhänge für den Handel an virtuellen Handelpunkten immer im Zusammenhang mit den jeweiligen Bedingungen des Systembetreibers gesehen werden, mit denen solche Anhänge letztlich in Einklang stehen müssen.⁴⁰

bb) Andere Verträge für den Handel mit Gas

Neben dem EFET-Gas existieren in Europa noch eine Reihe anderer Verträge, deren Gebrauch aber meist auf einzelne Länder bzw. Transportsysteme oder Hubs beschränkt ist. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang beispielsweise die Zeebrugge Beach Natural Gas Trading Terms and Conditions (im Folgenden „ZBT 2012“)⁴¹ sowie die NBP Trading Terms and Conditions 1997 (im Folgenden „NBP 1997“), die nach Jahrzehntelanger Anwendung zwecks Harmonisierung

209

-
- 39 Die genannten Anhänge sind unter <https://efet.org/standardisation/abruftbar> (15. 12. 2020). Vgl. zum TTF Appendix und seiner Funktionsweise Koopmann/Vanhaesendonck, in: Roggenkamp/Redgwell/Rønne/del Guayo, Energy Law in Europe, 3. Aufl. 2016, 5.132 bis 5.136.
- 40 Exemplarisch sei für Transaktionen auf Basis des TTF Appendix auf die Transmission Service Conditions (TSC) hingewiesen, die zwischen GAS TRANSPORT SERVICES B. V. und dem Händler, Transportkunden bzw. Endabnehmer abgeschlossen werden (weitere Informationen sowie aktuelle Vertragsmuster finden sich auf der Webseite der Gas Transport Services B. V. unter <https://www.gasunietransportservices.nl/en/shippers/terms-and-conditions/tsc> (17. 12. 2020)).
- 41 Die derzeit aktuelle Version „ZBT 2012“ unterliegt wie die Vorgängerversionen („ZBT 99“, „ZBT 2001“ und „ZBT 2004“) belgischem Recht und hat den Kauf bzw. Verkauf von Gas am Zeebrügge Hub (nunmehr Beach genannt) zum Gegenstand. Siehe dazu Koopmann/Vanhaesendonck, in: Roggenkamp/Redgwell/Rønne/del Guayo, Energy Law in Europe, 3. Aufl. 2016, 5.127 bis 5.131; vgl zu den Vorgängerversionen Tyler, IELTR 2003, 135, 137f.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

mit Kontinentaleuropa von den NBP Trading Terms and Conditions 2015 (im Folgenden „NBP 2015“) ersetzt wurden.⁴²

- c) „Finanzieller“ Handel
- aa) ISDA Master Agreement

- 210 10 Das 1992 **Master Agreement der International Swaps and Derivatives Association** (Multi-Currency – Cross Border) (im Folgenden „ISDA“) kann von den hier beschriebenen Rahmenverträgen auf die längste Geschichte zurückblicken und ist, gemeinsam mit der überarbeiteten Fassung aus dem Jahr 2002 (2002 ISDA Master Agreement), weltweit der wohl am meisten benutzte Rahmenvertrag.⁴³ Ursprünglich war dieser Rahmenvertrag lediglich für Transaktionen aus dem Finanzbereich gedacht. ISDA hat jedoch in den letzten Jahren auf Wunsch seiner Mitglieder die vorhandene Dokumentation für finanziell und physisch abgewickelte Warengeschäfte immer stärker ausgeweitet. Eine wichtige Rolle hierbei spielen die Definitionssammlungen für Warengeschäfte („Commodity Definitions“). Sie ermöglichen eine standardisierte Bezeichnung der gehandelten Güter bzw. Preisindizes und erlauben speziell bei finanziell abgewickelten Termingeschäften Preisklauseln, die sich auf bestimmte Quellen für Bezeichnung von Marktpreisen stützen.⁴⁴ Während die zunächst geltende Fassung (das 2000 Supplement to the 1993 ISDA Commodity Definitions) fast ausschließlich auf den außereuropäischen Markt bezogene Definitionen und Indizes enthielt, umfassen die im Juni 2005 veröffentlichten 2005 ISDA Commodity Definitions

-
- 42 Die Short Term Flat NBP Trading Terms and Conditions („NBP 1997“) bildeten die gängige Grundlage für den Gashandel am englischen National Balancing Point. Sie unterliegen englischem Recht und fassen Einzeltransaktionen nicht zu einem gemeinsamen Vertrag zusammen, sondern bilden die Grundlage für einzeln beendbare Transaktionen. Vgl. zu weiteren Besonderheiten des Vertragsmusters von 1997 *Tyler, IELTR 2003, 135, 136 f.* Vgl. zu den Hintergründen und zur Entwicklung von „NBP 2015“ *Koopmann/Vanhaesendonck*, in: Roggenkamp/Redgwell/Rønne/del Guayo, *Energy Law in Europe*, 3. Aufl. 2016, 5.121 bis 5.126.
- 43 ISDA wurde 1985 gegründet und hat über 925 Mitglieder in 75 Ländern der Welt (Stand: Dezember 2020). Weitere Informationen sind unter www.isda.org (17.12.2020) abrufbar. Vgl. zum Einsatz des ISDA Master Agreements im Energiederivatebereich *Sommer*, in: Horstmann/Cieslarczyk, *Energiehandel*, 1. Aufl. 2006, Kapitel 12, Rn. 9 ff.; *Dessau/Fischer*, in: Zenke/Schäfer, *Energiehandel in Europa: Öl, Gas, Strom, Derivate, Zertifikate*, 4. Aufl. 2017, § 24 Rn. 4 ff.; eine ausführliche Beschreibung der einzelnen Bestimmungen des 1992 und des 2002 ISDA Master Agreements gibt von *Sachsen-Altenburg*, in: Zerey, *Finanzderivate*, 4. Aufl. 2016, § 7; eine Zusammenfassung der wesentlichen Klauseln des 2002 ISDA Master Agreements findet sich bei *Zenke/Dessau*, in: Theobald/Kühling, *Energierecht*, 107. Ergänzungslieferung Juli 2020, *Energiehandel* 140, Rn. 282 ff.
- 44 Zuverlässige Marktpreisindizes sind für eine Vielzahl von Derivategeschäften eine unabdingbare Voraussetzung. Soll zum Beispiel ein Preisbegrenzungsgeschäft (Cap-Vereinbarung) geschlossen werden, in der sich Partei A verpflichtet, Partei B die Differenz zwischen dem aktuellen Marktpreis und einer vereinbarten Schwelle (z. B. 55 Euro/MWh Strom) zu bezahlen, sofern der Marktpreis den Schwellenwert übersteigt, ist eine von beiden akzeptierte, repräsentative und zuverlässige Quelle für diesen Marktpreis von großer Bedeutung.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

eine Reihe von Definitionen, die sich auf den europäischen Waren- und Energiemarkt beziehen.⁴⁵

Das mit ca. 500 Seiten sehr umfangreiche Definitionswerk setzt sich aus drei Teilen zusammen. In einem allgemeinen Teil werden Bedingungen für finanziell abgewickelte Transaktionen (wie z.B. Swaps, Forwards, Optionen, Swapoptions, Caps, Floors, Collars etc.) geschildert. Zudem wird darauf eingegangen, wie mit der Korrektur von Indizes („Index Correction“) oder der Störung von Preisquellen („Market Disruption“) umzugehen ist. In einem zweiten Teil sind neben Vertragsmustern für Einzelabschlüsse insbesondere Definitionen von Referenzpreisen bzw. Indizes für eine Vielzahl von Waren, Edelmetallen, Energieformen, Wetterindizes, Inflationsindizes etc. enthalten. Ein kurzer Kommentar des Definitionswerkes („User’s Guide“) ergänzt als dritter Teil das Definitionswerk.⁴⁶

Dies wird dem ISDA-Rahmenvertrag sicherlich auch in diesem Bereich eine breitere Akzeptanz sichern. Auch wenn der Vertrag durchaus für die Dokumentation von physischen Strom-, Gas- und Kohlelieferungen genutzt werden kann, dürfte sich sein Einsatz in Deutschland und Europa bisher meist noch auf finanziell abgewickelte Geschäfte beschränken.

Der Vorteil der ISDA-Dokumentation liegt darin, dass es sich um einen weltweit akzeptierten Vertragsstandard handelt, der besonders den am Energiehandel beteiligten Finanzinstituten die Einheitlichkeit ihrer Dokumentation innerhalb des Portfolios sowie den Weiterverkauf von Positionen erleichtert. ISDA stellt zudem eine breite Palette von Zusatzverträgen (z.B. „Bridge-Agreements“, „Credit-Support-Annexe“) bereit, die den Vertragsparteien eine große Flexibilität bieten. Auch jährlich aktualisierte Gutachten zur Frage der Insolvenzfestig-

-
- 45 ISDA führt zu diesem Definitionswerk aus (www.isda.org) (17.12.2020): „The 2005 ISDA Commodity Definitions, the Exhibits to the 2005 ISDA Commodity Definitions which include standard Confirmation templates, and the Annex to the 2005 ISDA Commodity Definitions, are intended for use with the ISDA Master Agreements, or other agreements, and are designed to be incorporated into Confirmations of individual commodity transactions governed by those agreements. [...] The Commodity Definitions are for use by participants in privately negotiated commodity transactions including cashsettled commodity swaps, basis swaps, options, caps, collars, floors, swapoptions and commodity index transactions, as well as certain physically-settled commodity transactions. [...] The Annex includes revised Commodity Reference Prices (in Sub-Annex A) together with additional definitions, other provisions and forms of Confirmation relevant to bullion transactions, weather index derivative transactions, European physical gas transactions, North American physical gas and power transactions, GTMA transactions, EU emissions allowance transactions and freight transactions (Sub-Annexes B-I).“
- 46 Vgl. hierzu ausführlich Henderson, (2005) 10 JIBFL, 408 ff.; ders.; (2005) 11 JIBFL, 440 ff.; ders. (2006) 01 JIBFL, 14 ff.; eine Übersicht über die aktuell abgedeckten Produkte (sowie z. B. Dokumente, Best Practice Statements, Guidance Notes etc.) findet sich auf der Webseite der ISDA <http://www2.isda.org/asset-classes/energy-developing-products/> (17.12.2020).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

keit der Netting-Klauseln („Netting Opinions“) tragen zur großen Akzeptanz bei und werden für eine Vielzahl von Jurisdiktionen angeboten.⁴⁷

- 211 Zudem hat die ISDA weitere Annexe und Bestätigungen für den Gashandelsbereich, den Handel mit Wetterderivaten und den Handel mit Emissionszertifikaten veröffentlicht. Diese Dokumentationen werden von einer speziellen Arbeitsgruppe, dem ISDA Energy, Commodities & Developing Products Committee (ECDPC), entwickelt und betreut. Die Mitglieder der Arbeitsgruppe sind Vertreter von Mitgliedsunternehmen, die auf diesen Märkten tätig sind.⁴⁸

bb) Deutscher Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte

- 212 Der **Deutsche Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte** (sofern im Folgenden keine Differenzierung notwendig nur „DRV“) ist das deutsche Gegenstück zu ISDA. Der ursprüngliche Text des Vertrages stammt aus dem Jahr 1993 und wurde im Januar 2001 im Hinblick auf die Euro-Einführung geringfügig angepasst und neu veröffentlicht („DRV 1993/2001“). 2018 wurde in Reaktion auf den neugefassten § 104 InsO eine punktuell aktualisierte Fassung („DRV 2018“) veröffentlicht,⁴⁹ bei der insbesondere die Regelungen zum Netting angepasst wurden.⁵⁰ Erarbeitet wurde der DRV von den in der Interessenvereinigung „Die Deutsche Kreditwirtschaft“ (früher: Zentraler Kreditausschuss) zusammengeschlossenen Spitzenverbänden des Kreditgewerbes unter Federführung des Bundesverbandes deutscher Banken (BdB) für die Verwendung im Finanzderivatebereich. Auch hier war es primär die Absicht, eine vertragliche Grundlage für die Dokumentation von Finanzderivaten, wie etwa Zinssatz- oder Währungs-Swaps, Devisengeschäfte, Aktiengeschäfte etc., zu schaffen. Für diese Art von Dokumentation bestand parallel zu ISDA ein klarer Bedarf, da bei Geschäften zwischen deutschen Handelpartnern bzw. für Geschäfte mit Beteiligung eines starken deutschen Handelpartners ISDA oft nicht gewünscht wird. Der Vorteil des Vertragswerks ist zudem, dass es deutschem Recht unterliegt und in deutscher Sprache abgefasst ist.
- 213 Auf Wunsch ihrer Mitglieder entwickelten seit den 2000er Jahren auch die Bankenverbände die Dokumentation in umfassender Weise weiter. Parallel zur Ausweitung des Geschäfts der Finanzinstitute in Deutschland entstanden Anhänge zum DRV für neue Geschäftarten (z. B. Anhang für Wertpapierderivate, Anhang für Emissionsrechte, Anhang für Devisengeschäfte und Optionen auf

47 Vgl. hierzu Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 25.

48 Zu den veröffentlichten Verträgen bzw. Definitionssammlungen gehören beispielsweise der European Gas Annex for use with the 1992 ISDA Master Agreement, der European Gas Annex for use with the 2002 ISDA Master Agreement, die Confirmation of OTC Weather Index Swap Transaction und das EU Emission Allowance Documentation (Version 6; April 2018).

49 Bergfort/Köhling, BKR 2019, 12, 13f.

50 Stellungnahme des Bundesverbandes deutscher Banken, Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte (2018) und DRV, Änderungsvereinbarung 2018 – Hintergründe und Erläuterungen (Stand 04.09.2018), S. 1–2, abrufbar unter https://bankenverband.de/media/files/2018_08_31_drv_2018_hintergrund.pdf (17.12.2020).

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Devisengeschäfte, (EMIR) Besicherungsanhang etc.).⁵¹ Auf diese Weise entstand auch der im November 2004 erstmals veröffentlichte – und im Januar 2013 aktualisierte – Anhang zum DRV für Rohwarengeschäfte. Er war bereits im Laufe der Jahre 2000 bis 2003 von einer Arbeitsgruppe aus Vertretern der Finanz- und Energiewirtschaft entwickelt und dem Zentralen Kreditausschuss zur Freigabe vorgelegt worden.⁵² Der Begriff Rohwaren umfasst gemäß der Definition in Nr. 2 I dieses Anhanges alle in einem Einzelabschluss vereinbarten Gegenstände, insbesondere Primärenergieträger und andere Rohstoffe sowie land- und forstwirtschaftliche Erzeugnisse einschließlich der durch Aufarbeitung, Veredelung oder Weiterverarbeitung dieser Gegenstände, durch Reststoff- oder Abfallverwertung gewonnenen Produkte, wie z. B. Kohle, Öl, Gas, Metalle oder Elektrizität. Der Anhang stellt in Nr. 1 II S. 2 klar, dass die Bestimmungen nicht für Rohwarengeschäfte gelten, die durch die Lieferung der zugrundeliegenden Rohwaren zu erfüllen sind, d. h., der Anhang nur für finanziell, nicht aber für physisch zu erfüllende Rohwarengeschäfte gelten soll. Zudem existiert ein Anhang für Emissionsrechte, der 2010 veröffentlicht wurde und die Fassung aus dem Jahr 2008 ersetzte (der in unveränderter Form allerdings die Termine der aktuellen Handelsphasen nicht mehr vollumfänglich abdeckt und somit nicht mehr aktuell ist).

d) Zusatzverträge und Vertragsannexe

Spätestens nach der Insolvenz von Enron und dem Rückzug weiterer Energiehändler vom deutschen Markt hat die Möglichkeit, auf eine (drohende) Insolvenz des Vertragspartners schnell reagieren zu können, erheblich an Bedeutung gewonnen.⁵³ Eine zentrale Rolle hierbei spielen unter anderem (i) vertragliche Bestimmungen zum Thema Netting, (ii) Netting zwischen mehreren Verträgen („Master-Netting“), (iii) Netting zwischen verschiedenen Produkttypen („Cross-Product Netting“) und (iv) eine verbesserte Sicherung des Kreditrisikos durch Kreditbesicherungs-Anhänge (Credit Support Annexes).

214

aa) Master-Netting-Agreements

Speziell größere Handelshäuser, die mit einzelnen Vertragspartnern unterschiedliche Rahmenverträge für verschiedene Produkte und eventuell in verschiedenen Jurisdiktionen abgeschlossen haben, sehen es als wünschenswert an, die risikomindernde Wirkung des Nettings möglichst auf alle existierenden Verträge und Produkte auszudehnen. Zu diesem Zweck werden so genannte „Master-Netting-Agreements“ (auch „Master-Master-Agreements“, „Cross-Pro-

215

51 Der DRV und die jeweiligen Anhänge sind abrufbar unter: <https://bankenverband.de/service/rahmenvertrage-fuer-finanzgeschaefte/deutscher-rahmenvertrag-fuer-finanztermingeschaefte/>(17.12.2020).

52 Vgl. hierzu Sommer, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 12, Rn. 105.

53 Tyler, IELTR 2003, 139 ff.; vgl. auch Fried, Energiehandel zeigt sich nach der Enron-Pleite risikobewusster, Handelsblatt vom 07.03.2003, S. B 6.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

duct-Agreements“ oder „Bridge-Agreements“ genannt) abgeschlossen.⁵⁴ Die Begrifflichkeiten werden im Markt nicht einheitlich benutzt. Meist wird der Begriff „Master-Netting-Agreement“ als Oberbegriff für vertragsübergreifende Nettingvereinbarungen benutzt. Die Bezeichnung „Master-Master Agreement“ wird oft für selbständige Master-Netting Agreements verwendet, die zusätzlich zu den Master Agreements abgeschlossen werden und nur Master-Netting zum Inhalt haben. Demgegenüber versteht man unter „Bridge-Agreement“ Master-Netting-Agreements, die eines der bestehenden Master Agreements um eine Master-Netting-Klausel erweitern und so dieses existierende Master Agreement zum Master-Netting-Agreement „befördern“.

- 216 Der Zweck von Master-Netting-Agreements ist es, den Mechanismus der einheitlichen Beendigung und Verrechnung von Transaktionen unter einem Rahmenvertrag auf eine übergeordnete Ebene zu bringen: Haben zwei Parteien mehrere Rahmenverträge geschlossen, unter denen jeweils Transaktionen geschlossen werden, besteht ein Interesse, Netto-Abschlusszahlungen aus der Beendigung der einzelnen Rahmenverträge und der Verrechnung aller Einzeltransaktionen darunter ebenfalls zu einer Einheit zu verbinden. So soll auf dieser Rahmenvertragsebene das Risiko des Insolvenzverwalterwahlrechts bezüglich der jeweiligen Abschlusszahlungen reduziert und ein einziger Gesamtnettobetrag für alle Positionen gebildet werden. Dieser Effekt kann noch dadurch optimiert werden, dass Verträge, die weitere Konzerngesellschaften mit einem bestimmten Handelspartner (und evtl. mit diesem verbundenen Unternehmen) haben, mit einbezogen werden („Cross-Entity-Netting“ oder „Cross-Affiliate-Netting“). Auch wenn die Prüfung der Insolvenzfestigkeit solcher Vereinbarungen oft höchst komplex ist und die Wirksamkeit im Krisenfall von vielen Umständen des speziellen Falles abhängen dürfte, hofft man, auf diese Weise Risiken weitestgehend zu reduzieren.
- 217 Im Energiehandelsbereich wird in der Regel das EFET Cross-Product Master Netting-Agreement verwendet.⁵⁵ Weitere Beispiele von **Master-Master-Agreements** sind das Cross-Product Master Agreement (CPMA), das von diversen Marktorganisationen unterstützt wird (u.a. Securities Industry and Financial Markets Organisation (SIFMA) und British Banker's Association (BBA)), das 2001 ISDA Cross-Agreement Bridge, das 2002 ISDA Energy Agreement Bridge. Einige Handelshäuser benutzen auch eigene Musterverträge, die neben einem Gesamt-Netting oft auch eine laufend anzupassende Besicherung in Höhe des

⁵⁴ Vgl. hierzu Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 24; ein Mustervertrag findet sich auf der Webseite der EFET, die im Juni 2003 auf Grundlage des Cross-Product Master-Agreements von The Bond Market Association einen EFET/IECA Commodities Schedule veröffentlicht hat.

⁵⁵ Der Text des EFET Master Netting Agreements (Version 1.0 vom Juni 2010) sowie des dazugehörigen EFET Credit Support Annexes (Version 1.0 vom Juni 2010) sind auf der EFET-Webseite verfügbar (<https://efet.org/standardisation/specific-contracts/mna-cpma/>) (30. 12. 2020).

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Gesamtnettobetrages (der aus einer Gesamtbeendigung und Netting zu dem Zeitpunkt resultieren würde) regeln.⁵⁶

bb) Besicherungsanhänge (Credit Support Annexes)⁵⁷

Credit Support Annexe haben zum Ziel, das jeweils aktuelle Ausfallrisiko der Vertragsparteien abzusichern. Hierzu wird regelmäßig berechnet, welche Zahlungspflichten im Falle der Gesamtbeendigung eines Handelsverhältnisses entstehen würden. Dieser Betrag entspricht dem aus der Beendigung, Bewertung und Verrechnung aller Transaktionen resultierenden Nettobetrag.⁵⁸ Das Ausfallrisiko („Exposure“, „Credit Support Amount“) ist dann, abhängig davon, wer auf Grundlage der Berechnung bei Beendigung des Vertrages eine Forderung hätte, in Form werthaltiger Sicherheiten (in der Regel Bargeld, Bankgarantien oder erstklassige Wertpapiere) zu unterlegen. Die Häufigkeit der Berechnung der Exposure und die Vereinbarung eines Mindesttransferbetrages („Threshold Amount“) unterhalb dessen zur Vereinfachung der Abläufe keine Anpassung erfolgen soll, bleibt den Parteien überlassen. Sofern sich bei der nächsten Berechnung herausstellt, dass der Wert der gestellten Sicherheiten das Ausfallrisiko der besicherten Partei übersteigt, hat die besicherte Partei Sicherheiten in Höhe des entsprechenden Differenzbetrages freizugeben. Liegt der Wert der Sicherheiten unter dem Ausfallrisiko der besicherten Partei (aber über der *De-Minimis*-Schwelle des Threshold Amounts), sind weitere Sicherheiten zu stellen. Sollten sich die Positionen umkehren und hat die bisher besicherte Partei insge-

218

-
- 56 Muster der jeweiligen Verträge sind über die Webseiten von SIFMA (ehemals u. a.: The Bond Market Association) (<https://www.sifma.org/resources/general/cross-product/>), ISDA (www.isda.org) und EFET (<https://efet.org/>) (alle: 17.12.2020) abrufbar.
- 57 ISDA, EFET und BdB haben jeweils für die von ihnen betreuten Musterverträge Credit Support Annexes entworfen; gebräuchlich sind derzeit (u.a) (neben den EMIR-basierten Anhängen (VM- und IM-CSA) sowie den Anhängen zur Abdeckung von in sonstigen (d. h. nicht europäischen) Jurisdiktionen regulatorisch erforderlicher (Ersteinschuss) Besicherung, auf die hier nicht näher eingegangen werden soll) der „1995 ISDA Credit Support Annex (Bilateral Form – Transfer)“ (im Folgenden „ISDA-CSA“); der „EFET Cross-Product Credit Support Annex to the Cross-Product Master Agreement (Version 1.0/June 23, 2003)“ (im Folgenden „EFET-CSA“) und der vom BdB veröffentlichte „Besicherungsanhang zu dem oben genannten Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte (Version 10/2001)“ (nebst Muster für Individualvereinbarung) (im Folgenden „DRV-CSA“) sowie der „Besicherungsanhang (2018) zu dem oben genannten Rahmenvertrag für Finanztermingeschäft (Version 09/2018)“ – eine an den DRV 2018 angepasste Fassung des DRV-CSA. Vgl. zum EFET-CSA *Liesenhoff*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 10, Rn. 146 ff., zum ISDA-CSA von Sachsen-Altenburg, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 7 Rn. 80 ff., zum DRV-CSA *Behrends*, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 6 Rn. 63 ff. sowie (zum ISDA-CSA und DRV-CSA) *Sommer*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 12, Rn. 70 ff. bzw. Rn. 103 ff.
- 58 Vgl. zu Netting generell Rn. 513 ff. und zum Netting unter Master-Netting-Agreements Rn. 215 ff.; sofern Netting auf Grundlage eines Master-Netting-Agreements durchgeführt wird, wird der Betrag unter Einbeziehung aller Rahmenverträge berechnet.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

samt eine Verbindlichkeit statt einer Forderung, ist sie verpflichtet, die Sicherheiten freizugeben und selbst Sicherheiten zu stellen. Ganz typisch für Credit Support Annex ist, dass die zu bestellenden Sicherheiten im Wege der uneingeschränkten Vollrechtsübertragung (so genannter „outright transfer“ bzw. „full title transfer“) auf den Empfänger der Sicherheiten übergehen.⁵⁹ Besonderheit dieser dogmatisch interessanten Besicherungsart ist, dass kein beschränkt dingliches Sicherungsrecht (wie z. B. beim Pfandrecht) begründet wird und auch die für die Sicherungsübereignung und Sicherungsabtretung charakteristische Treuhandabrede fehlt. Der Sicherungsgeber behält weder dingliche Positionen noch einen Anspruch auf Rückübertragung derselben Sicherheiten zurück. Der Sicherungsnehmer kann vielmehr über die Sicherheiten uneingeschränkt verfügen, da er lediglich zur Rückübertragung gleichartiger Sicherheiten verpflichtet ist, wenn das Recht zur Besicherung entfällt.⁶⁰

- 219 Für die hierdurch geschaffene Art der Besicherung (so genannte „Margensicherheiten“) wurde mit Umsetzung der Richtlinie 2002/47/EG vom 06.06.2002 über Finanzsicherheiten⁶¹ eine (privilegierende) Legaldefinition in § 130 I 2 InsO eingefügt:⁶² „Dies gilt nicht, soweit die Rechtshandlung auf einer Sicherungsvereinbarung beruht, die die Verpflichtung enthält, eine Finanzsicherheit, eine andere oder eine zusätzliche Finanzsicherheit im Sinne des § 1 XVII des Kreditwesengesetzes zu bestellen, um das in der Sicherungsvereinbarung festgelegte Verhältnis zwischen dem Wert der gesicherten Verbindlichkeiten und dem Wert der geleisteten Sicherheiten wiederherzustellen (Margensicherheit).“ Sofern bestimmte Voraussetzungen vorliegen, sind nach dieser Norm Margensicherheiten und die durch sie herbeigeführten Verfügungen nicht anfechtbar.⁶³

Credit Support Annex wurden ursprünglich für Rahmenverträge aus dem Finanzbereich konzipiert und sind in diesem Bereich seit langer Zeit üblich. Das vereinbarte System erfüllt letztlich die gleichen Aufgaben und folgt den gleichen Prinzipien, wie das an Terminbörsen übliche Margin-System.⁶⁴ Schon aus der oben skizzierten Beschreibung wird deutlich, dass ein solches vertragliches Risikosicherungssystem sehr effektiv sein kann, aber an beide Parteien hohe personelle und organisatorische Anforderungen stellt. Im Energiehandelsbereich konnten sich Credit Support Annex daher bisher noch nicht in einem

59 Vgl. Section 5(a) ISDA-CSA; § 7.1 EFET-CSA; Nr. I II DRV-CSA.

60 Behrends, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 6 Rn. 66–68.

61 ABl. EU Nr. L 168/43.

62 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2002/47/EG vom 06.06.2002 über Finanzsicherheiten und zur Änderung des Hypothekenbankgesetzes und anderer Gesetze, BGBl. I 2002, S. 502.

63 Zu den Voraussetzungen der Anwendbarkeit von § 130 I 2 InsO und der sachlich nicht gerechtfertigten faktischen Benachteiligung von nicht dem Finanzsektor angehörenden Sicherungsgebern vgl. de Bra, in: Braun, InsO, 8. Aufl. 2020, § 130 Rn. 44 ff.; Kayser/Freudenberg, in: MünchKomm-InsO, Band 2, 4. Aufl. 2019, § 130 Rn. 5bf.

64 Vgl. zum Clearing von Börsentermingeschäften und der Bedeutung der laufenden Positionenbewertung (Marking-to-Market), von Additional Margins, Variation Margins und der Stellung von Sicherheiten Pilgram, in: Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa: Öl, Gas, Strom, Derivate, 4. Aufl. 2017, § 20 Rn. 1 ff. und 17 ff.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

breiteren Umfang durchsetzen, auch wenn sie aufgrund des durch die Finanzkrise gestiegenen Risikobewusstseins mittlerweile häufiger geworden sind.

Sofern Master Netting Agreements verwendet werden (siehe hierzu Rn. 215 ff.), decken entsprechende Besicherungsanhänge (wie z. B. der EFET Credit Support Annex to the Master Netting Agreement) den Gesamtnettobetrag ab, der aus der Verrechnung der Nettobeträge unter den einzelnen Rahmenverträgen resultiert.

3. Aufbau, Abschluss und Funktionsweise von OTC-Verträgen

a) Architektur typischer OTC-Verträge; Rahmenverträge, Anpassungsvereinbarungen und Anhänge

Ein Ziel der im Markt gängigen Musterverträge ist, Vertragsparteien den Vertragsabschluss zu erleichtern. Hierbei greifen sowohl EFET, ISDA als auch DRV auf eine Rahmenvertragsstruktur zurück. Die allgemeinen Eckpunkte des Vertragsverhältnisses, auf deren Grundlage eine laufende Handlungsbeziehung basiert, werden einmalig vereinbart, um dann laufende Geschäftsabschlüsse mit Hilfe einfacher Bestätigungen tätigen zu können. Hieraus ergeben sich im Wesentlichen drei Elemente, nämlich **Rahmenvertrag, Anpassungsvereinbarung und Bestätigung**.⁶⁵

220

Wollen zwei Parteien in eine Handelsbeziehung treten, wird zunächst ein Rahmenvertrag ausgehandelt. Hierbei kann, soweit vorhanden und verwendbar, die Anpassungsvereinbarung genutzt werden. Je nach Umfang der individuellen Wünsche der Vertragsparteien können sich diese Verhandlungen einfach oder kompliziert gestalten. Handelshäuser haben oft ausgefeilte hauseigene Muster zu den Rahmenverträgen entwickelt, die sie bei diesen Verhandlungen durchsetzen wollen. Diese internen Vorgaben führen nicht selten dazu, dass über zentrale Punkte nur sehr schwer eine Einigung erzielt werden kann. Grund hierfür sind zum einen gewisse formelle Genehmigungsprozesse für solche Vorlagen, die bei Abweichungen weitere interne Konsultationen nötig machen. Zum anderen besteht der verständliche Wunsch, möglichst das gesamte Handelsportfolio auf Grundlage gleicher Verträge und Mechanismen zu dokumentieren. Speziell bei international tätigen Handelshäusern ist die Tendenz zu beobachten, dass andere nationale Handelsverträge wie z. B. GTMAs oder ISDA Master Agreements als Vorlage für bestimmte Regelungen vorgeschlagen werden, um eine gewisse Einheitlichkeit zu erreichen. Dies betrifft Themen wie z. B. den Ablauf des Austausches von Bestätigungen, Zeichnungsberechtigungen, die Behandlung unkorrekter Rechnungen oder die Erweiterung von Kündigungsrechten auf bestimmte Ereignisse bei verbundenen Unternehmen. Der durch Rah-

221

65 EFET spricht von General Agreement, Election Sheet und Confirmation; ISDA spricht von Master Agreement, Schedule und Confirmation; der Deutsche Rahmenvertrag versteht sich selbst als „Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte“, auf dessen Grundlage Einzelabschlüsse mit Hilfe von Bestätigungen getätigt werden – eine getrennte Anpassungsvereinbarung ist nicht vorgesehen; eventuelle Änderungen werden unter der Überschrift „Sonstige Vereinbarungen“ in Nr. 12 VI (DRV 1993/2001) bzw. Nr. 12 VII (DRV 2018) aufgenommen.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

menverträge beabsichtigte Effizienzgewinn durch Vereinheitlichung und Reduzierung der zu verhandelnden Punkte verkehrt sich dann ins Gegenteil.

- 222 Sobald der Rahmenvertrag jedoch ausgehandelt und rechtsverbindlich unterschrieben ist, bietet er den Vorteil, dass die Händler selbst auf Grundlage von einfachen und kurzen Bestätigungen und ohne weitere juristische Unterstützung handeln können.

b) Abschluss von Rahmenverträgen

- 223 Häufig werden Verträge am Telefon verhandelt. Nicht immer sind zeichnungsberechtigte Vertreter beider Parteien vor Ort, um einen ausgehandelten Rahmenvertrag sofort zu unterzeichnen. Üblicher ist daher, dass eine Partei zwei oder mehr Exemplare des Vertrages unterzeichnet, der anderen Partei zur Unterschrift zusendet und diese bittet, ein gegengezeichnetes Exemplar zurückzusenden. Da ein solcher Austausch von Verträgen einige Zeit in Anspruch nehmen kann, besteht in der Praxis das Bedürfnis, den ausgehandelten Rahmenvertrag durch den telekommunikativen Austausch von Willenserklärungen abzuschließen. Dies führt speziell in den Fällen zu einer Zeitersparnis, in denen rasch die ersten Geschäfte abgeschlossen werden sollen und der Rahmenvertrag zu mehr Rechtssicherheit führen soll.
- 224 Hier bietet sich zum einen die (qualifizierte) elektronische Form an, für die jedoch gewisse organisatorische Voraussetzungen erfüllt sein müssen, um das elektronische Dokument mit einer qualifizierten elektronischen Signatur i.S.v. Art. 3 Nr. 12, 25 ff. der Verordnung (EU) Nr. 910/2014⁶⁶ versehen zu können.⁶⁷ Sofern die Parteien dieses sehr effiziente System nicht benutzen wollen und sich die Zahl der Transaktionen in Grenzen hält, können die Unterschriftenseiten der jeweils anderen Partei grundsätzlich auch beispielsweise per E-Mail als PDF-Datei oder per Telefax übermittelt werden. Gemäß § 127 II BGB genügt zur Wahrung der durch Rechtsgeschäft bestimmten Form die telekommunikative Übermittlung von Willenserklärungen, soweit nicht ein anderer Wille anzunehmen ist.⁶⁸ Dass die Unterzeichnung der Parteien nicht auf derselben Urkunde

66 Verordnung (EU) Nr. 910/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 über elektronische Identifizierung und Vertrauensdienste für elektronische Transaktionen im Binnenmarkt und zur Aufhebung der Richtlinie 1999/93/EG, ABl. EU Nr. L 257/73 vom 28.08.2014 („eIDAS-VO“).

67 Vgl. § 126a BGB. Wer mit einer qualifizierten elektronischen Signatur am Rechtsverkehr teilnehmen will, muss die für die Speicherung und Anwendung des Signaturschlüssels geeignete Soft- und Hardware besitzen und bei einem Zertifizierungsdiensteanbieter ein qualifiziertes Zertifikat beantragen; vgl. *Einsle*, in: MünchKomm-BGB, Band 1, 8. Aufl. 2018, § 126a Rn. 3 ff.; *Ellenberger*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 126a Rn. 3 ff. Vgl. zum Verhältnis des (vormals in Deutschland maßgeblichen und durch Art. 50 I eIDAS-VO aufgehobenen) Signaturgesetzes zur eIDAS-Verordnung sowie zu den Arten elektronischer Signaturen von *Primaczenko/Frohn*, in: BeckOGK, Stand: 01. 11. 2020, § 126a BGB Rn. 8 ff.

68 Die Diskussion um Formerfordernisse für deutsche und internationale Verträge hat während der weltweiten Einschränkungen im Zuge der COVID-Krise große Bedeutung erlangt, da übliche Wege der Unterzeichnung von Verträgen kurzfristig nicht

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

erfolgt, ist hierbei unschädlich. Werden über einen Vertrag mehrere gleichlau-
tende Urkunden aufgenommen, so genügt es, wenn jede Partei die für die
andere Partei bestimmte Urkunde unterzeichnet.⁶⁹

Was den Inhalt von Geschäftsabschlüssen betrifft, sind die Marktteilnehmer
bemüht, durch eine gewisse Vereinheitlichung den Handel zu erleichtern. EFET
hat daher bereits vor längerer Zeit eine Initiative gestartet, um durch die Einführung
einheitlicher und offener Standards die Effizienz des Energiehandels im
Bereich Strom und Gas zu steigern. Hierzu hat EFET Electronic Confirmation
Matching Standards⁷⁰ veröffentlicht, die genaue Vorgaben für die Struktur und
den Inhalt von elektronischen Confirmations enthalten. Dazu gehört die Ein-
führung spezieller Referenz-Codes, die beispielsweise die einzelnen Vertrags-
parteien identifizieren oder den betroffenen Markt eindeutig beschreiben. Diese
Codes sind zwar grundsätzlich auf elektronische Korrespondenz zugeschnitten,
können aber auch für andere Kommunikationswege genutzt werden. Nach er-
folgreicher Implementierung des standardisierten Confirmation-Prozesses soll
die Standardisierung auf weitere Bereiche wie Scheduling und Logistics, Clea-
ring und Settlement und Quotierung ausgedehnt werden.

c) Rahmenvertrag/Bestätigungen

Auf Grundlage eines **Rahmenvertrages** können die Vertragspartner mit gerin-
gem Aufwand Einzeltransaktionen („Individual Contracts“) vereinbaren. Dies
geschieht auf Basis kurzer **Bestätigungen** („Confirmations“), die lediglich die
Eckdaten der Transaktion enthalten und ohne weitere juristische Beratung di-
rekt von den Händlern ausgefüllt werden können. Erst der Abschluss von Ein-
zeltransaktionen gibt den Bestimmungen im Rahmenvertrag einen Anwen-
dungsbereich und führt so zu vertraglichen Hauptleistungspflichten (Strom-
menge, Preis, Lieferzeit). Sämtliche unter dem Rahmenvertrag abgeschlossenen
Einzeltransaktionen bilden einen einheitlichen Vertrag (§ 1.1 S. 2 EFET-
Strom).⁷¹

mehr zur Verfügung standen. Sieh zu den generellen vertraglichen Formerfordernissen nach deutschem Recht und zu den Themen elektronische Form (§ 126a BGB), Textform (§ 126b BGB) und vereinbarte Form (einschließlich der telekommunikati-
ven Übermittlung von schriftformbedürftigen Willenserklärungen) (§ 127 BGB) bei-
spielsweise *Hecht*, bzw. *Wollenschläger* bzw. *Primaczenko/Frohn*, in: BeckOGK, Stand:
01. 11. 2020, §§ 126, 126a, 126b und 127 BGB.

69 Vgl. § 126 II 2 BGB. Es sollte jedoch darauf geachtet werden, dass bei einer telekom-
munikativen Übermittlung eine dem § 126 BGB entsprechende Beurkundung nach-
träglich verlangt werden kann (§ 127 II 2 BGB), d. h. jede Partei kann die Nachholung
einer eigenhändigen Unterschrift verlangen. Diese dient jedoch lediglich Beweiszwecken
und ist für die Gültigkeit des Rechtsgeschäfts ohne Bedeutung.

70 eCM, Version 4.0.1 final vom Juli 2011, abrufbar unter [https://www.efet.org/Files/Documents/Standardisation/IT%20-%20Electronic%20Data%20Exchange%20-%20Standards/eCM%20-%20electronic%20Confirmation%20Matching/EFET%20ECM_v_4.0.1_final%20\(3\).doc](https://www.efet.org/Files/Documents/Standardisation/IT%20-%20Electronic%20Data%20Exchange%20-%20Standards/eCM%20-%20electronic%20Confirmation%20Matching/EFET%20ECM_v_4.0.1_final%20(3).doc) (29. 12. 2020).

71 Zum Single-Agreement-Konzept siehe Rn. 234 ff.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

d) Long-Form-Confirmations

- 227 In der Praxis gibt es immer wieder die Situation, dass zwei Parteien zunächst lediglich ein Geschäft abschließen und eine laufende Handelsbeziehung gar nicht oder erst später begründen wollen. In diesen Fällen wird es oft als nicht nötig oder aus zeitlichen Gründen als nicht möglich angesehen, einen kompletten Rahmenvertrag auszuhandeln, dessen Abschluss sich oft lange hinzieht und der insgesamt auf die Regelung einer laufenden Handelsbeziehung ausgelegt ist. In der Praxis haben sich daher so genannte „**Long-Form-Confirmations**“ etabliert, für die es keine offiziellen Vertragsmuster gibt⁷² und die in der Praxis in jedem Fall genau geprüft werden sollten. Bei solchen Long-Form-Confirmations (auch „Single-Trade-Agreements“) handelt es sich um Verträge, die alle generellen Punkte (die sonst im Rahmenvertrag geregelt sind) sowie alle speziellen Punkte der Transaktion (die sonst in Confirmations geregelt sind) abdecken wollen. Häufig werden hier als Grundlage existierende Muster von Einzelbestätigungen benutzt, die dann um bestimmte Elemente des Rahmenvertrages erweitert werden. Üblicherweise ist auch eine Klausel enthalten, die darauf verweist, dass im Übrigen der Rahmenvertrag, z. B. EFET-Strom, anwendbar ist und als in den Vertrag einbezogen gelten soll. Problem hierbei ist, dass EFET-Strom den Parteien die Regelung von Punkten an wichtigen Stellen zur Wahl stellt. Solche Passagen sind im EFET-Strom (und EFET-Gas) durch Unterstreichungen gekennzeichnet und bedürfen einer Entscheidung der Parteien.⁷³ Bei pauschalen Verweisen auf den Rahmenvertrag werden solche zu entscheidenden Punkten teils übersehen, teils bewusst offengelassen. Das Risiko hierbei ist, dass in Long-Form-Confirmations wichtige Punkte unter Umständen nicht geregelt werden. Ein besonderes Risiko entsteht dann, wenn die Voraussetzungen für ein wirksames Netting nicht geschaffen und in der Insolvenz einer Partei Positionen aus mehreren Handelsgeschäften (sofern mehrere Geschäfte abgeschlossen wurden) nicht wirksam aufgerechnet werden. Parteien versuchen dieses Risiko dadurch zu mindern, dass in Long-Form-Confirmations oft die Pflicht aufgenommen wird, binnen einer bestimmten Frist einen Rahmenvertrag auszuhandeln. Sofern bei einem später vereinbarten EFET-Strom beispielsweise § 1.2 EFET-Strom (oder EFET-Gas) für anwendbar erklärt wird, würden auch solche vorher abgeschlossenen und eventuell noch laufenden Geschäfte durch die Bestimmungen des Rahmenvertrages gedeckt und in den Netting-Verbund mit einbezogen. Diese Tatsache wird von den Parteien als risikominderndes Element angesehen, setzt aber natürlich voraus, dass ein Rahmenvertrag überhaupt zustande kommt. Soll auch das Risiko des Nichtzustandekommens ausge-

72 Dies trifft zumindest für die von EFET bereit gestellten Verträge sowie für den DRV zu; für den Bereich des Emissionshandels gibt es einen Mustervertrag der IETA, der auf dem Long-Form-Confirmation-Konzept basiert („Emissions Allowances Single Trade Agreement for the EU ETS“; Version 6.0 vom 19.06.2020, abrufbar unter: <https://www.ietac.org/Trading-Documents> (17.12.2020)).

73 Diese Punkte werden in der Anpassungsvereinbarung aufgegriffen; hierzu gehören beispielsweise § 3.4 EFET (Authorised Persons), § 10.4 EFET (Automatic Termination) und § 13.3 EFET (Payment Netting).

schlossen werden, kann beiden Parteien ein Rücktrittsrecht eingeräumt werden. Bis dahin besteht jedoch die Rechtsunsicherheit, dass der Vertrag lückenhaft und insbesondere mangels eines verknüpfenden Rahmenvertrages ein Netting mehrerer Transaktionen nicht wirksam vereinbart ist.

e) *Individuelle Verträge*

Trotz der Tendenz zur zunehmenden Standardisierung durch Rahmenverträge gibt es auch im Handelsbereich weiterhin nicht standardisierte Handelsverträge, die spezielle Konstellationen abdecken. Hierzu gehören zum einen Handelsverträge auf dem Großkundenmarkt, die beispielsweise Bandlieferungen oder Fahrplanlieferungen zum Inhalt haben oder Lieferverträge an Weiterverteiler, die eine Vollversorgung sicherstellen sollen.⁷⁴ Auf diese Vertragstypen soll hier nicht näher eingegangen werden.

228

II. Vertragsrechtliche Aspekte typischer OTC-Verträge am Beispiel der EFET-Rahmenverträge

1. Gang der Darstellung

Im Folgenden soll ein Überblick über die hauptsächlichen Bestimmungen gebräuchlicher Rahmenverträge gegeben werden. Der Schwerpunkt liegt dabei auf EFET-Strom bzw. EFET-Gas. Sofern nur von „EFET“ gesprochen wird und sich der Wortlaut von EFET-Strom und EFET-Gas nicht wesentlich unterscheidet, ist die entsprechende Norm in beiden Verträgen gemeint. Daneben soll aber auch immer wieder auf DRV und ISDA verwiesen werden. Dieser Verweis ist zum einen wegen der Bedeutung dieser Rahmenverträge im Derivatebereich notwendig. Zum anderen dient dies aber auch dem Verständnis einzelner Passagen der EFET-Verträge, die sich nur vor dem Hintergrund der Entstehungsgeschichte dieser Musterverträge aus dem Finanzbereich voll erschließen sowie der Information über mögliche alternative Formulierungen für bestimmte Regelungsbereiche.

229

Wegen der Vielzahl der Bestimmungen soll dies keine abschließende Kommentierung der Rahmenverträge, sondern ein Überblick über wichtige und typische Klauseln sein. Zum einen wird der Schwerpunkt auf in der Praxis häufig diskutierten Bestimmungen liegen.⁷⁵ Zum anderen sollen aber auch besonders risikante und manchmal unterschätzte Passagen näher beleuchtet werden. Um das Verständnis des Textes zu erleichtern, sind einige der besprochenen Vertragspassagen in den Fußnoten wiedergegeben. Da in aller Regel die englische Fas-

230

74 Vgl. hierzu *Neveling/Schönrock*, in: Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa: Öl, Gas, Strom, Derivate, Zertifikate, 4. Aufl. 2017, § 25 sowie *Schuster*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 11 Rn. 62 ff.

75 Zu den wesentlichen, verhandlungsrelevanten Regelungen des EFET-Rahmenvertrags siehe auch *Stuhlmacher/Sessel-Zsebik*, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 11, Rn. 173 ff.; *Dessau/Fischer*, in: Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa: Öl, Gas, Strom, Derivate, Zertifikate, 4. Aufl. 2017, § 24 Rn. 28 ff.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

sung der Rahmenverträge vereinbart wird, wurde dabei in der Regel auf die englische Version des EFET-Strom zurückgegriffen. Eine Ausnahme stellen Textbeispiele aus dem DRV dar, bei dem in der Regel die deutsche Version verbindlich ist.

2. Vertragsgegenstand und Anwendungsbereich

a) Vertragsgegenstand⁷⁶

- 231 Der EFET-Rahmenvertrag soll nach dem Willen der Parteien alle Geschäfte erfassen, die den Kauf und Verkauf sowie die Lieferung und Abnahme von Strom bzw. Gas sowie Optionen hierauf zum Gegenstand haben. Es wird gleichzeitig klargestellt, dass der Rahmenvertrag die jeweiligen Annexe sowie die Anpassungsvereinbarungen als Bestandteil beinhalten soll. Gleichzeitig wird auch vereinbart, dass die Bestimmungen des Rahmenvertrages Bestandteil jeder Individualvereinbarung sein soll. Auf diese Weise wird erreicht, dass der Rahmenvertrag, seine Anhänge und Individualvereinbarungen zu einem einheitlichen Vertrag verbunden werden.⁷⁷

b) Zeitlicher Anwendungsbereich⁷⁸

- 232 Der sehr weite Wortlaut von § 1.1 EFET⁷⁹ geht davon aus, dass alle zukünftig abgeschlossenen Geschäfte, die den Kauf und die Lieferung von Strom bzw. Gas zum Gegenstand haben, dem im Rahmenvertrag vereinbarten Regelwerk unterliegen sollen. Die Parteien sollten sich diese Weite des Vertrages vor Augen führen, wenn sie Geschäfte abschließen, bei denen sie annehmen, dass andere als die im Rahmenvertrag geltenden Regeln anwendbar sein sollen. Im Einzelfall könnte es sonst unbeabsichtigt zu konkurrierenden Vereinbarungen kommen, die diese weit gefasste Einbeziehung gerade vermeiden will. Von den

76 § 1.1 EFET-Strom – Subject of Agreement: „This General Agreement (which includes its Annexes and the election sheet („Election Sheet“)) governs all transactions the Parties shall enter into for the purchase, sale, delivery and acceptance of electricity, including Options on the purchase, sale, delivery and acceptance of electricity (each such transaction being an „Individual Contract“). All Individual Contracts and this General Agreement shall form a single agreement between the Parties (collectively referred to as the „Agreement“). The provisions of this General Agreement constitute an integral part of each Individual Contract.“; vgl. auch Nr. I II DRV: „Für jedes Geschäft, das unter Zugrundelegung dieses Rahmenvertrages abgeschlossen wird (nachstehend ‚Einzelabschluss‘ genannt), gelten die nachfolgenden Bestimmungen. [...].“

77 Zur Rechtsnatur der Rahmenvereinbarung vgl. Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 238 ff.

78 § 1.2 EFET-Strom – Pre-Existing Contracts: „If § 1.2 is specified as applying in the Election Sheet, each transaction between the Parties regarding the purchase, sale, delivery and acceptance of electricity, including Options on such transactions, entered into before the Effective Date but which remain either not yet fully or partially performed by one or both Parties, is deemed to be an Individual Contract under the Agreement.“; vgl. auch Nr. I II und Nr. II IV DRV.

79 § 1.1 EFET-Strom: „This General Agreement governs all transactions the Parties shall enter into [...].“

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Parteien wird üblicherweise nur gewollt sein, dass mündlich oder in kurzer schriftlicher Form abgeschlossene Energiehandelsgeschäfte einbezogen sind. Sofern Geschäfte abgeschlossen werden, für die andere Regeln gelten sollen, empfiehlt sich eine Klarstellung, dass dieses Geschäft nicht den Regeln des zwischen den Parteien existierenden Rahmenvertrages unterliegen soll. Zwar dürfte sich dies in vielen Fällen auch aus den Umständen des Vertragsabschlusses und einer Auslegung der Willenserklärungen ergeben. Eine Klarstellung hilft jedoch, Zweifelsfälle und eine unerwünschte ergänzende Einbeziehung des EFET zu vermeiden.

Sofern die Parteien darüber hinaus § 1.2 EFET für anwendbar erklären, gilt der Rahmenvertrag auch für in der Vergangenheit abgeschlossene Transaktionen. Die Vereinbarung dieser Klausel ist vor allem dann wichtig, wenn auf Grundlage von **Long-Form-Confirmations**⁸⁰ vor Abschluss des Rahmenvertrages Geschäfte geschlossen wurden. Ein weiterer Anwendungsbereich ist der Wechsel von Vorversionen eines Rahmenvertrages auf eine aktuellere Version. Insgesamt gilt der Grundsatz, dass es für die Homogenität und die Verwaltung eines Portfolios von Vorteil ist, wenn Geschäfte möglichst auf Grundlage der gleichen Rechtsregeln abgeschlossen werden. Dies hilft zum einen, abwicklungsrelevante Vorgänge, wie etwa Abschluss von Vereinbarungen, Rechnungserstellung, Zahlungs-Netting und Beendigungsgründe zu vereinheitlichen. Zum anderen wird hierdurch erreicht, dass auch vorhergehende Transaktionen unter einem Rahmenvertrag zusammengefasst und damit in den Netting-Verbund mit einbezogen werden.⁸¹

233

3. Single-Agreement-Konzept⁸²

Eine ganz typische Bestimmung in Rahmenverträgen für den Spot- und Derivatehandel im Finanz- und Commodity-Bereich ist die so genannte „**Single-Agreement-Klausel**“ (**Einheitsvertragsklausel**).⁸³ Hauptziel des Einheitsvertragskonzeptes (Single-Agreement-Konzeptes) ist es, alle Einzeltransaktionen

234

80 Siehe Rn. 227.

81 Zum Thema „Netting“ und Beendigung des Rahmenvertrages (einschließlich aller darunter zusammengefassten Einzelgeschäfte) im Falle der Insolvenz siehe Rn. 513 ff.

82 § 1.1 EFET; Nr. 1 II DRV; Section 1(c) ISDA.

83 Vgl. § 1.1 EFET-Strom – Subject of Agreement: „This General Agreement (which includes its Annexes and the election sheet („Election Sheet“)) governs all transactions the Parties shall enter into for the purchase, sale, delivery and acceptance of electricity, including Options on the purchase, sale, delivery and acceptance of electricity (each such transaction being an „Individual Contract“). All Individual Contracts and this General Agreement shall form a single agreement between the Parties (collectively referred to as the „Agreement“). The provisions of this General Agreement constitute an integral part of each Individual Contract.“; Nr. 1 II DRV („[...] Alle Einzelabschlüsse bilden untereinander und zusammen mit diesem Rahmenvertrag einen einheitlichen Vertrag (nachstehend der „Vertrag“ genannt); sie werden im Sinne einer einheitlichen Risikobetrachtung auf dieser Grundlage und im Vertrauen darauf getätig.“) und Section 1(c) ISDA („All Transactions are entered into in reli-

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

und das Master-Agreement zu einer Einheit zu verbinden. Hierdurch soll erreicht werden, dass im Insolvenzfall alle Einzelverträge nur gemeinsam beendet werden können. Gemeinsam mit den anderen Bestimmungen zum Thema Netting soll so sichergestellt werden, dass das Insolvenzverwalterwahlrecht hinsichtlich für die Masse günstiger Einzelverträge auf diese Weise nicht zum Zuge kommt. Die Single-Agreement-Klausel stellt somit einen wesentlichen Bestandteil und eine Voraussetzung der Bestimmungen zum Close-out Netting dar.⁸⁴

- 235 Eine bisher nur vereinzelt beachtete Frage,⁸⁵ die in ihrer Bedeutung aber nicht hoch genug eingeschätzt werden kann, ist, ob bzw. inwieweit das Single-Agreement-Konzept verlangt, dass ein Rahmenvertrag und die darunter abgeschlossenen Transaktionen auch schon vor der Insolvenz einer Partei zu einem einheitlichen Vertrag oder sogar zu einer einheitlichen Obligation zusammengefasst sein sollen. Sofern man das Einheitsvertragskonzept streng verstanden wissen möchte, könnte man argumentieren, dass Transaktionen als unselbständiger Teil einer Gesamtobligation zu sehen sind. Die Auffassung, dass hier nicht nur ein „Single Agreement“, sondern sogar eine „Single Obligation“ vorliegen soll, würde den einzelnen Transaktionen allerdings weitgehend ihre Selbständigkeit nehmen. Die Gesamtobligation würde sich mit jedem Neuabschluss bzw. jeder Beendigung einer Transaktion ändern. Ein solch weit verstandenes Einheitsvertragskonzept ist vor dem Hintergrund des deutschen Rechts nicht erforderlich.

ance on the fact that this Master Agreement and all Confirmations form a single agreement between the parties (collectively referred to as this „Agreement“), and the parties would not otherwise enter into any Transaction“).

- 84 Im deutschen Insolvenzrecht war das Single-Agreement-Konzept auch schon vor der Reform von § 104 InsO im Jahr 2016 in § 104 II 3 InsO a. F. verankert. Diese Bestimmung wurde in Netting Opinions zur Frage der Gültigkeit von Netting-Vereinbarungen häufig als Argument dafür benutzt, dass in Rahmenverträgen zusammengefasste Einzeltransaktionen wirksam durch vertragliche und an den Insolvenzantrag knüpfende Vereinbarungen genetet werden können, wenn und soweit nach § 104 II InsO a. F. sowieso ein gesetzlich angeordnetes Netting zum Zeitpunkt der Eröffnung des Insolvenzverfahrens eingreifen würde. Gemäß § 104 II 3 InsO a. F. galt: „Sind Geschäfte über Finanzleistungen in einem Rahmenvertrag zusammengefasst, für den vereinbart ist, dass er bei Vorliegen eines Insolvenzgrundes nur einheitlich beendet werden kann, so gilt die Gesamtheit dieser Geschäfte als ein gegenseitiger Vertrag im Sinne der §§ 103, 104.“ Das Konzept wurde in § 104 III 1 InsO beibehalten: „Werden Geschäfte nach Absatz 1 durch einen Rahmenvertrag oder das Regelwerk einer zentralen Gegenpartei im Sinne von § 1 Absatz 31 des Kreditwesengesetzes zu einem einheitlichen Vertrag zusammengefasst, der vorsieht, dass die einbezogenen Geschäfte bei Vorliegen bestimmter Gründe nur einheitlich beendet werden können, gilt die Gesamtheit der einbezogenen Geschäfte als ein Geschäft im Sinne des Absatzes 1.“
- 85 Ausführlich aus Sicht des englischen Rechts *Coleman*, BJIBFL 1994, 394–404, der im Ergebnis eher für eine weite Fassung des Konzeptes plädiert und die Konsequenzen einer weit verstandenen Einheitsvertragskonzeption auch anhand von Beispielen bespricht. Aus Sicht des deutschen Rechts vgl. *Benzler*, Nettingvereinbarungen im außerbörslichen Derivatehandel, Diss. Baden-Baden 1999, S. 132 f., der sich zu Recht für eine Reduktion der Bedeutung des Einheitsvertragskonzeptes auf Insolvenzfälle ausspricht. Zur Single Agreement-Klausel in der Insolvenz siehe vertiefend: *Fried*, in: *Zerey*, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 16 Rn. 9.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

derlich⁸⁶ und führt in vielerlei Hinsicht zu nicht sachgerechten Ergebnissen.⁸⁷ Aus Sicht des deutschen Rechts ist es ausreichend, dieses Konzept und den Vertragswillen dahingehend auszulegen, dass in Insolvenz- und anderen Gesamtbeendigungsfällen eine feste Verbindung gewollt ist. Dies sollte jedoch im Rahmen des laufenden Geschäftsbetriebes nicht in einer künstlichen und ungewollten Kollektivierung von Einzeltransaktionen resultieren. Transaktionen heißen im englischen Sprachgebrauch nicht umsonst „Individual Transactions“ und werden auch in der Praxis als solche behandelt.

4. Rangverhältnis Rahmenvertrag, Anpassungsvereinbarung und Einzelbestätigung⁸⁸

Die **Mehrstufigkeit der Vertragsarchitektur** macht es erforderlich, das Konsensverhältnis der Elemente Rahmenvertrag, Anpassungsvereinbarung und Einzelbestätigung klarzustellen. Nach der in § 2.2 EFET festgelegten Hierarchie soll das spezielle dem generellen Regelwerk vorgehen. Aus diesem Grund verdrängen Vereinbarungen in der Bestätigung solche in der Anpassungsvereinbarung und im Rahmenvertrag, während die Anpassungsvereinbarung dem Rahmenvertrag vorgeht. In der Praxis stellt diese logische Hierarchie sicher, dass alle in der Einzelbestätigung getroffenen Vereinbarungen Gültigkeit haben und den generelleren Normen in der Anpassungsvereinbarung oder im Rahmenvertrag vorgehen. In der Dokumentationspraxis bietet diese Hierarchie die Möglichkeit, sich für die Dokumentation von solchen Punkten, die für mehrere Transaktionen gelten sollen, zu entscheiden. Sofern bestimmte Vereinbarungen generell für alle Transaktionen gelten sollen, empfiehlt sich die Aufnahme einer entsprechenden Bestimmung in die Anpassungsvereinbarung, die den Inhalt des Rahmenvertrags abändert. Vereinbarungen, die nur für einzelne Transaktionen oder eine Gruppe von Transaktionen gelten sollen, können genauso gut auf der Ebene der Einzelbestätigungen dokumentiert werden.

236

-
- 86 § 104 II InsO fordert nur die einheitliche Beendigung bei Vorliegen eines Insolvenzgrundes, aber keine generelle, während der gesamten Laufzeit des Vertrages wirkende Verbindung.
 - 87 Streng genommen müsste z. B. bei der Geltendmachung von Ansprüchen aus einer Transaktion die sich aus allen Transaktionen zusammensetzende Gesamtobligation dargelegt werden. Auch bei Fragen der Abtretung, Beendigung oder Verjährung von Ansprüchen oder der Buchung von Einzeltransaktionen auf verschiedene Niederlassungen (bei Multi-Branche Rahmenverträgen) ist das Konzept der Gesamtobligation fraglich und führt zu nicht sachgerechten Ergebnissen. Sofern eine Transaktion z. B. gegen ein gesetzliches Verbot verstößt und deswegen nichtig oder nicht durchsetzbar ist, könnte dies unter Umständen alle Transaktionen betreffen und so die Gesamtobligation „infizieren“. „In the event of any inconsistency between the provisions of the Election Sheet and the other provisions of this General Agreement, the Election Sheet shall prevail. In the event of any inconsistency between the terms of an Individual Contract (whether evidenced in a Confirmation or by other means) and the provisions of this General Agreement (including its Election Sheet), the terms of the Individual Contract shall prevail for the purposes of that Individual Contract.“
 - 88 § 2.2 EFET-Strom – Inconsistencies; vgl. auch Nr. 2 III DRV; Section 1(b) ISDA.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

5. Vertragsschluss

a) Zustandekommen des Vertrages⁸⁹

- 237 Sowohl EFET als auch DRV gestatten, einzelne Transaktionen formfrei abzuschließen. Die Regelung soll der Eilbedürftigkeit der Geschäfte Rechnung tragen. Mengen, die beispielsweise am nächsten Tag geliefert werden sollen, können so ohne Zeitverzögerungen mündlich gehandelt werden. Diese im Finanz- und Warenhandel übliche Großzügigkeit hinsichtlich der Form des Geschäftsabschlusses ist juristisch ohne Weiteres möglich,⁹⁰ wegen ihrer Probleme hinsichtlich der Beweisbarkeit der Art und des Inhalts des Rechtsgeschäfts jedoch nicht unproblematisch. Neben der Möglichkeit, telefonische Geschäftsabschlüsse schriftlich zu bestätigen, gibt es die Option, die Telefonate der Händler mit deren Zustimmung und der Zustimmung der Vertragspartei aufzuzeichnen und falls notwendig für Beweiszwecke zu benutzen.⁹¹

b) Bestätigungen

- 238 Fernmündliche Vereinbarungen können durch einseitiges Übersenden einer **schriftlichen Bestätigung (Confirmation)**⁹² festgehalten werden. EFET stellt ausdrücklich klar, dass eine solche Bestätigung nicht Voraussetzung für den Abschluss eines wirksamen Vertrages sein soll. Sofern eine schriftliche Bestätigung erfolgt, soll sie im Wesentlichen in der Form sein, die der EFET-Vertrag selbst in Annex 2a-d vorsieht. Hier stellt sich die Frage, ob wesentlich abweichende Bestätigungen dieser vertraglichen Bestimmung zuwiderlaufen. Häufig sind Bestätigungen in vielen Details im Einzelnen ausgehandelt bzw. erweitert und weichen daher von den Vorschlägen des EFET erheblich ab. Angesichts der Hierarchie der Vertragselemente dürfte dies in aller Regel kein Problem sein. § 2.2 EFET stellt klar, dass Einzelbestätigungen den Bestimmungen des Rahmenvertrages vorgehen.

89 § 3.1 EFET-Strom – Conclusion of Individual Contracts: „Unless otherwise agreed between the Parties, Individual Contracts may be concluded in any form of communication (whether orally or otherwise) and shall be legally binding and enforceable from the time the terms of such Individual Contract are concluded.“; vgl. auch Nr. 2 I DRV.

90 Gemäß § 126 I BGB ist die Schriftform nur in den gesetzlich vorgeschriebenen Fällen bzw. gemäß § 127 I BGB in den rechtsgeschäftlich vereinbarten Fällen einzuhalten.

91 Gemäß § 23.1 EFET haben beide Parteien das Recht, Telefongespräche aufzuzeichnen und als Beweis zu benutzen; jede Partei bestätigt, dass die notwendige Zustimmung der Mitarbeiter vorliegt.

92 § 3.2 EFET-Strom – Confirmations: „In the event that an Individual Contract is not concluded in written form, both Parties shall be free to confirm, or have confirmed, in writing their understanding of the agreed terms of the Individual Contract (each such written confirmation constituting a „Confirmation“). A written Confirmation shall not constitute a requirement for a legally valid Individual Contract. A Confirmation shall contain the information stipulated in, and shall be substantially in the form of, the applicable confirmation sheet from among those attached to this General Agreement as Annex 2 a-d.“; vgl. auch Nr. 2 II DRV.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Wenn eine Vertragspartei eine Bestätigung für eine Transaktion erhält, hat sie diese sofort zu prüfen. Abweichungen der Bestätigung gegenüber dem mündlichen Vertrag sind dem Vertragspartner unverzüglich anzuseigen. Widersprüchliche Bestätigungen, die beide Vertragsparteien gleichzeitig schicken, sind als Widerspruchsbekundungen zu verstehen.⁹³

239

Obwohl die in § 3.3 EFET getroffenen Aussagen im Wesentlichen mit den Bestimmungen des deutschen Rechts über **kaufmännische Bestätigungsschreiben** im Einklang stehen und daher eher klarstellenden Charakter haben⁹⁴, lassen sie in ihrer Kürze für bestimmte Konstellationen Lücken, die durch die Prinzipien des kaufmännischen Bestätigungsschreibens zu füllen sind. So ist beispielsweise nicht geregelt, (1.) was gelten soll, wenn nicht unverzüglich geprüft wird bzw. Unkorrektheiten dem Absender des Bestätigungsschreibens nicht unverzüglich angezeigt werden, (2.) wie Fälle zu behandeln sind, bei denen die Bestätigung auf nicht geführten Verhandlungen beruht bzw. ganz wesentlich von den Verhandlungen abweicht, oder (3.) binnen welcher Fristen die Parteien eingegangene Bestätigungen prüfen und korrigieren müssen.

240

93 Siehe hierzu § 3.3 EFET-Strom – Objections to Confirmations: „Without prejudice to the provisions of § 3.2, if a Party receives a Confirmation, it shall promptly review the terms of such Confirmation and if they differ from its understanding of the terms of the applicable Individual Contract notify the other Party of any inconsistency without delay. If both Parties send a Confirmation without delay and their terms contradict, then each such Confirmation shall be deemed to be a notice of objection to the terms of the other Party's Confirmation.“ Erwähnenswert ist, dass der DRV sich in Nr. 2 II zwar mit der Ausfertigung von Einzelabschlüssen beschäftigt, und in Nr. 2 I DRV (1998/2001) auch die z. B. schriftliche, fernschriftliche, telegraphische oder telefaxbasierte Bestätigung von Einzelabschlüssen bzw. in Nr. 2 I DRV (2018) die Bestätigung von Einzelabschlüssen in „Textform oder sonstiger marktüblicher Weise“ erwähnt, ansonsten aber anders als EFET und ISDA keine Bestimmungen über den Austausch und die Prüfung von Einzelbestätigungen enthält. Es wird lediglich in Nr. 2 I DRV klargestellt, dass eine unterzeichnete Ausfertigung des Einzelabschlusses verlangt werden kann, diese jedoch keine Voraussetzung für die Rechtswirksamkeit des Abschlusses ist. Dies ist ein Beispiel des Prinzips des DRV, dann keine weiteren Einzelfallregelungen zu treffen, wenn sich solche aus dem Gesetz bzw. aus Handelsbräuchen ergeben.

94 So *Liesenhoff*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 10, Rn. 20, der den Vorteil dieser klarstellenden Wiederholung in der dadurch geschaffenen Transparenz sieht sowie in der Beseitigung der ansonsten eventuell im internationalen Rechtsverkehr entstehenden Rechtsunsicherheit; vgl. hierzu auch *Riewe*, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 238 ff.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- 241 Sofern die Voraussetzungen für kaufmännische Bestätigungsschreiben vorliegen⁹⁵, sind diese Fälle wie folgt zu behandeln:⁹⁶
- (1) Stimmen Bestätigungsschreiben und Verhandlungsergebnis überein, hat das Schreiben bloße Beweifunktion (deklaratorische Wirkung). Bei Abweichungen muss der Empfänger allerdings unverzüglich widersprechen. Widerspricht er nicht, wird der abweichende Inhalt des Schreibens Vertragsinhalt. Das Schweigen auf das Bestätigungsschreiben führt dann also zu einer Abänderung der ursprünglichen Vereinbarung.
 - (2) Haben die Parteien keine Verhandlungen geführt, braucht der Empfänger also nicht mit einem „Bestätigungsschreiben“ zu rechnen und es kommt auch durch das Schweigen kein Vertrag zustande. Wurden Verhandlungen geführt und ein Ergebnis erzielt, weicht das Bestätigungsschreiben aber vom Ergebnis ab, kommt der Vertrag mit diesem abweichenden Inhalt zustande bzw. wird entsprechend abgeändert. Dies gilt nur dann nicht, wenn der Absender das Verhandlungsergebnis bewusst unrichtig wieder gibt oder der Inhalt des Schreibens so erheblich von dem Verhandlungsergebnis abweicht, dass der Absender vernünftigerweise nicht mehr mit dem Einverständnis des Empfängers rechnen durfte.
 - (3) Ein Widerspruch gegen Abweichungen im Bestätigungsschreiben vom Verhandlungsergebnis muss unverzüglich nach Erhalt des Schreibens erfolgen. Die Rechtsprechung geht von einer Widerspruchsfrist von ein bis zwei Tagen aus. Auch drei Tage wurden noch als angemessen angesehen. Acht Tage sind demgegenüber zu lang. Besondere Umstände können die Frist verlängern. Angesichts der Standardisierung der Transaktionen durch den EFET, die eine schnelle Prüfung der Übereinstimmung ermöglicht, ist aber hier wohl eher von einer kurzen Frist auszugehen.
- 242 Es hat sich gezeigt, dass eine Reihe internationaler Marktteilnehmer ihren Trading Floor auf Grundlage **detailreich festgelegter Bestätigungsverfahren** auf Grundlage internationaler Rahmenverträge wie z.B. den Trading Terms and Conditions „NBP 97“ oder „ZBT 2004“ organisiert haben.⁹⁷ Diese ausführlichen Verfahren schließen zwar Lücken, die der ausdrückliche Text des EFET lässt, die aber meist auch ohne Klarstellungen durch die Regeln über kaufmännische Bestätigungsschreiben gedeckt wären. Die Unterschiede der Systeme führen bei Vertragsverhandlungen immer wieder zu Diskussionen. Das Aushandeln dieser Systeme ist meist sehr langwierig, da sie sich oft nur in Feinheiten unterscheiden.

95 Tatbestandsvoraussetzungen des kaufmännischen Bestätigungsschreibens sind: (1.) Die Parteien haben Vertragsverhandlungen geführt; (2.) der Absender geht von einem bereits mündlich abgeschlossenen Vertrag aus, dessen Inhalt bestätigt werden soll; (3.) das Bestätigungsschreiben nimmt auf die Verhandlungen Bezug und hat einen eindeutigen Inhalt und (4.) es geht dem Empfänger in zeitlich unmittelbarem Zusammenhang mit den Verhandlungen zu.

96 Zu weiteren Einzelheiten siehe beispielsweise *Pamp*, in: Oetker, HGB, 6. Aufl. 2019, § 38 ff.; *Schmidt*, in: MünchKomm-HGB, Band 5, 4. Aufl. 2018, § 346 Rn. 141–170a.

97 Diese Vertragsstandards gelten an den Gashandels-Marktplätzen in Zeebrugge (ZBT) bzw. am virtuellen englischen National Balancing Point (NBP); siehe hierzu Rn. 208.

den und jede Änderung zu einer Mischlösung führt, die nicht im Interesse der Parteien liegen kann, da sie im täglichen Geschäft bei einer Vielzahl von unterschiedlichen Vereinbarungen mit verschiedenen Vertragspartnern nur schwer darstellbar sein dürfte. Es empfiehlt sich daher, sich von vornherein auf ein System zu einigen. Sofern deutsches Recht auf den Rahmenvertrag Anwendung findet, spricht viel dafür, sich dank der ausführlichen Rechtsprechung zu kaufmännischen Bestätigungsschreiben auf dieses System zu verlassen und sich im Vertrag auf wesentliche Eckpunkte zu beschränken, wie dies in § 3.3 EFET der Fall ist.

c) *Zeichnungsberechtigte*

Eine weitere manchmal kontrovers diskutierte administrative Frage ist, ob sich die Parteien gemäß § 3.4 EFET dazu verpflichten sollen, stets aktualisierte **Listen bevollmächtigter Personen**⁹⁸ auszutauschen. Sofern sich die Parteien darauf einigen, dass § 3.4 EFET anwendbar sein soll, dürfen Einzelverträge nur von Personen verhandelt, bestätigt und unterschrieben werden, die ausdrücklich in einem Anhang zum Rahmenvertrag genannt sind. Um den Parteien eine gewisse Flexibilität zu erhalten, können diese Listen einseitig korrigiert werden, wobei solche Korrekturen erst mit Zugang der Mitteilung bei der anderen Partei wirksam werden.

Solche Listen **schaffen zwar Klarheit, begrenzen aber** gerade bei großen Handelshäusern die **Flexibilität** bei der kurzfristigen Umbesetzung des Trading Floors und führen zu einem hohen administrativen Aufwand.⁹⁹ Agieren Händler ohne Vertretungsmacht, sorgen (bei Anwendung deutschen Rechts) unter bestimmten Voraussetzungen die Grundsätze der Duldungs- und Anscheinsvollmacht für die erforderliche Rechtssicherheit. Diese Grundsätze sollen das berechtigte Vertrauen auf eine scheinbar bestehende Vollmacht schützen. Danach gilt Folgendes:

Eine **Duldungsvollmacht** liegt vor, wenn a) jemand als Vertreter auftritt, b) der Vertretene das Verhalten des Vertreters kennt, aber in zurechenbarer Weise nichts dagegen unternimmt, und c) der Geschäftspartner auf das Bestehen einer Vollmacht vertrauen darf. Eine **Anscheinsvollmacht** liegt demgegenüber vor, wenn a) der Vertretene das Auftreten des Dritten zwar nicht kannte, es aber bei pflichtgemäßer Sorgfalt hätte erkennen und verhindern können, und b) der Geschäftspartner nach Treu und Glauben von einer Bevollmächtigung ausge-

98 § 3.4 EFET-Strom – Authorised Persons: „If § 3.4 is specified as applying to a Party in the Election Sheet, Individual Contracts may be negotiated, confirmed and signed on behalf of that Party exclusively by those persons listed by it for such purposes as may be specified in an Annex to this General Agreement. Each Party may unilaterally amend and supplement in writing the list of persons currently authorised to act on its behalf at any time. Such amendments and supplements shall become effective upon their receipt by the other Party.“

99 *Dessau/Fischer*, in: Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa: Öl, Gas, Strom, Derivate, Zertifikate, 4. Aufl., 2017, § 24 Rn. 36; *Liesenhoff*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, Köln/Berlin/München 2006, Kapitel 10 Rn. 22.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

hen durfte. In beiden Fällen wird der Vertretene so behandelt, als hätte er die Vollmacht erteilt. Es kommt also ein Vertrag zwischen dem Vertretenen und der anderen Partei zustande.¹⁰⁰

- 246 Sofern eine **Liste zeichnungsberechtigter Personen** vereinbart wurde und der Handelnde nicht darauf verzeichnet ist, dürfte es dem Geschäftspartner in aller Regel sehr schwer fallen, über die Prinzipien der Duldungs- und Anscheinsvollmacht eine Zurechnung für den angeblich Vertretenen zu erreichen. Unter normalen Umständen wird ein Gericht das Vertrauen des Geschäftspartners auf das Bestehen einer Vollmacht als nicht gegeben ansehen, sofern eine Person, die nicht auf der Liste verzeichnet ist, sich als Vertreter ausgibt. Gleichwohl ist es jedoch denkbar, dass auch in solchen Fällen die Prinzipien der Duldungs- oder Anscheinsvollmacht einschlägig sein können. Wenn beispielsweise die Liste nicht regelmäßig gepflegt wird und nicht auf der Liste verzeichnete Personen mit einer gewissen Häufigkeit Geschäfte abschließen, die dem Vertretenen nach den oben genannten Voraussetzungen zuzurechnen sind, da er beispielsweise das Verhalten des Vertreters kennt ohne etwas dagegen zu unternehmen, bestünde unter Umständen kein Schutz für eine Zurechnung von Handlungen Dritter.
- 247 Ob diese Grundsätze zur Anwendung gelangen, wenn **mindestens eine Partei ihren Sitz im Ausland** hat, ist allerdings umstritten. Teilweise stellt die Rechtsprechung darauf ab, wo das Vertrauen geweckt wurde. Entscheidend sei insofern nicht etwa der „Ort der Bevollmächtigung oder das Domizil des Vollmachtgebers“, sondern „der Ort, an dem der Rechtschein entstanden ist und sich ausgewirkt hat“.¹⁰¹ Nach einer Ansicht im Schrifttum ist dagegen bei Distanzgeschäften (d.h. Geschäften, bei denen der Ort der Abgabe der Willenserklärung und der ihres Zugangs auseinanderfallen) – welche im Energiehandel in aller Regel vorliegen – stets den Ort der Abgabe der Erklärung des Vertreters maßgeblich, sowohl für die Anknüpfung einer rechtsgeschäftlichen Vollmacht als auch einer Rechtsscheinhaftung.¹⁰² Im Übrigen sind Vollmachten mit Blick auf Verkehrsschutzinteressen selbständig anzuknüpfen und unterliegen nicht automatisch dem Recht des zugrundeliegenden Rechtsgeschäftes.¹⁰³ Die Rechtswahl in

100 Vgl. zur Duldungs- und Anscheinsvollmacht *Ellenberger*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 172 Rn. 6 ff.; *Schubert*, in: MünchKomm-BGB, Band 1, 8. Aufl. 2018, § 305 Rn. 106 ff.; *Spellenberg*, in: MünchKomm-BGB, Band 12, 8. Aufl. 2020, Art. 8 EGBGB Rn. 148 ff.

101 Erstmals BGH, Urt. v. 09.12.1964 – VIII ZR 304/62, BGHZ 43, 21, 27 = NJW 1965, 487, 489.; so auch BGH, Urt. v. 05.02.2007 – II ZR 84/05, NJW 2007, 1529, 1530; OLG Karlsruhe, Urt. V. 25.07.1986 – 14 U 159/84, ZIP 1986, 1578, 1580; offengelassen in BGH, Urt. v. 24.11.1989 – V ZR 240/88, NJW-RR 1990, 248, 250; zuletzt zitiert vom BGH im Urteil des 5. Zivilsenats vom 20.07.2012 – V ZR 142/11, WM 2012, 1631–1635.

102 So etwa *Mankowski*, in: BeckOGK, Stand: 01.06.2020, Art. 8 EGBGB Rn. 350; vgl. zur Diskussion *Kieninger*, in: Ferrari/Kieninger/Mankowski u. a., Internationales Vertragsrecht, 3. Aufl. 2018, Art. 1 VO (EG) 593/2008 Rn. 27; *Spellenberg*, in: MünchKomm-BGB, Band 12, 8. Aufl. 2020, Art. 8 EGBGB Rn. 151 ff. jeweils m. w. N.

103 *Thorn*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Art. 8 EGBGB Rn. 2.

§ 22.1 EFET bestimmt daher nicht automatisch auch die Festlegung des auf Vollmachten anzuwendenden Rechts. Die Parteien könnten insoweit durch ausdrückliche und dem Vertreter sowie dem Vertragspartner entsprechend bekannt gemachte Wahl des Vollmachtsstatuts Klarheit schaffen (vgl. Art. 8 I EGBGB).

6. Hauptleistungspflichten

Die **Primärleistungspflichten** zur Lieferung und Abnahme von Strom bzw. Gas sowie die Primärpflichten für die entsprechenden Optionen sind in §§ 4 und 5 EFET niedergelegt.¹⁰⁴ Obwohl diese Bestimmungen naturgemäß für das Geschäft eine entscheidende Rolle spielen, sind sie nur äußerst selten Gegenstand von Verhandlungen zwischen den Parteien. Während EFET diese Pflichten in ihren Einzelheiten beschreibt, sind andere Rahmenverträge in diesem Punkt sehr neutral, um eine möglichst große Zahl verschiedener Arten von Geschäftsabschlüssen auf ihrer Grundlage zu ermöglichen. In Nr. 3 I DRV (2018) werden die Pflichten wie folgt beschrieben: „Jede Partei wird die von ihr geschuldeten Zahlungen und Lieferungen spätestens an den im Einzelabschluss genannten Fälligkeitstagen an die andere Partei erbringen.“¹⁰⁵ Auch das ISDA Master Agreement behält sich vor, mit einer abstrakten Beschreibung der Primärpflichten.

248

104 § 4 EFET-Strom – 1. Delivery and Acceptance: „In accordance with each Individual Contract, the Seller shall Schedule, sell and deliver, or cause to be delivered, and the Buyer shall Schedule, purchase and accept, or cause to be accepted, the Contract Quantity at the Delivery Point; and the Buyer shall pay to the Seller the relevant Contract Price [...].“; § 5 EFET-Strom – „1. Delivery and Acceptance Pursuant to an Option: When an Individual Contract provides for the purchase and sale of a physical option to buy electricity (a „Call Option“) or to sell electricity (a „Put Option“) (each, an „Option“), the seller of the Option (the „Writer“) grants to the purchaser of the Option (the „Holder“) the right, but not the obligation, by complying with certain designated procedures described below in this § 5, to require each Party to meet its respective obligations under § 4.1 for the delivery and acceptance of electricity in accordance with that respective Individual Contract.“ 2. Premium for the Option: „The Holder shall pay the Writer the Premium for the Option on or before the Premium Payment Date (and if no Premium Payment Date is designated in the terms of the Individual Contract, such Premium shall be due and payable on the fifth (5th) Business Day following the day on which the Parties entered into the Individual Contract). If the Option is Exercised, invoicing and payment of the Contract Price for the Contract Quantity shall be in accordance with § 13 (Invoicing and Payment) unless otherwise agreed [...].“; vgl. auch Nr. 3 I und II DRV sowie Section 2 (a) (ii) ISDA.

105 Weitere Details zu Primärpflichten, Definitionen und Einzelheiten der Berechnung etc. finden sich in den entsprechenden Anhängen und normalerweise auch in der Einzelbestätigung, die gewöhnlich noch einmal die Pflichten der Parteien ausdrücklich ausformuliert und einem Richter unzweideutig vor Augen führen würden, „wer von wem was und wann“ verlangen kann. Ein Zinsswap könnte beispielsweise folgende Formulierung enthalten: „Am Fälligkeitstag für variable Beträge kann Partei A von Partei B die Zahlung des variablen Betrages verlangen. Am Fälligkeitstag für Festbeträge kann Partei B von Partei A die Zahlung des Festbetrages verlangen.“; die konkrete Belegung der Begriffe würde sich dann aus der Einzelbestätigung ergeben.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

ten für eine Reihe verschiedener Geschäfte offen zu sein. Immerhin wird hier jedoch unterschieden, dass diese Pflichten in einer Zahlung oder, falls physische Abwicklung geschuldet ist, in einer Lieferung bestehen können.¹⁰⁶

a) EFET-Rahmenvertrag Strom (im Folgenden „EFET-Strom“)

- 249 Entsprechend den Bestimmungen des Rechts der Kaufverträge¹⁰⁷ bestimmt § 4.1 EFET-Strom, dass der Verkäufer sich verpflichtet, dem Käufer die Kaufsache zu übergeben, während sich der Käufer verpflichtet, die Kaufsache abzunehmen und den vereinbarten Preis zu bezahlen. Aufgrund der **Besonderheiten der Ware Strom** erweitert der EFET diese gesetzlichen Pflichten jedoch insoweit, als sowohl der Verkäufer als auch der Käufer die Pflicht haben, die entsprechenden Maßnahmen für den Transport der Elektrizität zu ergreifen. Erwähnenswert ist, dass ausdrücklich gesagt wird, dass die Lieferpflicht nicht nur durch eigene Lieferungen, sondern auch durch Lieferungen Dritter erfolgen kann, was gerade bei Großhändlern regelmäßig der Fall ist.¹⁰⁸ Gleiches gilt für den Käufer, der nicht selbst abnehmen muss, sondern die Abnahme durch einen Dritten durchführen lassen kann. Darüber hinaus sind die Pflichten klar umrissen. Die vereinbarte Vertragsmenge („**Contract Quantity**“) muss zum vereinbarten Zeitpunkt am Lieferpunkt („**Delivery Point**“) übergeben werden. Dementsprechend übersichtlich sind auch die dem EFET beigefügten Musterbestätigungen, in die die Händler lediglich Zeit der Lieferung, Menge der Lieferung, Preis und Lieferbene/Lieferpunkt eintragen müssen.
- 250 Der einzige mit diesen Pflichten verbundene Begriff, der mit einer längeren Definition bedacht wurde, ist der Begriff der Lieferplanung bzw. Fahrplananmeldung, der im englischen Original mit „**Schedule**“ bezeichnet wurde. Dieser Begriff soll in möglichst vielen Jurisdiktionen die richtige Umschreibung der Handlungen geben, die für den Weitertransport bzw. die Übergabe der Elektrizität notwendig sind. In Deutschland sind hier, je nach Spannungsebene, die Vorgaben der Netzbetreiber zu beachten. Auf Hochspannungsebene sind dies vor allem die in den entsprechenden Bilanzkreisverträgen festgelegten Formalitäten und Abläufe.
- 251 Die Bestimmung der Hauptleistungspflichten wird durch § 6 EFET-Strom ergänzt. Hier werden aus **technischen Gründen** notwendige Bestimmungen getroffen, die sich auf die Stromstärke, Frequenz und Spannung beziehen oder klarstellen, dass eine ordnungsgemäße Messung des gelieferten Stroms stattfindet. Von besonderer Bedeutung ist auch § 6.3 EFET-Strom, der die Übertragung

106 Section 2 (a)(ii) ISDA. Wesentliche Details zu den Primärpflichten, Definitionen, Berechnungsmethoden etc. ergeben sich je nach Produkt aus den Anhängen (z. B. bei Warenaufnahmen aus den 2005 ISDA Commodity Definitions) und den Einzelbestätigungen. Anders als beim DRV ist bei Geschäften auf Basis der ISDA Dokumentation eine nochmalige ausdrückliche Ausformulierung der Primärpflichten in der Einzelbestätigung (siehe Beispiel in der vorhergehenden Fn.) nicht üblich.

107 Vgl. § 433 I und II BGB.

108 „[...] the seller shall schedule, sell and deliver, or cause to be delivered, [...].“

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

der Rechte und Pflichten hinsichtlich der vereinbarten Vertragsmenge regelt. Lieferung und Abnahme der Vertragsmenge sowie die Übertragung aller Rechte vom Verkäufer auf den Käufer haben frei von Rechten Dritter an der Übergabestelle zu erfolgen.

EFET lässt über die Vereinbarung der Lieferung und Abnahme von Strom hinaus auch **Optionsgeschäfte** zu. Musterbestätigungen finden sich wiederum im Anhang zum EFET.¹⁰⁹ Die Gestaltungsmöglichkeiten ergeben sich hierbei aus § 5.1 EFET-Strom. Sofern einem Vertragspartner das Recht eingeräumt wird, eine bestimmte Menge Strom oder Gas in der Zukunft zu einem bestimmten Preis einzukaufen, spricht man von einer Kaufoption (**Call Option**). Sofern das Recht eingeräumt wird, eine bestimmte Menge Strom oder Gas zu verkaufen, spricht man von einer Verkaufsoption (**Put Option**). Die Partei, die das Recht einräumt, wird auch Optionsverkäufer („**Writer**“) oder Stillhalter genannt; die Person, die das Recht erwirbt, wird auch Optionskäufer („**Holder**“) oder Inhaber genannt.

Für die Einräumung dieses Rechts hat der Käufer die vereinbarte Prämie zu zahlen (§ 5.2 EFET-Strom). Die vereinbarte Frist für die Ausübung der Option (so genannte Ausübungsfrist; „Exercise Period“) bestimmt, wann der Käufer von der Option Gebrauch machen kann. Sofern Optionen jederzeit während der Laufzeit des Vertrages ausgeübt werden können, spricht man von amerikanischen Optionen. Sofern die Optionen lediglich am Ende der Laufzeit des Vertrages ausgeübt werden können, spricht man von europäischen Optionen.¹¹⁰ Der EFET (§ 5.3 EFET-Strom) macht hinsichtlich der Ausübungsfristen keine weiteren Vorgaben und überlässt die Vereinbarung des Typs der Option dem Wortlaut der Confirmations. Es wird lediglich klargestellt, dass Ausübungsmitteilungen schriftlich oder mündlich gemacht werden können und unwiderruflich sind. Es ist lediglich zu beachten, dass die Ausübungsmitteilung nicht per E-Mail gemacht werden kann und bei mündlichen Mitteilungen eine Nachricht auf einem Anrufbeantworter nicht ausreichend ist. Mündliche Ausübungserklärungen sind schriftlich zu bestätigen, ohne dass dies jedoch eine Wirksamkeitsvoraussetzung der Ausübungserklärung wäre.

Erwähnenswert ist, dass **weder im DRV noch im ISDA Bestimmungen zu Optionsgeschäften enthalten** sind und sich insofern die Beschreibung der Primärpflichten auf die bereits oben (in diesem Abschnitt 6a) genannten generellen Aussagen beschränkt. Bei diesen beiden Verträgen hat man sich dafür entschieden, die notwendigen Regelungen in **ergänzenden Mustertexten** nieder-

252

253

254

¹⁰⁹ Siehe Annex 2C (Call Option) und Annex 2D (Put Option) zu EFET-Strom bzw. EFET-Gas.

¹¹⁰ Für Geschäfte auf Basis von ISDA-Verträgen findet sich eine Definition dieser Optionstypen (sowie von „Bermuda“-Optionen, die an mehreren bestimmten Tagen ausgeübt werden können) in Section 12.2 der 2006 ISDA Definitions. Entsprechende Bestimmungen zu den Optionstypen für DRV basierte Geschäfte enthalten Nr. 9(1) und (2) des Anhangs für Wertpapierderivate.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

zulegen.¹¹¹ Hervorzuheben ist, dass in den EFET-Rahmenverträgen anders als in den DRV-Produktanhängen¹¹² oder im ISDA-Rahmenvertrag¹¹³, keine Vorgaben darüber gemacht werden, unter welchen Umständen Optionen als automatisch ausgeübt gelten sollen. Im Finanzbereich sollen solche automatischen Ausübungsregeln sicherstellen, dass in Fällen, in denen die Ausübung der Option für den Inhaber offensichtlich günstig ist, von einer solchen Ausübung ausgegangen werden kann. Liegt beispielsweise bei einer Kaufoption der gegenwärtige Marktpreis über dem vereinbarten Preis, wird der Inhaber in aller Regel von der Option Gebrauch machen wollen. Sofern die Parteien dies vereinbaren, könnten daher in solchen Fällen die Regelungen des § 5 EFET dahingehend erweitert werden, dass amerikanische bzw. europäische Optionen am Ende der Ausübungsfristen als ausgeübt gelten, wenn der Marktpreis generell oder um einen bestimmten Prozentsatz über dem in der Option vereinbarten Kaufpreis liegt (bei einer Kaufoption) bzw. der Marktpreis unter dem vereinbarten Kaufpreis liegt (bei einer Verkaufsoption).

b) EFET-Rahmenvertrag Gas (im Folgenden „EFET-Gas“)

- 255 Die Ausformulierung der Hauptleistungspflichten in § 4 EFET-Gas entspricht, von einigen redaktionellen und technisch bedingten Unterschieden abgesehen, den Formulierungen im EFET-Strom. Eine dieser Besonderheiten des EFET-Gas ist, dass ein **Netting der Lieferverpflichtungen** möglich ist, sofern die Parteien dies vereinbaren.¹¹⁴ Voraussetzung hierfür ist, dass die Parteien diese Option vereinbart haben und entsprechende Lieferungen zur gleichen Zeit und am gleichen Lieferort erfolgen und beim Netzbetreiber für diesen Übergabepunkt entsprechend angemeldet werden können.
- 256 Auch im EFET-Gas spielt für die Fahrplananmeldung der Begriff **Schedule** eine zentrale Rolle. Um der Lieferplanung bzw. Fahrplananmeldung (Einstellung in den Fahrplan) in möglichst vielen Jurisdiktionen gerecht zu werden, ist die Beschreibung der Pflichten für die Anmeldung des Transports möglichst breit

111 Für den DRV enthält beispielsweise der Anhang für Rohwarengeschäfte die für alle Arten von Optionsgeschäften notwendigen Definitionen wie z. B. zur Ausübungsfrist, zum Ausübungstag, oder zum Ausübungzeitpunkt. Für den ISDA Rahmenvertrag finden sich die entsprechenden Definitionen in der umfangreichen Definitions-sammlung „2006 ISDA Definitions“.

112 Vgl. etwa Nr. 6 VI des Anhangs für Rohwarengeschäfte (2018): „Eine nicht ausgeübte europäische Rohwarenoption oder eine nicht ausgeübte oder nur teilweise ausgeübte amerikanische Rohwarenoption gilt als am Verfalltag und eine nicht ausgeübte Bermuda-Rohwarenoption gilt als am letzten der im Einzelabschluss für die Ausübung vereinbarten Tage ausgeübt, falls der Käufer im Falle der Ausübung der Option an diesem Tag ein Recht auf Erhalt eines Geldbetrages [...] hätte.“

113 Vgl. Section 13.8 der 2006 ISDA Definitions (Fallback Exercise) bzw. (falls gewählt) Section 13.7. der 2006 ISDA Definitions (Automatic Exercise); in beiden Fällen gilt, dass Voraussetzung für die automatische Ausübung u. a. ist, dass der Optionsinhaber um einen bestimmten Prozentsatz „in-the-money“ ist. Dies soll vermeiden, dass die Kosten der Abwicklung den Vorteil der Ausübung der Option übersteigen.

114 § 4.1(b) EFET-Gas.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

gehalten. Zur Erfüllung ihrer Pflichten haben Verkäufer und Käufer ihren Fahrplan mit einer „maßgeblichen Kennung“ („**Applicable Code**“) einzustellen.¹¹⁵

Auch EFET-Gas lässt, über die Vereinbarung der einfachen Lieferung und Abnahme von Gas hinaus, **Optionsgeschäfte** zu. Musterbestätigungen befinden sich in Annex 2c und d EFET-Gas. Struktur und Inhalt der möglichen Optionen entsprechen weitestgehend dem Inhalt der Optionsklausel in EFET-Strom.¹¹⁶

Aufgrund des Zieles des EFET-Rahmenvertrages, möglichst vielen Konstellationen gerecht zu werden, finden sich auch bei der **Beschreibung des Risikoübergangs** und der Pflichten im Zusammenhang mit der Messung der gelieferten Mengen keine ganz wesentlichen strukturellen Unterschiede. Insgesamt gibt es jedoch einige Detailpunkte, bei denen sich § 6 EFET-Gas aufgrund technischer Unterschiede zwischen Strom und Gas von EFET-Strom unterscheidet. Hierzu gehört beispielsweise, dass § 6.3 EFET-Gas hinsichtlich des Eigentumsübergangs am Lieferpunkt eine ausdrückliche Zusicherung des Verkäufers enthält, dass der Eigentumsübergang frei von Rechten Dritter geschieht. Was die Messung der Lieferung betrifft, wird auf die Gegebenheiten im Gasbereich eingegangen (z. B. Nominierung und Allokation). Hinsichtlich Gas, das von Qualitätsanforderungen abweicht (Off-Spec Gas), wird auf § 8a EFET-Gas verwiesen.¹¹⁷

Mit der zunehmenden Liberalisierung der Gasmärkte und der Schaffung virtueller Handelpunkte in verschiedenen europäischen Netzen haben Geschäfte für den **Handel von Gas an virtuellen Handelpunkten** (Virtual Trading Points; VTPs) erheblich an Bedeutung gewonnen. EFET hat dieser Entwicklung dadurch Rechnung getragen, dass für diese Handelpunkte Anhänge zum EFET-Gas entwickelt wurden.¹¹⁸ Anders als bei physischen Liefergeschäften wird hier nicht die tatsächliche Lieferung von Gas geschuldet, sondern die Umbuchung von Gasmengen, die sich bereits im entsprechenden Transportsystem befinden.¹¹⁹

Ein weiteres Produkt, das von EFET aufgrund entsprechender Nachfrage der Marktteilnehmer entwickelt wurde, ist ein Anhang zum EFET-Gas (Gas Capacity

¹¹⁵ Die maßgebliche Kennung ist entweder, im Falle des Käufers, die dem Empfänger durch den physisch nachgelagerten Transportnetzbetreiber verliehene Kennziffer oder, im Falle des Verkäufers, die dem Lieferanten durch den physisch vorgelagerten Transportnetzbetreiber verliehene Kennziffer (§ 4.2 (a) EFET-Gas).

¹¹⁶ Vgl. hierzu Rn. 395.

¹¹⁷ Ausführlich hierzu Rn. 271 ff.

¹¹⁸ Die einzelnen Anhänge finden sich online unter <https://efet.org/standardisation/standard-contracts-gas-power/gas-master-agreement-annexes/> (29.12.2020); siehe dazu auch die Auflistung in Rn. 208.

¹¹⁹ Zu weiteren Einzelheiten siehe Rn. 205 ff.; eine gute Beschreibung der Systematik und der relevanten Klauseln findet sich für den TTF Appendix in den EFET TTF Appendix Guidance Notes (Version 2.0) vom 20.09.2006, abrufbar unter <https://efet.org/Files/Documents/Downloads/TTF-Appendix-to-the-General-Agreement-Gas-2-0-Guidance-Notes-20-9-2006.pdf> (17.12.2020).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Appendix), der den **Handel von Transportkapazitäten** ermöglicht.¹²⁰ Der konkrete Inhalt der Rechte und Pflichten richtet sich nach den Gegebenheiten des jeweiligen Transportnetzes und dessen Regeln. Hiervon hängt es ab, ob (1) der Verkäufer dem Käufer die Transportkapazitäten (Nutzungsrechte gegenüber dem Netzbetreiber) selbst überträgt oder (2) lediglich die Ausübung des Rechts überlässt, Kapazitäten zu nominieren.

7. Leistungsstörung

a) *Nichterfüllung wegen höherer Gewalt*

aa) *Force Majeure*¹²¹

- 261 § 7 EFET beschreibt die Rechtsfolgen von Leistungsstörungen, die von der zur Leistung verpflichteten Partei nicht zu vertreten sind und basiert, wie es speziell bei Verträgen anglo-amerikanischen Ursprungs typisch ist, auf dem **Begriff der höheren Gewalt (Force Majeure)**. Der Anwendungsbereich ist weit gewählt und führt dazu, dass eine Partei, die aufgrund unvorhersehbarer, nicht vermeidbarer und von ihr auch nicht beeinflussbarer Ereignisse nicht ihren vertraglichen Pflichten nachkommen konnte, von ihren primären Leistungspflichten befreit ist. Hierunter fallen insbesondere allgemeine Störungen auf Seiten des relevanten Netzbetreibers.
- 262 Änderungsvorschläge zu den sehr knapp gehaltenen Regelbeispielen in § 7.1(a) und (b) EFET führen nicht selten zu langwierigen Diskussionen und einer **Verschiebung der** hier verankerten **allgemeinen Risikozurechnung**, die den Besonderheiten der physischen Erfüllung von Stromlieferverträgen gerecht werden soll. Ergänzende Klarstellungen sollten daher immer daraufhin geprüft werden, ob sie wirklich nur vom Grundgedanken gedeckte Fälle konkretisieren oder ob sie den Anwendungsbereich verändern. Im zweiten Fall ist Zurückhaltung geboten, will man sich nicht auf schwierige und nur hypothetische Fälle betreffende Einzelfalldiskussionen einlassen. Zudem gilt hier, wie auch bei an-

120 Gas Capacity Appendix (FLUXYS/GRTGAZ) (Version 1.0 vom 31. 12. 2008) to the EFET General Agreement Concerning the Delivery and Acceptance of Natural Gas, Versions 2.0/January 6, 2003 and 2.0 (a) May 11, 2007, abrufbar unter [https://efet.org/Files/Documents/Downloads/Dec_31_2008_Gas_Capacity_Appendix_\(Fluxys_GRTgaz\)_Election_Signature_and_Confirm.DOC](https://efet.org/Files/Documents/Downloads/Dec_31_2008_Gas_Capacity_Appendix_(Fluxys_GRTgaz)_Election_Signature_and_Confirm.DOC) (17. 12. 2020).

121 § 7 EFET-Strom –
1. Definition of Force Majeure: „Unless otherwise specified in the Election Sheet, for purposes of the Agreement „Force Majeure“ means an occurrence beyond the reasonable control of the Party claiming Force Majeure (the „Claiming Party“) which it could not reasonably have avoided or overcome and which makes it impossible for the Claiming Party to perform its delivery or acceptance obligations, including, but without limitation, due to one or more of the following:
(a) the failure of communications or computer systems of the relevant Network Operator(s) which prevents the Claiming Party from performing its obligations of delivery or acceptance; or
(b) the relevant Network Operator’s suspension of delivery or acceptance or its disregard of the Claiming Party’s obligations with regard to Scheduling under the Individual Contract. [...].“

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

deren Punkten, dass in einer typischen Handelsbeziehung jede der Parteien von Fall zu Fall als Käufer oder Verkäufer auftritt. Ob die Partei, die eine Erweiterung des Anwendungsbereiches verlangt, auch von einer Verschiebung dieser Risikozurechnung profitieren würde, ist daher in der Regel nicht abzusehen.

Sofern eine Partei ihren Pflichten aufgrund höherer Gewalt nicht nachkommen konnte, wird sie weitestgehend **von** ihren **Liefer- bzw. Abnahmepflichten** unter dem oder den betroffenen Einzelgeschäft(en) **befreit**. Logische Folge ist, dass auch die andere Partei von ihren Gegenleistungspflichten freigestellt wird und nicht mehr zu leisten braucht (§ 7.4 EFET). Trotz gewisser Mitteilungs- und Schadensminderungspflichten sowie einer Begrenzung der Wirkungen der höheren Gewalt auf den Zeitraum, währenddessen sie anhält (vgl. hierzu § 7.2 und § 7.3 EFET), sind ihre Wirkungen recht weitgehend. Zu beachten ist, dass die Befreiung von der Leistungspflicht nicht automatisch eintritt, auch wenn der Wortlaut des § 7.1 EFET dies nahelegt. Vielmehr muss sich eine Partei gegenüber der Gegenseite ausdrücklich darauf berufen, dass ein Fall höherer Gewalt vorliegt, und sie muss auch die weiteren Vorgaben des § 7.3 EFET erfüllen.

263

bb) Begriff der höheren Gewalt im BGB und in § 7 EFET

Für den Begriff der höheren Gewalt gibt es **keine allgemeingültige Definition**. Im BGB wird er in unterschiedlichen Zusammenhängen benutzt (z. B. bei der Verjährung – § 206 BGB und dem Ausschluss der Ersatzpflicht des Gastwirts – § 701 III BGB) und kann in Nuancen auch einen unterschiedlichen Inhalt haben. Anerkannt ist, dass es sich um ein unvorhersehbares Ereignis handeln muss, das auch bei äußerster, vernünftigerweise noch zu erwartender Sorgfalt, nicht abwendbar war. Teilweise wird zusätzlich vorausgesetzt, dass der Hinderungsgrund ein von außen kommendes, also außerhalb des Einflussbereiches einer Partei liegendes Ereignis ist. Dies wird insbesondere bei der Verwendung des Begriffs im BGB und im Haftpflichtgesetz angenommen.¹²² Auch, wenn vereinbart wurde deutsches Recht auf EFET anzuwenden, steht es den Parteien frei, zu vereinbaren, was als höhere Gewalt gelten soll.

264

122 Vgl. so etwa zur haftungsauschließenden höheren Gewalt i. S. v. § 701 III BGB *Henssler*, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 8. Aufl. 2020, § 701 Rn. 34; *Wiese*, in: Schulze, BGB, 10. Aufl. 2019, § 701 BGB Rn. 8; restriktiver etwa *Jüchser*, in: BeckOGK, Stand: 01. 12. 2020, § 701 BGB Rn. 57 der unter den Begriff der höheren Gewalt allein „unvorhersehbare Naturereignisse und [...] Schäden in Folge von Krieg, Terrorismus, Tumultschäden oder Naturkatastrophen“ fasst. Vgl. zur in st. Rspr. praktizierten Auslegung des Begriffs der höheren Gewalt i. S. d. HPflG etwa BGH, Urt. v. 16. 10. 2007 – VI ZR 173/06, NZV 2008, 79, 80; Urt. v. 17. 02. 2004 – VI ZR 69/03, NJW-RR 2004, 959, 962 „betriebsfremdes, von außen durch elementare Naturkräfte oder durch Handlungen dritter Personen herbeigeführtes Ereignis, das nach menschlicher Einsicht und Erfahrung unvorhersehbar ist, mit wirtschaftlich erträglichen Mitteln auch durch äußerste, nach der Sachlage vernünftigerweise zu erwartende Sorgfalt nicht verhütet oder unschädlich gemacht werden kann und auch nicht wegen seiner Häufigkeit vom Betriebsunternehmen in Kauf zu nehmen ist“; sowie *Vogler*, in: BeckOGK, Stand: 01. 10. 2020, § 1 HPflG Rn. 83 ff. m. w. N.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- 265 § 7 EFET spricht jedenfalls nur von einem Ereignis „beyond the reasonable control“, also einem von der Partei nicht beherrschbaren Hindernis. Dies spricht für eine weite Auslegung der Bestimmung, so dass z. B. auch Betriebsstörungen einer Partei erfasst werden können.

cc) Verhältnis zum Leistungsstörungsrecht

- 266 Auch wenn es in einigen Nuancen sicherlich Unterschiede geben wird, decken sich die im EFET vereinbarten Rechtsfolgen grundsätzlich mit den ansonsten anwendbaren **Rechtsfolgen einer Unmöglichkeit** auf Grundlage des BGB. Abhängig vom Einzelfall sollte jedoch beachtet werden, dass das System der Leistungsstörungen nach den Regeln des BGB insoweit anwendbar bleibt, als der EFET keine abweichenden Regelungen trifft. Auch wenn im EFET bestimmte Vereinbarungen getroffen werden, sind parallel unter Umständen gesetzliche Vorgaben für die Befreiung von Gegenleistungen bzw. Rücktrittsrechte zu beachten, sofern die betreffenden EFET-Klauseln als AGB zu qualifizieren sind.¹²³

b) Rechte bei Nichtlieferung und Nichtabnahme

aa) EFET-Strom¹²⁴

- 267 § 8 EFET-Strom behandelt die **Rechtsfolgen für den Fall einer Nichtlieferung bzw. Nichtabnahme** der vertraglich vereinbarten Strommengen. Zu beachten

123 Sofern Klauseln als AGB gelten, sind beispielsweise Vorgaben des § 326 I BGB nicht und Vorgaben des § 326 II BGB nur eingeschränkt abdingbar. Eine individualvertragliche Abbedingung soll indes möglich sein. Vgl. hierzu etwa *Herresthal*, in: BeckOGK, Stand: 01.06.2020, § 326 BGB Rn. 41 ff. (für die Abbedingung von § 326 I BGB) und Rn. 45 ff. (für Abbedingung von § 326 II BGB).

124 § 8 EFET-Strom –

1. Failure to Deliver: „To the extent that the Party obliged to deliver electricity (the „Delivering Party“) fails to deliver the Contract Quantity in whole or in part in accordance with the terms of an Individual Contract and such failure is not excused by an event of Force Majeure or the other Party’s non-performance, the Delivering Party shall pay the other Party (the „Accepting Party“) as compensation for damages an amount for such quantity of undelivered electricity equal to the product of:
 - (a) the amount, if positive, by which the price, if any, at which the Accepting Party acting in a commercially reasonable manner is or would be able to purchase or otherwise acquire in the market the quantity of undelivered electricity exceeds the Contract Price; and
 - (b) the quantity of undelivered electricity. Such amount shall be increased by any incremental transmission costs and other reasonable and verifiable costs and expenses incurred by the Accepting Party as a result of the Delivering Party’s failure.“
2. Failure to Accept: „To the extent that the Accepting Party fails in whole or in part to accept the Contract Quantity in accordance with an Individual Contract and such failure is not excused by an event of Force Majeure or the other Party’s non-performance, the Accepting Party shall pay the Delivering Party as compensation for damages an amount for the quantity of non-accepted electricity equal to the product of:
 - (a) the amount, if positive, by which the Contract Price exceeds the price at which the Delivering Party is or would be able to sell the quantity of non-accepted electricity in the market acting in a commercially reasonable manner; and
 - (b) the quantity of the non-accepted electricity.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

ist, dass diese Bestimmung dann nicht anwendbar ist, wenn die entsprechende Leistung wegen höherer Gewalt nicht erbracht werden kann.¹²⁵ In beiden Fällen soll ein pauschalierter Schadensersatz auf Grundlage der in § 8.1 und § 8.2 EFET-Strom beschriebenen Formel berechnet werden. Grundlage der Berechnung ist die vereinbarte Menge bzw., sofern nur teilweise nicht geliefert bzw. nicht angenommen wird, der entsprechende Teil.

Bei Nichtlieferung hat die zur Lieferung verpflichtete Partei einen Betrag zu ersetzen, der sich aus dem **Produkt der Fehlmenge** und der **Differenz zwischen dem vereinbarten und dem höheren Ersatzbeschaffungspreis** berechnet. Sofern eine Ersatzbeschaffung nicht vorgenommen wird, ist die nicht beliebte Partei trotzdem berechtigt, diesen hypothetisch errechneten Differenzbetrag zu verlangen.¹²⁶ Dieser Betrag wird durch eventuell erhöhte Übertragungskosten ergänzt sowie insbesondere um weitere nachweisbare Kosten, die der zu beliefernden Partei aufgrund der Nichtlieferung entstanden sind. Erwähnenswert ist, dass § 8.1 EFET-Strom der nicht liefernden Partei keinen Anspruch bzw. keine Reduktion ihrer Schadensersatzpflicht zubilligt, sofern die Ersatzbeschaffungskosten zum Vorteil des Käufers unter dem vereinbarten Preis liegen und sich dieser nun billiger eindecken kann.

Eine entsprechende Regelung gilt für **Fälle der Nichtannahme**. Hier wird die nicht angenommene Menge mit der Differenz zwischen dem vereinbarten Preis und dem Ersatzverkaufspreis multipliziert und mit erhöhten Übertragungskosten sowie weiteren verursachten Kosten addiert. Auch in diesen Fällen soll jedoch der vertragsbrüchigen Partei ein eventueller Gewinn, den die vertragsstreue Partei durch einen Ersatzverkauf des nicht angenommenen Stroms zu besseren Konditionen (d. h. höheren Preisen) erhält, nicht zugutekommen.

Ob es durch die vertragstreue Partei zu einer aktiven Ersatzbeschaffung bzw. einem aktiven Ersatzverkauf kommen kann, hängt von der **Dauer der Nichtlieferung bzw. Nichtabnahme** ab. Kurzfristige Differenzen zwischen Einspeisung und Ausspeisung werden durch den Netzbetreiber ausgeglichen, der bei Ausfall des Lieferanten Regelenergie bereitstellt und berechnet bzw. bei Ausfall des Abnehmers Differenzmengen abnimmt und vergütet. Nur bei längerfristigen Störungen besteht für die vertragstreue Partei die Möglichkeit, sich tatsächlich

Such amount shall be increased by any incremental transmission costs and other reasonable and verifiable costs and expenses incurred by the Delivering Party as a result of the Accepting Party's failure.”

125 Dies folgt aus § 8.1 und § 8.2 EFET-Strom und ist die logische Konsequenz aus der Befreiung von der Leistungs- oder Annahmepflicht in den Fällen höherer Gewalt (§ 7.2 EFET-Strom).

126 Vgl. den Wortlaut von § 8.1(a) EFET-Strom: „[...] is or would be able to purchase [...]“.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

selbst am Markt einzudecken bzw. auf eine hypothetische Ersatzbeschaffung bzw. einen Ersatzverkauf zu verweisen.¹²⁷

bb) EFET-Gas

- 271 Aufgrund der Tatsache, dass Gas je nach Herkunft einen bestimmten Energiegehalt hat und anders als Strom verunreinigt sein kann, kann es zu **Abweichungen** zwischen der vereinbarten und der gelieferten Kaufsache kommen.¹²⁸ Es ist die Pflicht des Verkäufers, sicherzustellen, dass das Gas an der Übergabestelle den Transportbestimmungen entspricht. Hierunter sind die qualitäts- und drucktechnischen Bestimmungen gemeint, die an der Übergabestelle für den Weitertransport im Netz gelten.
- 272 Sobald der Verkäufer davon Kenntnis erlangt, dass tatsächlich geliefertes oder zu lieferndes Gas Off-Spec Gas ist, hat er den Käufer zu benachrichtigen. Der Käufer kann sich dann entscheiden, ob er die Annahme dieses Gases verweigern möchte. Dies gilt jedoch grundsätzlich dann nicht, wenn der nachgelagerte Netzbetreiber bereit ist, das Off-Spec Gas vom Käufer abzunehmen.
- 273 Eine besondere Bedeutung für beide Parteien hat § 8a.5 EFET-Gas, der dem Käufer einen **Schadensersatzanspruch** gegen den Verkäufer gibt, sofern (auch) Off-Spec Gas geliefert wurde, (a) bevor der Käufer sich dessen bewusst war, (b) sofern der Käufer den Verkäufer über seine Annahmeverweigerung im Sinne des § 8.3 EFET-Gas benachrichtigt hat (hinsichtlich der noch gelieferten Mengen), bevor Konformität wiederhergestellt war oder (c) sofern der nachgelagerte Netzbetreiber das Gas akzeptiert, hierfür jedoch Kosten in Rechnung stellt.
- 274 In diesen Fällen hat der Verkäufer alle Schäden und Kosten zu ersetzen, die durch die betreffenden Off-Spec Gasmengen entstehen, sofern diese auf einem Anspruch des physisch nachgelagerten Netzbetreibers beruhen und auf Grundlage des zwischen dem Käufer und diesem Netzbetreiber abgeschlossenen Transportvertrages geltend gemacht werden. Sofern nichts Anderes vereinbart ist, ist diese Haftung des Verkäufers gegenüber dem Käufer nicht begrenzt.
- 275 Das **Risiko der unbegrenzten Haftung** führt bei Verhandlungen immer wieder zu Diskussionen über das System der Risikoverteilung innerhalb der Kette der involvierten Händler. Zum einen dürfte das Risiko des Verkäufers dadurch begrenzt sein, dass seine Entschädigungspflicht aus § 8a.5 EFET-Gas an einige

127 Vgl. zur Rolle des Netzbetreibers bei Nichtlieferung bzw. Nichtannahme in Handelsverhältnissen bereits Liesenhoff, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 10, Rn. 42; vgl. dazu auch Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 321 f.

128 Zwar ist auch bei Strom denkbar, dass die Lieferung nicht in der exakten Transportfrequenz oder Spannung erfolgt. In der Praxis dürfte dies jedoch, sofern eine Einspeisung technisch unter diesen Umständen überhaupt möglich ist, selten der Fall sein. Bei relevanten Abweichungen der Transportfrequenz oder Spannung läge aus netztechnischen Gründen eine Nichtlieferung vor; eine Lieferung von „Off-Spec“-Strom ist insofern ausgeschlossen. EFET-Strom enthält daher keine Klausel, die § 8a EFET-Gas entspricht. Vgl. hierzu Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 324 f.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Voraussetzungen geknüpft ist. Neben der Kausalität des Off-Spec Gases für Schäden oder Kosten spielt insbesondere die Gründung des Anspruches auf den Transportvertrag zwischen Käufer und nachgelagertem Netzbetreiber eine Rolle. Sollten hier Haftungsbeschränkungen gelten, würden diese mittelbar auch für den Verkäufer wirken. Sollten hier keine Haftungsbeschränkungen vereinbart sein, sollte der Verkäufer die entsprechenden Verträge mit seinen Vorlieferanten bzw. vorgelagerten Netzbetreibern genau prüfen. Sofern der Verkäufer Vorlieferanten bzw. vorgelagerte Netzbetreiber in Regress nehmen kann, stellt sich sein Risiko innerhalb der Lieferkette anders dar als in den Fällen, in denen er keine Dritten in die Pflicht nehmen kann.

Wenn **von den Qualitätsanforderungen abweichendes Gas** geliefert wurde, 276 sind die entsprechenden Mengen trotzdem voll zu bezahlen.¹²⁹ Diese auf den ersten Blick ungewöhnlich erscheinende Bestimmung rechtfertigt sich dadurch, dass den quantitativen Verpflichtungen durch die weiterhin anwendbaren Regelungen für Mengenabweichungen Rechnung getragen wird (§ 8.1 EFET-Gas) und dementsprechend auch nur die gelieferte Energiemenge zu bezahlen ist. Was die qualitativen Abweichungen betrifft, stellt dies und die Vermischung mit dem übrigen im Netz befindlichen Gas in erster Linie ein Problem des nachgelagerten Netzbetreibers dar. Er kann Off-Spec Gas ausdrücklich annehmen und mit eventuellen Kosten seinen Transportkunden belasten (der diese wie oben dargelegt vom Verkäufer verlangen kann). Sofern ohne bzw. gegen seinen Willen Off-Spec Gas eingespeist wurde, können diese Kosten ebenfalls liquidiert werden. Der generellen Zahlungspflicht des Käufers von Off-Spec Gas für gelieferte Energiemengen steht somit grundsätzlich eine **umfassende Schadensersatzpflicht des Verkäufers** gegenüber.

c) *Einstellung der Lieferung*¹³⁰

Sofern eine Partei ihren Zahlungspflichten oder der Pflicht zur Lieferung von Sicherheiten nicht nachkommt, hat die zur Lieferung von Strom oder Gas verpflichtete Vertragspartei das Recht, nach Ablauf von drei Geschäftstagen nach Absendung einer schriftlichen Mahnung die **Lieferung einzustellen**. Dieser Lieferstopp betrifft alle unter dem Rahmenvertrag geschlossenen Transaktionen. Die liefernde Partei kann ihren Lieferstopp solange aufrechterhalten, wie

129 § 8a.6 EFET-Gas.

130 § 9 EFET-Strom: „In addition to any other rights or remedies available to a Party (the „Non-Defaulting Party“), should a Party (the „Defaulting Party“) default on any payment that is due under the Agreement, or should it or its Credit Support Provider fail to provide, replace or increase the amount of any Performance Assurance required pursuant to the Agreement or any Credit Support Document, the Non-Defaulting Party shall be entitled, no earlier than three (3) Business Days after sending a written notice to the Defaulting Party to immediately cease further deliveries of electricity (and be released (and not merely suspended) from its underlying delivery obligations) under all Individual Contracts until such time as the Non-Defaulting Party, has received either the required collateral or full payment (including all applicable default interest and expenses) of all outstanding amounts owed to the Non-Defaulting Party.“

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

die geschuldeten Zahlungen bzw. die geschuldete Sicherheit nicht geleistet werden.

- 278 Da die **Frist mit Absendung der Mahnung beginnt**, wird teilweise für Zahlungen und insbesondere auch für die Bereitstellung von Sicherheiten eine **längere Frist** gefordert. Aufgrund der Berechnungsregeln für den Zugang von Mitteilungen sind beispielsweise bei Auslandszustellungen mit fünf Geschäftstagen Fristen vorgesehen, die länger sind als die Frist zwischen Benachrichtigung und Liefereinstellung unter § 9 EFET.¹³¹ Im Interesse der Ausgewogenheit ist darauf zu achten, dass zum einen dem Risikoabsicherungsbedürfnis der vertragstreuen Partei Rechnung getragen wird, indem beispielsweise im Falle von Zahlungsausfällen die Pflicht zur weiteren Belieferung suspendiert wird. Andererseits ist es jedoch auch sachgerecht, der anderen Partei die Möglichkeit zur Reaktion und zur Ausräumung eventueller Missverständnisse zu geben.

d) *Zahlungsverzug*¹³²

- 279 **Verzugszinsen** werden bei Geschäften auf Grundlage des EFET ab dem Fälligkeitstag berechnet. Der Fälligkeitstag ist, sofern nichts Anderes vereinbart ist, der 20. Tag in dem Monat, der auf die Lieferung folgt bzw. der nächste Geschäftstag, sofern dieser Tag kein Geschäftstag ist. Um dem Käufer genügend Zeit zu geben, die Rechnungen zu prüfen, entstehen Verzugszinsen jedoch erst ab dem fünften Geschäftstag nach Zugang der Rechnung. Sollte dieser Tag nach dem 20. Tag im Monat liegen, werden Verzugszinsen erst ab diesem fünften Geschäftstag fällig.¹³³
- 280 Die Anpassungsvereinbarungen für EFET-Strom und EFET-Gas gehen von dem **Einmonats-EURIBOR am Fälligkeitstag** aus, der durch eine in Prozentpunkten ausgedrückte Marge zu ergänzen ist.¹³⁴ Aus der Formulierung zu § 13.5 EFET in

131 § 23.2 EFET-Strom; je nach Art der Versendung wird der Zugang entweder am selben Tag (bei Mitteilung per Fax zwischen 9 und 17 Uhr), am nächsten bzw. übernächsten Tag (bei Sendung per Boten bzw. Inlandspost) oder am fünften Geschäftstag (Auslandszustellung) vermutet. Aus diesem Grund empfiehlt es sich, Mitteilungen zunächst vorab z. B. per Fax zu schicken bzw. im EFET genannten Methoden vertraglich zu ergänzen (z. B. E-Mails oder Messaging-Systeme von Handelsplattformen).

132 § 13.5 EFET-Strom – Default Interest: „Overdue payments shall accrue interest from, and including, the Due Date to, but excluding, the date of payment, at the Interest Rate. For this purpose the „Interest Rate“ shall be the rate of interest specified in the Election Sheet.“; vgl. Nr. 3 IV DRV; Section 2(e) ISDA.

133 Vgl. § 13.2 EFET-Strom; weitere Einzelheiten zu Rechnungsstellung und Bezahlung siehe Rn. 336 ff.

134 EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) ist der auf dem Europäischen Geldmarkt übliche Referenzzinssatz, der von EMMI (European Money Markets Institute) veröffentlicht wird. Er wird täglich um 11 Uhr veröffentlicht. Weitere Einzelheiten sowie historische Zinssätze können unter: <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/euribor-rates.html> (17. 12. 2020) abgerufen werden. Die aktuellen, nur kostenpflichtig erhältlichen Werte, können lediglich von autorisierten Finanzinformationsanbietern bezogen werden (<https://www.emmi-benchmarks.eu/emmi/data-subscription-services.html>, 17. 12. 2020). Der EURIBOR unterfällt als kritische Benchmark der seit dem 1. Januar 2018 geltenden Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parla-

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

der Anpassungsvereinbarung wird nicht zweifelsfrei deutlich, ob EURIBOR auch dann vereinbart sein soll, wenn die für die Bezeichnung der Zinsmarge vorgesehene Lücke nicht gefüllt wird, bzw. nicht klar gekennzeichnet wird, dass eine Marge zum EURIBOR addiert werden soll. Um zu vermeiden, dass im Nachhinein Streit darüber entsteht, ob EURIBOR oder der ansonsten anwendbare gesetzliche Zinssatz einschlägig sein soll, empfiehlt sich hier immer eine Klarstellung.

Sofern keine Vereinbarung über den Verzugszins getroffen wird, gelten die **gesetzlichen Regelungen**. Für die Parteien bedeutet dies, dass auf Grundlage von § 288 II BGB ein Zinssatz von neun Prozentpunkten über dem Basiszinssatz¹³⁵ anwendbar ist.¹³⁶ Dies dürfte in der Praxis in den meisten Fällen zu

281

ments und des Rates vom 8. Juni 2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (ABl. EU Nr. L 171 S. 1–65) („BMR“), die durch Transparenz und Überwachung bei der Ermittlung von Benchmarks die Gefahr einer Manipulation eindämmen soll. Die BMR hat zur Folge, dass einzelne kritische Benchmarks in ihren Ermittlungsmethoden angepasst werden müssen. Zur Umstellung ist eine (zwischenzeitlich verlängerte) Übergangszeit bis Ende 2021 vorgesehen, innerhalb derer die alten kritischen Benchmarks weiterhin verwendet werden dürfen. Bzgl. des EURIBOR hat EMMI das Verfahren von dessen Festsetzung bereits auf die sog. „hybride Methode“ umgestellt. Auf Grundlage dieser Umstellung hat EMMI am 2. Juli 2019 die Zulassung als „Administrator“ für EURIBOR i. S. d. der BMR erhalten. EURIBOR als Referenzzinssatz kann (unabhängig von der verlängerten Übergangsfrist nach der BMR bzw. deren Auslaufen) somit auch von Marktteilnehmern, die den Vorgaben der BMR unterliegen und auch in Neuverträgen grundsätzlich weiter verwendet werden. Damit wird EURIBOR dem Markt – jedenfalls bis auf Weiteres – erhalten bleiben. Vgl. dazu etwa *Beißer/Read*, ZBB 2020, 304 (passim); *Berger/Spieles*, BB 2019, 491 (passim); *Bhatti*, WM 2019, 389 (passim); *Mülbert/Sajnovits*, WM 2019, 1813, 1816 f.

- 135 Der anwendbare Basiszinssatz wird jeweils zum 1. Januar und 1. Juni von der Deutschen Bundesbank bekannt gegeben; Bezugsgröße ist der Zinssatz für die jüngste Hauptrefinanzierungsoperation der Europäischen Zentralbank vor dem ersten Kalendertag des betreffenden Halbjahres (vgl. § 247 I und II BGB). Aktuelle und historische Zinssätze können unter www.bundesbank.de über die Suchfunktion (17. 12. 2020) abgerufen werden.
- 136 Die Höhe des Satzes gilt für Rechtsgeschäfte, an denen Verbraucher nicht beteiligt sind. Gem. § 288 II und III BGB kann der Gläubiger aus einem anderen Rechtsgrund höhere Zinsen verlangen; die Geltendmachung eines weiteren Schadens ist nicht ausgeschlossen. Die Vorschrift diente der Umsetzung der Richtlinie 2000/35/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. 06. 2000 zur Bekämpfung von Zahlungsverzug im Geschäftsverkehr (ABl. EG Nr. L 200 S. 35). Gem. § 288 V BGB kann ein Gläubiger einer Entgeltforderung gegenüber einem Schuldnern, der kein Unternehmer ist, zusätzlich eine Pauschale verlangen. Gem. 288 VI BGB sind im Voraus getroffene Vereinbarung, die den Anspruch des Gläubigers einer Entgeltforderung auf Verzugszinsen ausschließen, unwirksam. Die Vorschriften dienen der Umsetzung der Art. 6 und 7 der Richtlinie 2011/7/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. 02. 2011 zur Bekämpfung von Zahlungsverzug im Geschäftsverkehr (ABl. EU Nr. L 41 S. 7).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

einem wesentlich höheren Zinssatz führen, als dies der Fall wäre, wenn Verzugszinsen ausdrücklich vereinbart werden.¹³⁷

8. Laufzeit und Beendigung des Vertrages

a) Laufzeit des Rahmenvertrages¹³⁸

- 282 Der Rahmenvertrag wird an dem von den Parteien bezeichneten Tag („**Effective Date**“) wirksam. Sofern der Rahmenvertrag vor Aufnahme des eigentlichen Handelsverhältnisses geschlossen wird, kann für diesen Tag ein späteres Datum gewählt werden. Sofern dies nicht der Fall ist, wird dies regelmäßig der Tag sein, an dem die Vereinbarung unterzeichnet wird.
- 283 Üblicherweise ist der Rahmenvertrag **auf unbestimmte Zeit abgeschlossen**. Da beide Parteien auch bei einer unbestimmten Laufzeit das Recht zur ordentlichen Kündigung haben, gibt es bei einem für ein laufendes Handelsverhältnis abgeschlossenen Rahmenvertrag keinen plausiblen Grund für eine Befristung. Lediglich in den Fällen, in denen der Rahmenvertrag für ein spezielles Geschäft mit einer bestimmten Laufzeit benutzt wird, kommt ein solches Enddatum in Frage. So können sich aus dem Rahmenvertrag ergebende Nebenpflichten (z.B. die Pflicht zur Lieferung aktueller Bilanzen) vermieden werden.

b) Ordentliche Kündigung¹³⁹

- 284 Ohne Vereinbarung eines Enddatums kann der EFET-Rahmenvertrag jederzeit mit einer **Frist von 30 Kalendertagen** gekündigt werden. Wichtig ist, dass in diesem Fall der Rahmenvertrag für alle hierunter abgeschlossenen Einzeltransaktionen bis zu deren vollständiger Erfüllung anwendbar bleibt. Dies gilt nicht nur für bis zur Kündigungserklärung abgeschlossene Transaktionen, sondern auch für alle anderen Transaktionen, die bis zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Kündigung abgeschlossen werden. Die praktische Bedeutung dieser Regelung liegt darin, dass sie den Parteien ermöglicht, die Handelsbeziehung generell zu beenden oder die weiteren Handelsbeziehungen auf Basis eines

137 Sofern von den Formulierungen der Anpassungsvereinbarungen Gebrauch gemacht wird, werden üblicherweise Zinsmargen im Bereich von 1 bis 3 Prozentpunkten über dem Einmonats-EURIBOR vereinbart. Da für die Parteien bei Vertragsschluss noch nicht ersichtlich ist, wer von der Regelung betroffen sein könnte, wird meist von höheren Zinssätzen abgesehen.

138 § 10.1 EFET-Strom – Term: „This General Agreement shall come into force as of the Effective Date. It may be terminated in accordance with either § 10.2 (Expiration Date and 30 Day Termination Notice) or § 10.3 (Termination for Material Reason) through § 10.5 (Definition of Material Reason).“

139 § 10.2 EFET-Strom – Expiration Date and 30 Day Termination Notice: „This General Agreement will terminate on the Expiration Date (if one is specified in the Election Sheet) or if no Expiration Date has been specified in the Election Sheet, by a Party by giving the other Party thirty (30) days prior written notice of termination (in both cases „Ordinary Termination“). In the event of Ordinary Termination, the General Agreement shall remain legally binding on the Parties until, but only in respect of, all rights and obligations already created or existing under the Agreement prior to the date of the Ordinary Termination are fully performed by both Parties.“

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

anderen Rahmenvertrages oder einer aktuelleren Version des EFET-Rahmenvertrages abzuschließen. Im DRV gibt es keine vergleichbare Regelung. Aus Nr. 7 I DRV ergibt sich jedoch, dass eine ordentliche Kündigung erst nach Abwicklung aller Einzelabschlüsse möglich sein soll.

c) Außerordentliche Kündigung (Netting-Klauseln)¹⁴⁰

Ein wichtiger Bestandteil aller Rahmenverträge ist die **Kündigung aus wichtigem Grund**. Beiden Parteien soll das Recht eingeräumt werden, den gesamten Vertrag bei bestimmten Vertragsverletzungen sowie sonstigen das Vertragsverhältnis massiv beeinflussenden Gründen beenden zu können. Diese wichtigen Gründe („**Material Reasons**“) finden sich in § 10.5 EFET. Diese Art der Beendigung führt zur Beendigung des Rahmenvertrages und aller darunter abgeschlossenen Transaktionen und löst den als Netting bezeichneten Mechanismus aus, der unten noch näher zu beschreiben ist.

285

aa) Kündigungsgründe¹⁴¹

§ 10.5 (a) EFET ermöglicht die **Kündigung bei Nickerfüllung** (z. B. Zahlungsverzug, Leistungsverzug aus einer gestellten Sicherheit), wobei die Kündigung bei Zahlungsverzug frühestens zwei Arbeitstage, in anderen Verzugsfällen zehn Arbeitstage nach einer weiteren schriftlichen Mahnung erfolgen kann. Soweit es um den **Verzug der Stellung weiterer Sicherheiten** geht, die laut Vertrag bei wesentlichen Bonitätsverschlechterungen (z. B. Herabstufung des Ratings durch eine Ratingagentur unter eine vereinbarte Schwelle) gefordert werden können, ist bei Vorliegen der Voraussetzungen gemäß § 17 EFET eine unmittelbare Kün-

286

-
- 140 § 10.3 EFET-Strom – Termination for Material Reason: „(a) If a Material Reason (as defined below) with respect to a Party has occurred and is continuing, the other Party (the „Terminating Party“) may terminate the Agreement („Early Termination“) by giving the other Party notice. A notice of Early Termination may be given by telephone if that notice is confirmed in writing within two (2) Business Days. [...]; vgl. auch Nr. 7 I DRV; Section 5(a) ISDA – „Termination Events“; Section 5 (b) ISDA – „Events of Default“.
- 141 § 10.5 EFET-Strom – Definition of Material Reason: „The Agreement may be terminated at any time for one or more of the following reasons (each, a „Material Reason“):
(a) Non Performance: The failure of a Party or its Credit Support Provider, when required, to make a payment, to deliver any Performance Assurance or to perform any other material obligation (other than when such obligation is released pursuant to § 7 (Non-Performance Due to Force Majeure)):
(i) under the Agreement; provided, that in the case of a failure to pay, such failure is not cured within two (2) Business Days of a written demand, or, in the case of any other failure of performance, such failure is not cured within ten (10) Business Days of a written demand;
(ii) under any Credit Support Document (after giving effect to any applicable notice or grace period thereunder); or
(iii) under any Performance Assurance in accordance with § 17 (Performance Assurance).“; Vgl. auch Nr. 7 I DRV zur Kündigung aus wichtigem Grund; Section 5 ISDA zur Kündigung bei Events of Default und Termination Events.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

digung möglich¹⁴² (nach Ablauf eventueller Fristen unter diesen Sicherheiten), die auch ohne Einhaltung weiterer zusätzlicher Fristen unter dem EFET einen wichtigen Grund für eine sofortige Kündigung darstellen. Dasselbe gilt gemäß § 10.5 (a) (ii) EFET für **Zahlungsausfälle aus Handelssicherheiten**.¹⁴³

- 287 § 10.5 (b) EFET regelt die außerordentliche Kündigung im Falle eines Zahlungsverzuges hinsichtlich fälliger Zahlungsforderungen Dritter („**Specified Indebtedness**“ – z. B. aus Krediten, Schuldverschreibungen und wohl auch Bürgschaften) („**Cross Default**“). Sie hat sich im Markt in der in § 10.5(b) EFET-Strom verwendeten Formulierung nur teilweise durchsetzen können. Dies liegt zum einen an der schwer nachvollziehbaren Formulierung. Zum anderen wird in der ersten Alternative auf Bilanzkennzahlen als Schwellenwerte Bezug genommen, die nicht ohne Weiteres und nur mit Zeitverzögerung zur Verfügung stehen. Anstelle der im Rahmenvertrag gewählten Formulierung wird daher häufig – zumindest bei Verhandlungen des EFET-Strom – die verständlichere Regelung des ISDA Master Agreements verwendet.¹⁴⁴ Diese unterscheidet im Wesentlichen zwischen Fremdkapitalforderungen (Specified Indebtedness), die insgesamt frühzeitig fällig gestellt werden und einen vereinbarten Grenzbetrag überschreiten, sowie solchen Verbindlichkeiten, bei denen die Summe der rückstän-

142 Vgl. § 10.5 (a) (iii) EFET in Verbindung mit § 17 EFET. Die Formulierung von § 10.5 (a) (iii) EFET-Strom ist missverständlich und führt in der Praxis zu Diskussionen zwischen den Vertragsparteien, ob mit „under any Performance Assurance“ die Verletzung der Pflicht zur Sicherheitenbestellung selbst gemeint ist oder vielmehr die Pflicht zur Leistung aus einer bereits bestellten Sicherheit. Aus dem Zusammenspiel von § 10.5 (a) (ii) und (iii) EFET-Strom ergibt sich, dass wohl Ersteres gemeint ist. In § 10.5 (a) (iii) EFET-Ges wurde diese Unklarheit beseitigt, indem der Wortlaut des EFET-Strom („[...] under any Performance Assurance in accordance with § 17 (Performance Assurance)“) durch „[...] in accordance with § 17 (Performance Assurance)“ ersetzt wurde.

143 Vgl. § 10.5 (a) (iii) EFET in Verbindung mit § 17 EFET. Die Formulierung von § 10.5 (a) (iii) EFET-Strom ist missverständlich und führt in der Praxis immer wieder zu Diskussionen zwischen den Vertragsparteien, ob mit „under any Performance Assurance“ die Verletzung der Pflicht zur Sicherheitenbestellung selbst gemeint ist oder vielmehr die Pflicht zur Leistung aus einer bereits bestellten Sicherheit. Aus dem Zusammenspiel von § 10.5 (a) (ii) und (iii) EFET-Strom sowie der Verwendung des Begriffes „Credit Support Document“ (i. S. d. existierenden, vereinbarten Sicherheit) in § 10.5 (a) (ii) EFET und des Begriffes „Performance Assurance“ in § 10.5 (a) (iii) EFET (i. S. d. nach § 17 EFET einforderbaren Sicherheit) ergibt sich, dass wohl Erstes gemeint ist. In § 10.5 (a) (iii) EFET-Ges wurde diese Unklarheit in diese Richtung beseitigt, indem der Wortlaut des EFET-Strom („... under any Performance Assurance in accordance with § 17 (Performance Assurance)“) durch „[...] in accordance with § 17 (Performance Assurance)“ ersetzt wurde.

144 Vgl. Section 5 (a) (vi) 2002 ISDA Master Agreement; in der entsprechenden Regelung, die ebenfalls mit „Cross Default“ überschrieben ist, werden ebenfalls zwei Fallgruppen unterschieden. Fallgruppe 1 betrifft die Fälle, in der Fremdkapital vor dem Fälligkeitstag fällig gestellt wurde (so genannte „Acceleration“) („[...] before it would otherwise have been due and payable [...]“); Fallgruppe 2 betrifft Verzugsfälle, d. h. Forderungen im Zusammenhang mit Fremdkapital werden am Fälligkeitstag nicht beglichen („[...] a default in making one or more payments on the due date [...]“).

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

digen Zahlungsverpflichtungen zum Fälligkeitstag einen Grenzbetrag überschreitet, ohne dass die Verbindlichkeiten frühzeitig fällig gestellt wären.

Speziell Unternehmen, die auf Grundlage verschiedener Verträge eine Reihe von physisch und finanziell abgewickelten Produkten handeln, haben oft den Wunsch, bei Nichterfüllung und Beendigung eines Rahmenvertrages **auch andere Verträge** beenden zu können (z. B. Rahmenverträge zum Handel anderer Güter oder Finanzinstrumente). Um bei aufkommenden Problemen möglichst schnell reagieren zu können, kann eine Pflichtverletzung, die Beendigung oder auch nur die Möglichkeit zur Beendigung aus anderen zwischen ihnen (oder ihren Sicherungsgebern) bestehenden Rechtsverhältnissen als zusätzlicher Kündigungsgrund vereinbart werden („**Default under Specified Transaction**“).¹⁴⁵ Im Sinne eines effektiven Risikomanagements dienen solche Klauseln als „**Präventivsysteme**“, die bei Problemen mit einzelnen Verträgen oder in einzelnen Sparten eine schnelle Reaktion erlauben. Dies wäre ohne entsprechende Klauseln beispielsweise in den Fällen nicht möglich, in denen unter dem betreffenden Vertrag noch ordnungsgemäß geleistet wird und andere Kündigungsgründe, wie etwa der Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens, noch nicht greifen. Wie bei der oben beschriebenen Cross Default-Klausel soll, eventuell auch im Wettlauf mit anderen Gläubigern, möglichst früh die eigene Position umfassend gesichert und hinsichtlich aller gegenseitiger Vertragsbeziehungen weiterer Schaden abgewendet werden.

bb) Automatische Kündigung bei Insolvenz¹⁴⁶

Insolvenzanknüpfende Lösungsklauseln gehören zu den wichtigsten Bestimmungen in Rahmenverträgen und erfüllen eine ganz wesentliche Funktion im Rahmen des **Close-out Nettings**. Bei der Verhandlung von Verträgen auf die deutsches Insolvenzrecht anwendbar ist, sind die Vorgaben des reformierten § 104 InsO zu beachten, der die zuvor geltenden Bedenken für bestimmte Be-

¹⁴⁵ Diese Kündigungsgründe sind von § 10.5 (b) EFET zu unterscheiden, der nur für Pflichtverletzungen gegenüber Kreditgebern gilt. Einen solchen, sich auf andere Verträge zwischen den Parteien beziehenden, Kündigungsgrund sieht Section 5 (a) (v) ISDA vor. Dort ist der Umfang der „Special Transactions“ generell beschrieben, kann aber auch durch spezielle Verträge ergänzt werden.

¹⁴⁶ § 10.4 EFET-Strom – Automatic Termination: „If „Automatic Termination“ is specified as applying to a Party in the Election Sheet, and upon the occurrence of a Material Reason described in § 10.5 (c) (Winding up/Insolvency/Attachment), the Terminating Party need not send that Party any notice of the designation of an Early Termination Date and the Early Termination Date in such event shall be as specified in the Election Sheet. Except as provided in this § 10.4, Early Termination by virtue of operation of Automatic Termination shall be as provided in § 10.3 (Termination for Material Reason)“; vgl. auch Nr. 7 II DRV 2018 („Der Vertrag endet ohne Kündigung im Insolvenzfall. Dieser ist gegeben, wenn das Insolvenzverfahren oder ein sonstiges vergleichbares Verfahren über das Vermögen einer Partei beantragt wird und entweder (i) diese Partei, oder eine Behörde oder öffentliche Stelle, die für die Antragsstellung bezüglich dieser Partei zuständig ist, den Antrag gestellt hat oder (ii) diese Partei zahlungsunfähig ist oder sich sonst in einer Lage befindet, die die Eröffnung eines solchen Verfahrens rechtfertigt.“); Section 6 (a) ISDA.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

endigungsklauseln aufgriff und behob. Nach § 104 IV Satz 2 Nr. 1 InsO können Vertragsparteien nun ausdrücklich abweichende Bestimmungen treffen, sofern diese mit den wesentlichen Grundgedanken der jeweiligen gesetzlichen Regelung vereinbar sind, von der abgewichen wird und können insbesondere vereinbaren, dass Verträge beendet und Geschäfte bewertet werden, wenn ein Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens gestellt wird.¹⁴⁷

- 290 Wie bei anderen Rahmenverträgen ist die Wirksamkeit dieser Netting-Bestimmungen von so essentieller Bedeutung, dass es für die wesentlichen Jurisdiktionen Rechtsgutachten (so genannte Netting Opinions) gibt, die die Wirksamkeit der entsprechenden Bestimmungen im Falle der Insolvenz der in dieser Jurisdiktion ansässigen Vertragspartei bestätigen.¹⁴⁸
- 291 EFET Strom und EFET Gas machen in § 10.4 und § 10.5 (c) Vorgaben über den Mechanismus der Beendigung des gesamten Vertragsverhältnisses im Insolvenzfall. Trotz einer Analyse dieser Bestimmungen in den Netting Opinions und, je nach Jurisdiktion, der Empfehlung von Abwandlungen bzw. Ergänzungen zum Standardtext, ist gerade dieser Teil der Verträge in Handelsbeziehungen mit deutschen Vertragspartnern oft Gegenstand ausführlicher Verhandlungen.
- 292 Im Wesentlichen werden für deutsche Vertragspartner drei **Lösungsmöglichkeiten für die Ausgestaltung** vertreten, nämlich (1) die Beibehaltung des im EFET gewählten Wortlautes (mit der im Election Sheet vorgegebenen Wahl einer Automatic Early Termination/Angabe einer Grace Period) (im Folgenden „EFET Mechanismus“), (2) die entsprechende Verwendung von im ISDA Master Agreement vorgesehenen Mechanismen (im Folgenden „ISDA Mechanismus“) oder (3) die Verwendung des dem DRV zugrundeliegenden Ansatzes (im Folgenden „DRV Mechanismus“).
- (1) EFET Mechanismus
- 293 Soweit die Vertragspartner sich in der Anpassungsvereinbarung auf die Anwendung von § 10.4 EFET geeinigt haben, kommt es unter anderem im Falle der Insolvenz des Vertragspartners zu einer automatischen Beendigung sämtlicher Einzeltransaktionen sowie des Rahmenvertrages, ohne dass es einer Kündigungserklärung bedarf (Automatic Early Termination; AET). Den wichtigsten Beendigungsgrund in diesem Zusammenhang regelt § 10.5(c) (iv) EFET, der bereits an den frühen Zeitpunkt eines **Antrags auf Eröffnung des Insolvenz-**

147 Vgl. hierzu sowie zur Rechtsprechung des IX. Senats des BGH zum Thema insolvenzanknüpfende Lösungsklauseln (IX ZR 169/11 vom 15. 11. 2012) sowie zum Thema Close-out Netting (IX ZR 314/14 vom 09. 06. 2016) die Ausführungen in Teil B VII.

148 Per Dezember 2020 bot EFET (gegen Zahlung einer Gebühr) Netting Opinions zum EFET Strom und zum EFET Gas für jeweils 32 Jurisdiktionen an, abrufbar unter: <https://efet.org/standardisation/associated-documents--services/legal-opinions-order-form-incl.-cpmanna/> (17. 12. 2020); vgl. zur Bedeutung von Netting Opinions in der Praxis, deren Zielrichtung, Aufbau und Verwendung Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 25.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

verfahrens anknüpft.¹⁴⁹ Die daran anknüpfende automatische Beendigung (sofern gewählt) vermeidet die Gefahr, von der Antragsstellung zu spät Kenntnis zu erlangen und die Vertragsbeendigung womöglich erst mit bzw. nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens herbeizuführen.¹⁵⁰ Ein solcher Automatismus birgt jedoch die Gefahr in sich, dass missbräuchliche oder ungerechtfertigte Insolvenzanträge Dritter das Handelsverhältnis beenden und Netting auslösen können. Hierdurch könnten den Vertragsparteien erhebliche Schäden entstehen.¹⁵¹ Ein wichtiges Korrektiv ist daher die in § 10.5 (c) (iv) EFET zu vereinbarende „Gnadenfrist“ („**Grace Period**“) bei Insolvenzanträgen Dritter. Automatiche Beendigung soll bei solchen Anträgen erst nach Ablauf dieser Frist eintreten.

Die Dauer der Frist (auch bei Anträgen seitens einer der Parteien) wird oft kontrovers verhandelt, wobei die eingenommenen Positionen meist im Bereich von fünf bis 30 Kalender- oder auch Arbeitstagen liegen. Ist die vereinbarte **Frist zu lang**, besteht die Gefahr, dass das Insolvenzverfahren eröffnet wird, bevor die Frist abgelaufen und die gewünschte automatische Beendigung eingetreten ist. Ist sie **zu kurz**, haben die Parteien eventuell nicht ausreichend Zeit für eine Klärung. Welches letztlich die „richtige Frist“ ist, wird sich erst im Nachhinein herausstellen. Tendenz im Markt scheint zu sein, statt der auch im 1992 ISDA Master Agreement benutzten 30 Tage¹⁵² eine Frist von 15 oder weniger Kalender- bzw. Arbeitstagen zu wählen.¹⁵³

¹⁴⁹ Mit dem weiten Begriff „institutes“ („[...] institutes or has instituted against it a proceeding seeking a judgement of insolvency or bankruptcy [...]“), der eigentlich mit „eröffnen“ zu übersetzen ist, kann aufgrund des Textzusammenhangs eindeutig nur die Stellung des Insolvenzantrags und nicht die zeitlich später folgende Eröffnung des Insolvenzverfahrens gemeint sein. Die weite Wortwahl ist aus dem ISDA Master Agreement entlehnt und soll Insolvenzverfahren in möglichst vielen Jurisdiktionen erfassen. Was deutsche Sachverhalte betrifft, wird auch der Wortlaut des ISDA Rahmenvertrages in diesem Sinne ausgelegt. Vgl. ISDA Netting Opinion, „The enforceability of Closeout Netting under the 2002 ISDA Master Agreement in German Law“ Abschnitt II., Seite 2, Fn. 3 (nur für ISDA-Mitglieder erhältlich). Sofern es trotzdem als notwendig erachtet wird, Zweifel auszuschließen, wird im Markt manchmal eine Klarstellung für deutsche Sachverhalte vorgeschlagen. Dies kann durch einen Zusatz geschehen, dass insbesondere „Anträge auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens“ als Beendigungsgründe gelten und vom Wortlaut umfasst sein sollen.

¹⁵⁰ Soweit Verträge nach deutschem Insolvenzrecht (§ 104 InsO) zu beurteilen sind, wäre eine gesetzliche Beendigung die Rechtsfolge. Vgl. hierzu Rn. 525 ff.

¹⁵¹ Schäden können insbesondere dadurch entstehen, dass gegenüber anderen Vertragspartnern bestehende Liefer- bzw. Abnahmepflichten nicht mehr erfüllt werden können und dadurch weitere Handelsbeziehungen beeinträchtigt werden.

¹⁵² Vgl. Section 5(a)(vii)(4) ISDA.

¹⁵³ Dafür spricht, dass in der Praxis die Eröffnung von Insolvenzverfahren teils relativ schnell nach Antragstellung erfolgte. Die am 08.01.2003 von ISDA vorgestellte Neufassung des ISDA Master Agreements sieht daher statt einer 30-Tage Frist eine Frist von 15 Tagen vor (vgl. Section 5 (a) (vii) (4) 2002 ISDA Master Agreement). Speziell bei Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten ist zu beachten, dass zwischen Insolvenzantrag und Eröffnung des Verfahrens nur wenige Tage bzw. sogar nur ein Tag liegen können.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- 294 Bei Wahl einer automatischen Beendigung wird Netting zu dem im Election Sheet gewählten Zeitpunkt wirksam.¹⁵⁴ Üblicherweise wird als Zeitpunkt der Eintritt eines Insolvenzereignisses (meist § 10.5 (c) (iv) EFET) bzw. bestimmter Insolvenzereignisse in § 10.5 (c) EFET gewählt. Dies geschieht z. B. durch Vereinbarung des folgenden Wortlautes im Election Sheet: „§ 10.4 shall apply to Party A, with termination effective on the day of the occurrence of one of the Material Reasons specified in § 10.5 (c) (iv).“
- 295 Die Wahl von allen insolvenzanknüpfenden Lösungsgründen des § 10.5 (c) als automatische Beendigungsgründe sollte kritisch überlegt werden. Bei den Vertragsverhandlungen um die Formulierung der insolvenzanknüpfenden Vertragsbeendigung und das beste Korrektiv für missbräuchliche Insolvenzanträge Dritter wird manchmal übersehen, dass der Katalog der Insolvenzatbestände eine Regelung enthält, die bei berechtigten Insolvenzanträgen bereits vor der Antragstellung automatisch greift. § 10.5 (c) (ii) EFET regelt, dass auch die **Insolvenz oder Zahlungsunfähigkeit an sich bereits ein Beendigungsgrund** sein soll.¹⁵⁵ Da bei Anwendbarkeit deutschen Insolvenzrechts ein Insolvenzgrund stets Voraussetzung für einen berechtigten Antrag ist, kann der eben geschilderte § 10.5 (c) (iv), der erst an die Antragstellung anknüpft, im Falle berechtigter Anträge gar nicht (mehr) greifen.

Wie oben bereits ausgeführt, sind in der Praxis an **objektive Insolvenzgründe** anknüpfende Klauseln schwer zu handhaben, da sie erst im Nachhinein festgestellt werden können. Wann eine Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit gegeben war, wird meist erst mit Zeitverzögerung durch eine Prüfung der Bücher ermittelbar sein. In einer Krise wird oft nicht einmal das betroffene Unternehmen selbst genau wissen, ob bzw. wann ein objektiver Insolvenzgrund tatsächlich gegeben ist. Werden Verträge weiter erfüllt, obwohl die vertragliche Grundlage bereits entfallen ist, kann es zu praktisch und juristisch schwer handhabbaren Abwicklungsfragen kommen. Um dies zu vermeiden, wird von einigen Marktteilnehmern mit guten Argumenten vorgeschlagen, den Beendigungsautomatismus des § 10.4 EFET, der pauschal auf die Liste der Insolvenz-

154 Vgl. § 10.4 EFET: „[...] and the Early Termination Date in such event shall be as specified in the Election Sheet.“ Im Election Sheet kann Automatic Early Termination wie folgt angekreuzt bzw. vervollständigt werden: „[] § 10.4 shall apply to Party A/Party B, with termination effective _____“.

155 Der englische Text lautet wie folgt: „[...] a Party or its Credit Support Provider becomes insolvent or is unable to pay its debts [...] as they become due.“; die deutsche Übersetzung greift hier zu kurz, da der Begriff „becomes insolvent“ lediglich mit „wird zahlungsunfähig“ übersetzt wird. Insoweit wird die Überschuldung als Insolvenzgrund ausgeklammert. Zwar wird der Begriff „insolvent“ nirgends definiert, die zusätzliche Erwähnung der Zahlungsunfähigkeit („[...] becomes unable to pay its debts [...]“) in § 10.5 (c) (ii) EFET sowie der Zusammenhang, in dem der Begriff in § 21(n) EFET benutzt wird, legen jedoch nahe, dass hier eine weite Auslegung im Sinne einer Einbeziehung aller Insolvenz Gründe gemeint sein muss. Gem. § 16 InsO gibt es folgende Eröffnungsgründe für ein Insolvenzverfahren: Zahlungsunfähigkeit (§ 17 InsO), drohende Zahlungsunfähigkeit (§ 18 InsO) und Überschuldung (§ 19 InsO); vgl. zur Rolle von § 10.5 (c) (ii) EFET Fried/Wulff, ET 2003, 811, 813 f.

sachverhalte in § 10.5 (c) (i) bis (ix) EFET verweist, auf § 10.5 (c) (iv) EFET zu beschränken oder jedenfalls § 10.5 (c) (ii) EFET auszuklammern. Im Krisenfall wäre dann insbesondere § 10.5 (c) (iv) EFET als erster denkbarer Kündigungsgrund einschlägig, der auf den erkennbaren und zeitlich klar definierbaren Insolvenzantrag abstellt.¹⁵⁶

(2) ISDA Mechanismus

Sofern der Beendigungsmechanismus den eben geschilderten Standards entspricht und die Beendigung erst mit Ablauf der Gnadenfrist wirksam wird, stellt sich das Problem, dass diese Frist eventuell durch die Eröffnung des Verfahrens (und entsprechende gesetzliche Rechtsfolgen) „überholt“ wird. Ein denkbare Korrektiv gegen eine zu spät wirksame Kündigung durch das Verpassen der Eröffnung des Verfahrens ist die Aufnahme des im ISDA Master Agreement gewählten Ansatzes in das Election Sheet, indem zwar so genannte „Grace Periods“ vereinbart werden, aber in jedem Fall spätestens die Eröffnung selbst Auslöser (sogenannter „Trigger“) für die Beendigung sein soll, falls die Eröffnung des Insolvenzverfahrens bereits während der Grace Period beschlossen wird.¹⁵⁷ Der im Einzelfall frühere der definierten Trigger (Ablauf der Grace Period oder Eröffnung des Insolvenzverfahrens) soll dann zu einer auf den Zeitpunkt der Antragstellung **rückwirkenden Beendigung** des Vertrages führen. Im Falle einer vereinbarten automatischen Beendigung (Automatic Early Termination) soll all dies ohne weitere Erklärung oder Handlung der Parteien geschehen. Nach dem ISDA Master Agreement gilt:¹⁵⁸ „If, however ‘Automatic Early Termination’ is specified in the Schedule as applying to a party, then an Early Termination Date [...] will occur [...] as of the time immediately preceding the institution of the relevant proceeding or the presentation of the relevant petition upon the occurrence [...] of an Event of Default specified in Section 5 (a) (vii) (4) [...].“

Gemäß der Bestimmung in Section 5 (a) (vii) (4) ISDA Master Agreement gibt es zwei Trigger, nämlich (A) der Insolvenzantrag mündet in die **Eröffnung eines Verfahrens (Abbildung 1)** oder (B) der Insolvenzantrag wurde **nicht innerhalb der Frist** von 15 bzw. 30 Tagen nach Antragstellung abgelehnt oder **zurückgenommen (Abbildung 2 und 3)**. Hierbei ist zu beachten, dass es bei Eigenanträgen (Abbildung 1) keine zusätzlichen Tests gibt und daher in diesen Fällen

296

297

¹⁵⁶ Der Antrag ist beim zuständigen Insolvenzgericht nach §§ 2, 3 InsO einzureichen, welches gegebenenfalls im Eröffnungsbeschluss Datum und (in der Regel) Stunde der Eröffnung angibt (§ 27 InsO); sofern § 10.5 (c) (iv) EFET (Anknüpfung an Antragstellung) als nicht anwendbar vereinbart wird, wird manchmal vorgeschlagen, auch § 10.5 (c) (vi) EFET (Anknüpfung an die Ernennung von Insolvenzverwaltern) zu korrigieren. Um zu vermeiden, dass auch schon die Ernennung eines vorläufigen Insolvenzverwalters (§ 22 InsO) die Vertragsbeendigung auslöst, werden vor der Eröffnung des Verfahrens eventuell ernannte vorläufige Verwalter manchmal ausdrücklich ausgeklammert.

¹⁵⁷ Vgl. Section 5 (a) (vii) (4) Fälle (A) und (B) in Verbindung mit Section 6 (a) ISDA Master Agreement.

¹⁵⁸ Vgl. Section 6 (a) ISDA Master Agreement.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

sofort ein Event of Default gegeben ist. Dasselbe gilt (allerdings nur unter dem 2002 ISDA Master Agreement) für Anträge von bestimmten, mit Antragsrechten ausgestatteten Regulierungsbehörden (Abbildung 1). Hierunter fallen in Deutschland insbesondere Insolvenzanträge der BaFin, die gem. § 46b I 4 KWG bei Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstituten das alleinige Antragsrecht hat. Der Verzicht auf zusätzliche Wartefristen oder Tests ist in beiden Fällen sinnvoll, da weder bei einem Insolvenzantrag der Organe einer Gesellschaft noch bei einem Antrag der BaFin ernsthafte Zweifel an einer Insolvenz bestehen können. In Verhandlungen wird trotzdem vereinzelt argumentiert, dass auch in diesen Fällen noch ein Richter prüfen und entscheiden muss. Als Gegenargument kann man hier vorbringen, dass es einem Vertragspartner nicht zugemutet werden kann, einen Vertrag weiter zu erfüllen, sofern nicht einmal die gesetzlichen Vertreter der Gesellschaft selbst bzw. die zuständige Aufsichtsbehörde von der Solvenz des Unternehmens überzeugt sind.

- 298 In diesen drei Fällen stellt sich der Ablauf der Ereignisse und der entsprechende Kündigungsmechanismus wie folgt dar:

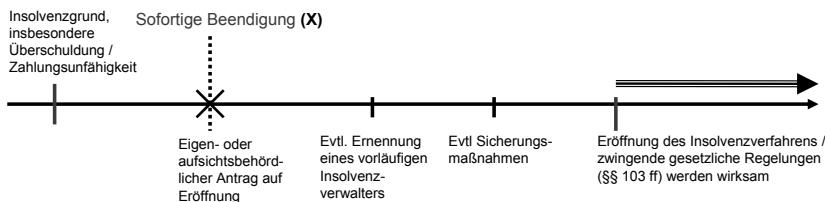


Abbildung 1: Eigenantrag bzw. (unter 2002 ISDA) Antrag durch Aufsichtsbehörde

Quelle: Eigene Darstellung

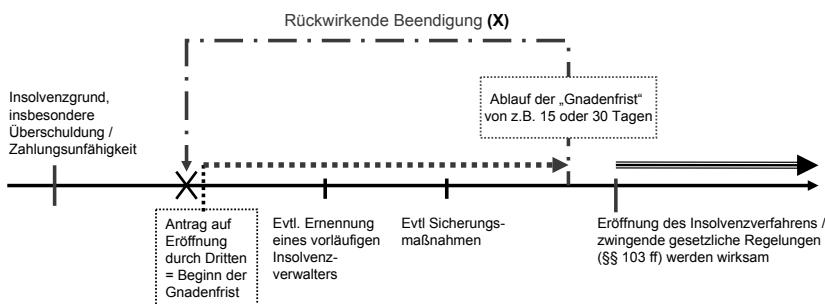


Abbildung 2: Drittantrag und Ablauf der „Grace Period“ vor Eröffnung

Quelle: Eigene Darstellung

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

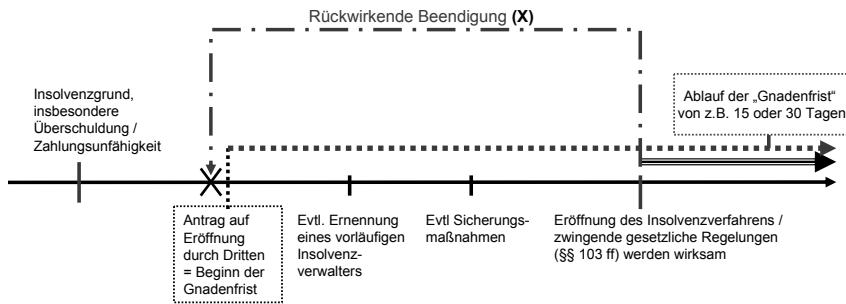


Abbildung 3: Drittantrag und Ablauf der „Grace Period“ nach Eröffnung

Quelle: Eigene Darstellung

(3) DRV Mechanismus

Manche Marktteilnehmer lehnen die Vereinbarung einer Antragstellung als Grund für eine automatische Vertragsbeendigung ab oder verlangen zumindest lange Grace Periods.¹⁵⁹ Der Grund ist, dass die oben beschriebenen EFET oder ISDA Mechanismen speziell dann zu einem Risiko werden können, wenn eine Vielzahl von Verträgen mit solchen Klauseln existieren. Der eventuell missbräuchliche Antrag eines Dritten macht dann zwangsläufig Gespräche und Vereinbarungen mit allen Vertragspartnern notwendig, um die automatische Beendigung des Vertragsverhältnisses und dadurch eventuell entstehende Schäden zu vermeiden.

Ein auf den ersten Blick naheliegendes Korrektiv könnte darin liegen, eine automatische Beendigung unter die Bedingung eines objektiv berechtigten Antrages bzw. des tatsächlichen Vorliegens von Insolvenzgründen zu stellen. Eine **Anpassung des § 10.5 (c) (iv) EFET an die entsprechende Regelung im DRV**, die als Alternative zur Vereinbarung einer Grace Period vorgeschlagen wird,¹⁶⁰ sollte jedoch kritisch überlegt werden. Stellt die insolvente Partei oder ein Dritter den Insolvenzantrag, knüpft der DRV zusätzlich zur Antragstellung an das tatsächliche Vorliegen einer Zahlungsunfähigkeit oder eines sonstigen, eine Erfönnung rechtfertigenden, Grundes an. Ausgenommen sind gemäß Nr. 7 II DRV (2018) Eigenanträge bzw. (sofern anwendbar) Anträge von zuständigen Behörden oder öffentlichen Stellen, bei denen die Vertragsbedingung ohne weitere Bedingungen eintritt. Das Korrektiv für missbräuchliche Drittanträge ist hier

¹⁵⁹ Alternativ wird auch manchmal vorgeschlagen, keine automatische Beendigung gem. § 10.4 EFET zu vereinbaren. In diesen Fällen ist zu beachten, dass die insolvenzbedingten Kündigungsgründe des § 10.5 (c) EFET bestehen bleiben, wenngleich sie dann eine ausdrückliche Kündigungserklärung voraussetzen.

¹⁶⁰ Vgl. Nr. 7 II DRV. Diese Lösung wird beispielsweise von Liesenhoff (vgl. *Liesenhoff*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 10 Rn. 81) bevorzugt, der empfiehlt, analog der Regelung im DRV die Stellung eines gerechtfertigten Insolvenzantrages als einzigen automatischen Beendigungsgrund zu benennen und eine entsprechende Formulierung als neuen § 10.5 (c) (x) EFET aufzunehmen.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

also nicht eine Grace Period, sondern ein objektiver Test. Das manchmal vorgebrachte Argument, dass spätestens mit Insolvenzeröffnung klar sei, dass der Antrag berechtigt war und daher eine auf den Antrag zurückwirkende Beendigung gegeben sei, dürfte in der Praxis in den allermeisten Fällen korrekt sein.

- 301 Seit einem Beschluss des BGH vom 27.07.2006¹⁶¹ gilt der Grundsatz, dass die Eröffnung des Insolvenzverfahrens einen **Insolvenzgrund im Zeitpunkt der Eröffnung** voraussetzt. Lagen die Eröffnungsvoraussetzungen im Zeitpunkt der Eröffnung nicht vor, ist der Eröffnungsbeschluss aufzuheben und der (insoweit unberechtigte) Eröffnungsantrag abzuweisen.

d) *Exkurs: Besonderheiten vorinsolvenzlicher Verfahren für Kündigung von Verträgen mit Instituten*

- 302 Ein Thema, das nach der Finanzkrise an Bedeutung gewann, war die Behandlung von Verträgen mit Handelspartnern aus der Finanzbranche. Bei der Verhandlung von Netting-Klauseln und der Diskussion von Beendigungsgründen und Anfechtungsfristen sind mittlerweile zahlreiche Besonderheiten zu berücksichtigen, wenn die Counterparty ein zugelassenes CRR-Kreditinstitut oder ein **Kredit- bzw. Finanzdienstleistungsinstitut (Institut)** ist. Wegen der Komplexität der Regelungen und des Rückzuges vieler Banken und Finanzdienstleister aus dem physischen Energiehandelsgeschäft soll diese Thematik hier lediglich skizziert werden.¹⁶²

aa) *Überblick über den aktualisierten Regelungsrahmen*

- 303 Die besonderen Vorgaben für die Behandlung von Instituten in der Krise basieren zu einem großen Teil auf internationalen Vorgaben. Die Abwicklung von systemrelevanten Kreditinstituten soll auf Grundlage der vom **Financial Stability Board (FSB)** im Oktober 2011 als „**Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions**“ veröffentlichten Vorgaben erfolgen,¹⁶³ die im Rahmen des G-20 Gipfels in Cannes von den Staats- und Regierungschef bestätigt wurden. Diese „Key Attributes“ wurden auf europäischer Ebene durch die Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und

161 BGH, Beschl. v. 27.07.2006 – IX ZB 204/04, BGHZ 169, 17 ff. = NJW 2006, 3553 ff., wie auch BGH, Beschl. v. 12.07.2007 – IX ZB 32/07, juris. Der nachträgliche Wegfall des Insolvenzgrundes kann nur im Verfahren nach §§ 212, 213 InsO geltend gemacht werden, vgl. BGH, Beschl. v. 07.10.2010 – IX ZB 1/10, juris.

162 Für Absicherungsgeschäfte mit finanziell abgewickelten Derivaten bleiben Institute als Vertragspartner jedoch von Bedeutung. Vgl. zur Behandlung von Finanzderivaten bei Instituten in der Krise vertiefend Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 17 Rn. 1 bis 83.

163 Abrufbar unter: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104cc.pdf?page_moved=1 (17.12.2020); die erweiterte Version vom Oktober 2014 ist abrufbar unter: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf (17.12.2020).

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Wertpapierfirmen (**Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD**) aufgegriffen.¹⁶⁴

Wesentliches Element des BRRD-Umsetzungsgesetzes¹⁶⁵ ist das Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen (**Sanierungs- und Abwicklungsgesetz – „SAG“**).¹⁶⁶ Die von der Europäischen Union bereits verabschiedete überarbeitete Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten („**BRRD II**“)¹⁶⁷ wird zukünftig weitere Anpassungen nationaler Gesetze – u.a. des SAG und des KWG – nach sich ziehen. Vor diesem Hintergrund wurde in Deutschland am 09.12.2020 das Risikoreduzierungsgesetz („**RiG**“) verkündet.¹⁶⁸ Eine Auswirkung des RiG besteht darin, dass das in der Vorauflage noch besprochene Gesetz zur Reorganisation von Kreditinstituten (Kreditinstitute-Reorganisationsgesetz – KredReorgG) vom 09.12.2010 (BGBl. I S. 1900) durch dieses Gesetz mit Wirkung zum 28.12.2020 vollständig aufgehoben wurde.

Die schon bisher im KWG geregelten „**Maßnahmen in besonderen Fällen**“ (§§ 45–48 KWG), zu denen auch die Maßnahmen bei Gefahr nach § 46 KWG gehören, bestehen in teilweise modifizierter Form weiterhin. Hierzu gehört u.a. die Möglichkeit der BaFin, ein **Moratorium gem. § 46 I KWG** anzurufen.

304

- 164 Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und Rates vom 15.05.2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl. EU Nr. L 173, 190 ff.
- 165 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates (BRRD-Umsetzungsgesetz) vom 10. Dezember 2014 (BGBl. I 2014 S. 2091–2186). Nach Art. 8 BRRD-Umsetzungsgesetz treten einige Bestimmungen am Tag nach der Verkündung in Kraft. Im Übrigen trat das Gesetz am 1. 1. 2015 in Kraft. Deutschland war damit einer der Vorreiter bei der Umsetzung der BRRD.
- 166 Das Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen (Sanierungs- und Abwicklungsgesetz – SAG) stellt Art. I des BRRD-Umsetzungsgesetzes dar. Neben dem SAG enthält das BRRD-Umsetzungsgesetz in weiteren Artikeln Änderungen des Kreditwesengesetzes, des Restrukturierungsfondsgesetzes, des Pfandbriefgesetzes, des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes, des Kreditinstitute-Reorganisationsgesetzes und der Finanzmarktstabilisierungsfonds-Verordnung.
- 167 Richtlinie (EU) 2019/879 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2019 zur Änderung der Richtlinie 2014/59/EU in Bezug auf die Verlustabsorptions- und Rekapitalisierungskapazität von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und der Richtlinie 98/26/EG, ABl. EU Nr. L 150 vom 07.06.2019, S. 296–34.
- 168 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinien (EU) 2019/878 und (EU) 2019/879 zur Reduzierung von Risiken und zur Stärkung der Proportionalität im Bankensektor (Risikoreduzierungsgesetz – RiG) vom 9. Dezember 2020 (BGBl. I 2020 S. 2773–2854).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Im deutschen Recht besteht damit ein breites Instrumentarium an vorinsolvenzlichen Interventionsmöglichkeiten.¹⁶⁹ Dieses Instrumentarium für vorinsolvenzrechtliche Maßnahmen wird durch die Maßnahmen nach der „**SRM-Verordnung**“ (**Single Resolution Mechanism Regulation**) ergänzt,¹⁷⁰ die Bestandteil des einheitlichen europäischen Aufsichtsmechanismus (SSM – Single Supervisory Mechanism) nach der Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 ist.¹⁷¹

bb) SAG-Maßnahmen

- 305 Die wesentlichen Maßnahmen im SAG sind (1) die **Frühinterventionsmaßnahmen** (**§§ 36–39 SAG**), die die Abwicklungsbehörde vor der Abwicklung eines Instituts treffen kann sowie (2) die **Abwicklungsinstrumente** (**§§ 89 ff. SAG**), zu denen insbesondere (a) die unmittelbare finanzielle Beteiligung von Anteilseignern und Gläubigern des Instituts (sogenanntes „**Bail-in**“; **§§ 89 ff. SAG**) sowie (b) die **Übertragung** von Anteilen, Vermögenswerten, Verbindlichkeiten und Rechtsverhältnissen (**§§ 107 ff. SAG**) gehören.
- 306 Von besonderer Bedeutung für Rahmenverträge für Derivate- und unter bestimmten Voraussetzungen auch für Energiehandelsgeschäfte (soweit diese Finanzleistungen nach § 104 I InsO sind) ist das sogenannte „**Bail-in**“-Instrument. Hierdurch soll die in der Finanzkrise angewandte Verlusttragung durch Dritte, insbesondere durch den Staat oder staatliche Institutionen (sogenanntes „Bail-out“), abgelöst werden.¹⁷²

169 Vgl. für einen Überblick der vorinsolvenzlicher Instrumente (einschließlich der Rechtsgrundlagen, des Adressaten bzw. des Initiators sowie der Voraussetzungen) die tabellarische Übersicht bei Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 17 Rn. 8.

170 Verordnung (EU) Nr. 806/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.07.2014 zur Festlegung einheitlicher Vorschriften und eines einheitlichen Verfahrens für die Abwicklung von Kreditinstituten und bestimmten Wertpapierfirmen im Rahmen eines einheitlichen Abwicklungsmechanismus und eines einheitlichen Abwicklungsfonds sowie zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010, Amtsblatt EU Nr. L 225 vom 30.07.2014, S. 1–90.

171 Der einheitliche Abwicklungsmechanismus gilt für sämtliche, in einem teilnehmenden Mitgliedstaat niedergelassenen, Kreditinstitute sowie für bestimmte EZB-beaufsichtigte konsolidierte Mutterunternehmen bzw. Wertpapierfirmen und Finanzinstitute (Art. 2 SRM-Verordnung). Teilnehmende Mitgliedstaaten sind dabei solche, deren Währung entweder der Euro ist oder die sich freiwillig zur Teilnahme am Single Supervisory Mechanism entschieden haben (vgl. Art. 2 Nr. 1 SSM-Verordnung). Das materielle Abwicklungsrecht (Art. 14 ff. SRM-Verordnung) umfasst als Abwicklungsinstrumente (nach etwaiger Frühintervention gem. Art. 13 SRM-Verordnung) das Instrument der Unternehmensveräußerung, das Instrument des Brückerinstituts, das Instrument der Ausgliederung von Vermögenswerten, sowie ein Bail-In-Instrument. Damit wird weitgehend an Regelungen der BRRD angeknüpft.

172 Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 06/2014, 39. Vgl. auch Erwägungsgrund 67 der BRRD: „Ein wirksames Abwicklungsregelwerk sollte den Umfang, in dem die Abwicklungskosten eines ausfallenden Instituts auf die Steuerzahler abgewälzt werden, so gering wie möglich halten. Es sollte sicherstellen, dass systemrelevante Institute ohne Gefährdung der Finanzstabilität abgewickelt werden können. Das Bail-in-Instrument dient eben diesem Ziel, indem es sicherstellt, dass die Anteilseigner und

Dieses Instrument sieht u.a. eine Gläubigerbeteiligung zum Zweck der Rekapitalisierung eines in der Abwicklung befindlichen Instituts vor. Die Abwicklungsbehörde kann dabei sogenannte „bail-in-fähige Verbindlichkeiten“ eines Instituts ganz oder teilweise herabsetzen. Es geht beim Bail-in daher immer um Verbindlichkeiten des Instituts. Der Begriff „bail-in-fähige Verbindlichkeit“ ist hierbei weit definiert (vgl. § 91 I SAG mit Ausnahmetatbeständen in § 91 II SAG). Eine **zwingende Befreiung** von Maßnahmen der Gläubigerbeteiligung besteht u.a. grundsätzlich in den Fällen, in denen es sich um eine „**besicherte Verbindlichkeit**“ (in der englischen Fassung: „secured liability“) handelt.¹⁷³ Indes kann die Abwicklungsbehörde – seit den jüngsten Änderungen der Norm durch das Risikoreduzierungsgesetz (in Umsetzung von Art. 44 II 4 BRRD) – das Instrument der Gläubigerbeteiligung nach § 90 SAG auf einen Teil der besicherten Verbindlichkeit, der den Wert der Sicherung oder Deckung übersteigt, anwenden (vgl. § 91 II Nr. 2 SAG). Die Begründung des Gesetzgebers für diese in der Praxis sehr wichtige Befreiung ist, dass Gläubiger ohne eine solche Privilegierung schlechter stünden als bei einer hypothetischen Insolvenz des Schuldners, in der, je nach Art der Besicherung, Absonderungs- oder Aussonderungsrechte an den Sicherheiten geltend gemacht werden könnten.¹⁷⁴ Unter die **Privilegierung für „besicherte Verbindlichkeiten“** nach § 91 II Nr. 2 SAG fallen somit im Derivatebereich alle Verträge, die durch Besicherungsanhänge (wie z.B. den Besicherungsanhang zum DRV bzw. den Credit Support Annex oder die Credit Support Deed zum ISDA Master Agreement) besichert sind.

307

Für Derivate und Finanzleistungen ist allerdings die Sonderregelung in § 93 SAG zu beachten. Danach ist das **Bail-in in Bezug auf Verbindlichkeiten aus Derivaten (und Finanzleistungen nach § 104 I InsO) nur nach oder gleichzeitig mit der Glattstellung der Derivate** (bzw. der Finanzleistungen) anwendbar. Die Abwicklungsbehörde ist mit dieser Maßgabe bei Vorliegen der Voraussetzungen des § 62 I SAG befugt, entsprechende Verträge zu kündigen und glattzustellen (§ 93 II SAG). Die Anknüpfung an eine vorherige (oder gleichzeitige) Glattstellung ist einerseits für die Praxis besonders wichtig, da hierdurch die Einheitlichkeit von Rahmenverträgen und der darunter abgeschlossenen Geschäfte (Single-Agreement Konzept) gewährleistet wird. Andererseits ist damit

308

Gläubiger des ausfallenden Instituts Verluste in angemessenem Umfang tragen und einen angemessenen Teil dieser Kosten, die durch den Ausfall des Instituts entstehen, übernehmen.“

173 § 91 II Nr. 2 SAG setzt Art. 44 II b) BRRD um und lautet wie folgt: „(2) Folgende Verbindlichkeiten sind vom Anwendungsbereich des Instruments der Gläubigerbeteiligung ausgenommen, und zwar unabhängig davon, ob sie dem Recht eines Mitgliedstaats oder eines Drittstaats unterliegen: [...] 2. besicherte Verbindlichkeiten einschließlich Verbindlichkeiten aus gedeckten Schuldverschreibungen, einschließlich von in Deckung befindlichen Derivategeschäften im Sinne des § 4 III 2 des Pfandbriefgesetzes, soweit sie mindestens durch den Wert der hierfür bestellten Sicherung besichert oder gedeckt sind;“.

174 Vgl BR-Drs. 357/14 vom 8. 8. 2014, S. 224 zu § 91 SAG (Berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

der Ansatz verbunden, eine Forderung gegen ein Institut zunächst dadurch zu erzeugen, dass Rahmenverträge durch Close-out beendet werden, um dann die so erzeugte Verbindlichkeit des Instituts (falls das Institut „out-of-the-money“ sowie unbesichert ist) zu reduzieren.

Der Umfang dieser Sondervorschrift knüpft hierbei zum einen an den Begriff „Derivat“ an und wurde im Nachhinein durch den Verweis auf „Verbindlichkeiten aus Finanzleistungen im Sinne des § 104 I InsO“ erweitert.¹⁷⁵ Insoweit sind insbesondere typische Finanzderivate, Wertpapierpensions- und -darlehensgeschäfte und finanziell abgewickelte Waren- und Energiederivate von § 93 SAG erfasst. Liefer- und Handelsverträge mit physischer Erfüllung (die nicht unter § 104 II InsO zu subsumieren sind) fallen daher in der Regel nicht unter § 93 SAG und sind daher, sofern die entsprechenden Voraussetzungen gegeben sind („berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten“) von § 91 SAG erfasst.

- 309 Ein weiteres für Derivate wichtiges Thema im Zusammenhang mit Interventionsmaßnahmen durch die Abwicklungsbehörde ist das **Verbot von Kündigungen von Verträgen aufgrund der Anordnung von Abwicklungsmaßnahmen**. Angesichts des Eingriffes in Gläubigerrechte ist davon auszugehen, dass je nach Art der Maßnahme und je nach Rahmenvertrag die Tatbestände vereinbarter Kündigungsrechte erfüllt sein können.¹⁷⁶

cc) *Moratorium*

- 310 Besteht Gefahr für die Erfüllung von Verpflichtungen eines Instituts gegenüber seinen Gläubigern, kann die BaFin u. a. gemäß § 46 I 2 Nr. 4–6 KWG ein „Moratorium“ erlassen. **Moratorium** in dem hier verstandenen Sinn ist insbesondere

¹⁷⁵ Die entsprechenden Absätze I bzw. V von § 93 SAG lauten wie folgt (wobei der Verweis auf § 104 InsO nach dessen Neufassung Ende 2016 aktualisiert wurde): „§ 93 Anwendung des Instruments der Gläubigerbeteiligung in Bezug auf Verbindlichkeiten aus Derivaten (1) In Bezug auf Verbindlichkeiten aus Derivaten ist das Instrument der Gläubigerbeteiligung nur nach oder gleichzeitig mit der Glattstellung der Derivate anwendbar. [...] (5) Die Absätze 1 bis 4 gelten entsprechend für Verbindlichkeiten aus Finanzleistungen im Sinne des § 104 Absatz 1 der Insolvenzordnung, die in einem Rahmenvertrag nach § 104 Absatz 3 der Insolvenzordnung zusammengefasst sind.“ Die Derivatedefinition im SAG verweist hierbei auf die weite Definition des Begriffs in § 1 XI 6 KWG. Derivate im Sinne der KWG-Definition sind hierbei u. a. als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Preis oder Maß eines Basiswertes ableitet (Termingeschäfte). Basiswerte sind hierbei neben üblichen Basiswerten für Finanzderivate (wie z. B. Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Devisen oder Zinssätzen, Emissionszertifikate) auch Termingeschäfte mit Bezug auf Waren, Frachtsätze, Klima- oder andere physikalische Variablen, Inflationsraten oder andere volkswirtschaftliche Variablen oder sonstige Vermögenswerte, Indices oder Messwerte als Basiswerte, sofern sie z. B. durch Barausgleich zu erfüllen sind oder auf einem organisierten Markt oder in einem multilateralen Handelssystem geschlossen werden.

¹⁷⁶ Die Kündigungsverbote sollen verhindern, dass die Abwicklungsmaßnahmen nicht oder nicht unmittelbar die Beendigung wichtiger Verträge auslösen, da hierdurch u. U. eine nicht mehr aufzuhaltende Eigendynamik in Gang gesetzt werden könnte.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

das Veräußerungs- und Zahlungsverbot gem. § 46 I 2 Nr. 4 KWG, das die BaFin als vorübergehende Maßnahme zur Vermeidung des Insolvenzverfahrens anordnen kann. Es ist eine praktisch besonders bedeutsame Interventionsart im abgestuften Maßnahmenkatalog der §§ 45 ff. KWG.¹⁷⁷ Zu den möglichen weiteren Maßnahmen nach § 46 I 2 Nr. 1–6 KWG gehören Maßnahmen wie eine Schalterschließung oder eine gerichtliche Bestellung von Geschäftsleitern, die teilweise ebenfalls unter den Begriff des Moratoriums gefasst werden, auf die hier aber nicht näher eingegangen werden soll.¹⁷⁸ Zu beachten ist, dass der Tatbestand des § 46 KWG den Terminus „Moratorium“ nicht verwendet und sich dieser Begriff erst in der Praxis gebildet hat.

Vor diesem Hintergrund stellt sich bei **Handelsverträgen mit Instituten** als Vertragspartner die Frage, ob eine Vertragsbeendigung angenommen, Close-out Netting auch im Falle der Verhängung eines Moratoriums wirksam ist (siehe (1) unten) bzw. welche Lösungen durch eine entsprechende Vertragsgestaltung möglich sind (siehe (2) unten).

311

(1) Wirkung des Moratoriums auf Close-out Netting

Nach einer früher im Schrifttum herrschenden Meinung bewirkte ein Moratorium nach § 46a I 1 Nr. 1 KWG a. F. bzw. § 46 I 2 Nr. 4 KWG n. F. grundsätzlich die **Stundung von Forderungen Dritter**.¹⁷⁹ Während des Moratoriums konnten Gläubi-

312

¹⁷⁷ Vgl. ausführlich zur Systematik der im KWG verankerten Maßnahmen in besonderen Fällen *Binder*, Bankeninsolvenzen im Spannungsfeld zwischen Bankaufsichts- und Insolvenzrecht, Diss. Berlin 2005, S. 127 ff.; einen Überblick gibt *Ruzik*, BKR 2009, 133 (136 f.); *Obermüller*, NZI 2011, 81, 82; *Willemsen/Rechel*, in: *Luz/Neus/Schaber/Scharpf/Schneider/Weber*, Kreditwesengesetz, 3. Aufl. 2015, § 46 Rn. 1 f.

¹⁷⁸ Vgl. zu den Maßnahmen nach § 46 I 2 Nr. 1–6 KWG etwa *Fischer/Boegl*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, Band 2, 5. Aufl. 2017, § 133 Rn. 30 ff.; *Schwennicke/Herweg*, in: *Schwennicke/Auerbach*, KWG, 4. Aufl. 2021, § 46 Rn. 19 ff.; *Willemsen/Rechel*, in: *Luz/Neus/Schaber/Scharpf/Schneider/Weber*, Kreditwesengesetz, 3. Aufl. 2015, § 46 Rn. 14 ff.

¹⁷⁹ *Willemsen/Rechel*, in: *Luz/Neus/Schaber/Scharpf/Schneider/Weber*, Kreditwesengesetz, 3. Aufl. 2015, § 46 Rn. 20d; *Lindemann*, in: *Boos/Fischer/Schulte-Mattler*, Kreditwesengesetz, 5. Aufl. 2016, § 46 Rn. 106 f. Der Meinungsstreit bestand auch schon bei § 46a I 1 Nr. 1 KWG a. F., der durch das Restrukturierungsgesetz in § 46 I 2 Nr. 4 KWG n. F. überführt wurde. Vgl. zu § 46a KWG a. F.: *Haug*, in: *Szagunn/Haug/Ergenzinger*, KWG, 6. Aufl. 1997, § 46a Rn. 4a („Auch eine Aufrechnungserklärung des Gläubigers ist unzulässig, da der Gläubiger wegen der Stundungswirkung keine fällige Forderung besitzt [so auch BAK II 5-E 183–31 vom 26.09.1978].“); *Kokemoor*, in:

Beck/Samm/Kokemoor, KWG (216. Aktualisierung, Oktober 2020), § 46 Rn. 59 ff. spricht sich gegen eine Stundungswirkung aus: „Sodann ist daran zu erinnern, dass das Verbot nach Nr. 4 schon deshalb keine Stundung sein kann, weil die Stundung doch einen Änderungsvertrag i. S. v. § 311 Abs 1 BGB voraussetzt, der die Fälligkeit zeitlich nach hinten verschiebt. [...]“; *Pannen*, Krise und Insolvenz bei Kreditinstituten, 3. Aufl. 2010, Kap. 1 Rn. 83 m. w. N.; vgl. Urteil des LG Frankfurt vom 05.08.2011 sowie Urteil des OLG Frankfurt vom 25.04.2012.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

gerforderungen daher nicht fällig werden. Insoweit konnte auch keine Aufrechnungslage entstehen¹⁸⁰ und eine Aufrechnung war insoweit nicht möglich.

Mit Urteil vom 12.03.2013¹⁸¹ sprach sich der BGH gegen eine Stundungswirkung des § 46a KWG a.F. bzw. § 46 I 2 Nr. 4 KWG n.F. aus. Statt einer Stundung bewirke die Anordnung des vorübergehenden Zahlungsverbotes ein vorübergehendes Leistungshindernis in Form der rechtlichen Unmöglichkeit gem. § 275 I BGB analog. Mit dem vorübergehenden Zahlungsverbot würden sich die Regelungszwecke, nämlich Massesicherung und Erstellung des Sanierungskonzepts, unabhängig von der Stundungswirkung erreichen lassen, da Raum für Sanierungsüberlegungen geschaffen werde.

Folgt man den Ausführungen des BGH (ein Moratorium begründet ein vorübergehendes Leistungshindernis), welcher auch im neueren Schrifttum mitunter noch Skepsis entgegenschlägt,¹⁸² führt dies dazu, dass Forderungen während des Moratoriums trotz Undurchsetzbarkeit nunmehr fällig werden können und dies einer Aufrechnungslage demnach nicht mehr entgegensteht.

- 313 Selbst wenn man eine Aufrechnung während des Moratoriums nicht für zulässig hielte, könnte man darüber hinaus in Frage stellen, ob tatsächlich auch **Close-out Netting während eines Moratoriums** ausgeschlossen sein soll. Gegenstand des Close-out Nettings in typischen Derivate-Rahmenverträgen ist nicht (allein) eine Aufrechnung von fälligen Beträgen, sondern eine wesentlich weitergehende, vorzeitige Beendigung aller laufenden Verträge, die Zuweisung eines Marktwertes für jedes Einzelgeschäft, die Aggregierung dieser Einzelpositionen und die Bildung eines Nettobetrages. Vertragliches Close-out Netting bezweckt zudem nicht die einseitige Befriedigung eines Gläubigers,¹⁸³ sondern die zeitliche Vorwegnahme einer Gesamtbeendigung und Gesamtverrechnung von Transaktionen, die für Warenfixgeschäfte und für Finanzleistungen nach § 104 I und II InsO ansonsten zwingend per Gesetz im Zeitpunkt der Eröffnung des Insolvenzverfahrens geschehen würde.¹⁸⁴

(2) Vertragsgestaltung und privilegierte Tatbestände

- 314 Schon vor der Finanzkrise haben die Marktteilnehmer dieses Thema erkannt und im Rahmen von Vertragsverhandlungen Lösungsmöglichkeiten diskutiert.

180 Pannen, Krise und Insolvenz bei Kreditinstituten, 3. Aufl. 2010, Kap. I Rn. 144 m. w. N.

181 BGH, Urt. v. 12.03.2013 – XI ZR 227/12, WM 2013, 742 ff.; wie der BGH bereits LG Frankfurt a. M., Urt. v. 05.08.2011 – 2-25 O 109/11, WM 2012, 403 ff.

182 Skeptisch in Bezug auf eine Stundungswirkung mit Blick auf Gesetzeswortlaut und -systematik Schwennicke/Herweg, in: Schwennicke/Auerbach, KWG, 4. Aufl. 2021, § 46 Rn. 39; dem BGH zustimmend etwa Geier, in: Jahn/Schmitt/Geier, Handbuch Bankensanierung und -abwicklung, 1. Aufl. 2016, B. Abwicklung, I. Überblick Abwicklung unter besonderer Berücksichtigung der Abwicklung nicht systemrelevanter Institute Rn. 260 ff.; Geier, in: Reischauer/Kleinhan, KWG, Werkstand: Mai 2020, § 46 KWG Rn. 64.

183 Zumal das Ergebnis ja auch eine Netto-Verbindlichkeit des Gläubigers sein kann.

184 Der zwingende Charakter ergibt sich aus § 119 InsO.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Eine Lösung kann sein, zusätzlich zu den üblichen Beendigungsgründen **früher wirksame Kündigungsgründe** aufzunehmen. Beispiele sind die Herabstufung des kurz- oder langfristigen Ratings unter bestimmte Schwellen, die Verletzung bestimmter Bilanzkennzahlen (z. B. Verlust des Eigenkapitals in bestimmter Höhe), die Insolvenzanzeige des Geschäftsleiters einer Bank bei der BaFin (gem. § 46b I KWG) oder insbesondere auch aufsichtsrechtliche Maßnahmen (z. B. Verhängung einer Maßnahme nach § 46 I 2 Nr. 4–6 KWG). Auch eine konsequenterere Nutzung des in der Regel bereits gem. § 17 EFET zustehenden Nachbesicherungsrechts (und eine Kündigung bei Nichtleistung der geforderten Sicherheit) könnten helfen. Hinsichtlich der Rating-Herabstufung sollte jedoch bedacht werden, dass eine Gesamtkündigung des Rahmenvertrages wegen ihrer erheblichen Wirkungen immer nur das letzte Mittel sein und als Zwischen-schritt in aller Regel die Nachforderung von Sicherheiten genutzt werden sollte. Auch der **Abschluss eines Besicherungsanhanges** (Credit Support Annex),¹⁸⁵ der sich bei bestimmten Ereignissen selbst aktiviert, könnte überlegt werden.¹⁸⁶

Ein Vorteil von Besicherungsanhängen (Credit Support Annexes) ist, dass neben diversen insolvenzrechtlichen Privilegierungen auch Maßnahmen nach § 46 I 2 Nr. 4–6 KWG dann dem vereinbarten Close-out Netting nicht entgegenstehen, wenn diese Anhänge eine Finanzsicherheit im Sinne von § 1 XVII KWG darstellen. Dies ist etwas versteckt in § 46 II 7 KWG normiert und setzt Art. 8 der Finanzsicherheiten-Richtlinie 2002/47/EG um.¹⁸⁷ Die Tatsache, dass normale Energiehandelsunternehmen, die keine Institute nach KWG sind, in der Regel nicht von § 1 XVII KWG profitieren (da sie nicht uneingeschränkt zu den nach Art. 1 II der Finanzsicherheiten-Richtlinie privilegierten Unternehmen gehören), erweist sich auch in diesem Zusammenhang einmal mehr als Nachteil für „normale“ Unternehmen.¹⁸⁸

Eine weitere ebenfalls nur im Finanzbereich anwendbare Privilegierung bezieht sich auf nicht deutschrechtliche Rahmenverträge (z. B. ISDA Master Agreements nach englischem oder New Yorker Recht) mit deutschen Instituten, Versicherungsunternehmen, Wertpapierfirmen und Organismen für gemeinsame Anlagen. Für diese Konstellationen gilt nach § 340 II InsO das so genannte *Lex Contractus*-Prinzip (Vertragsstatut). Danach unterliegen die Wirkungen des In-

315

316

185 Siehe hierzu Rn. 218 f.

186 Technisch wird dies üblicherweise so umgesetzt, dass der Freibetrag (Threshold Amount) des Besicherungsanhanges auf „unendlich“ (infinity) gesetzt wird und sich bei Eintritt der Bedingung automatisch wieder auf Null reduziert.

187 Art. 7 I (Anerkennung der Aufrechnung infolge Beendigung) der Finanzsicherheiten-Richtlinie 2002/47/EG fordert die Insolvenzfestigkeit von mit Finanzsicherheiten verknüpften Netting-Vereinbarungen und lautet: „Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass die Aufrechnung infolge Beendigung vereinbarungsgemäß wirksam werden kann, a) auch wenn gegenüber dem Sicherungsgeber oder -nehmer ein Liquidationsverfahren eröffnet wurde [...]“; vgl. zum Thema Netting und Finanzsicherheiten Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 19 Rn. 1–32.

188 Vgl. zur Kritik an der engen deutschen Umsetzung der Finanzsicherheiten-Richtlinie Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 19 Rn. 32.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

solvenzverfahrens auf Netting-Vereinbarungen dem Recht des Staats, das für diese Verträge maßgebend ist. **§ 46d III 3 KWG i. V. m. § 340 II InsO** normiert, dass in Ansehung von Sanierungsmaßnahmen (wie z.B. Maßnahmen nach § 46 I 2 Nr. 4–6 KWG) auf „Schuldumwandlungs- und Aufrechnungsvereinbarungen“ (d.h. also Netting-Vereinbarungen) u.a. § 340 InsO entsprechend anwendbar ist. In der Gesetzesbegründung wird dazu ausgeführt: „Um den in Artikel 20 ff. [Anmerkung: Richtlinie 2001/24/EG] vorgesehenen Gleichklang der Wirkungen von Sanierungsmaßnahmen und Liquidationsverfahren auf bestimmte Verträge sicherzustellen, verweist Satz 3 auf die für das Liquidationsverfahren geltenden Vorschriften der InsO.“ Im Ergebnis bedeutet dies, dass Netting-Vereinbarungen, die aus insolvenzrechtlicher Sicht dem *Lex Contractus*-Prinzip unterliegen und danach wirksam sind, auch bei Anordnung eines Moratoriums wirksam bleiben sollen.

dd) Sonstige Besonderheiten für Institute

- 317 Bei Netting-Klauseln in Verträgen mit Instituten ist darauf zu achten, dass den Besonderheiten schon bei der Definition des Kündigungsgrundes selbst Rechnung getragen wird. Eine Differenzierung in Eigen- und Drittanträge ist nicht sachgerecht, da weder das Institut selbst noch ein Gläubiger einen Insolvenzantrag stellen dürfen. Es sollte daher auf den Antrag durch die Finanzaufsicht abgestellt werden, wenn man nicht schon auf die genannten früheren Trigger (wie z.B. die Insolvenzanzeige des Geschäftsleiters nach § 46b I KWG) setzen möchte.
- 318 Bei der Diskussion von Anfechtungsrisiken im Zusammenhang mit Netting-Klauseln ist darauf zu achten, dass die Fristen der §§ 130 ff. InsO bei Verfahren hinsichtlich Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten nicht wie üblich an die Stellung des Antrages auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens, sondern bereits an den Erlass von Maßnahmen der BaFin nach § 46 I KWG anknüpfen. Die Pflicht zur Beantragung eines Insolvenzverfahrens bei Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung erfüllt der Geschäftsleiter durch die Insolvenzanzeige bei der BaFin (vgl. § 46b I 2 KWG).

e) Vorzeitige Auflösungs- und Übertragungsvereinbarungen

- 319 Im Laufe einer Handelsbeziehung kann es aus den unterschiedlichsten Gründen notwendig werden, einzelne Transaktionen oder den Rahmenvertrag und die **Handelsbeziehungen insgesamt zu beenden**. Bei einzelnen Transaktionen sind es meist wirtschaftliche Gründe bzw. Gründe in der Person des Vorlieferanten des Verkäufers bzw. des Abnehmers des Käufers, die eine Aufhebung oder Anpassung erforderlich machen. Hierfür gibt es keine standardisierten Vertragsmuster. Auch ist die Auflösung von Schuldverhältnissen im BGB nicht ausdrücklich geregelt.¹⁸⁹ Die Schwierigkeiten liegen in diesen Fällen eher im wirt-

¹⁸⁹ Vgl. zur Zulässigkeit und den Voraussetzungen der Aufhebung von Schuldverhältnissen Emmerich, in: MünchKomm-BGB, Band 3, 8. Aufl. 2019, § 311 Rn. 19 f.; Kindl, in: Erman, Bürgerliches Gesetzbuch, 15. Aufl. 2017, § 311 Rn. 14.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

schaftlichen als im juristischen Bereich. Die Partei, die sich auf Lieferung bzw. auf Abnahme eingestellt hatte, wird die wirtschaftlichen Folgen auf Grundlage von Ersatzkäufen bzw. -verkäufen berechnen und diesen Betrag einfordern. Sofern sich beide Parteien einig sind, kann dies zum Bestandteil einer Aufhebungsvereinbarung gemacht werden.

Im Falle der **Umorganisation von Konzernen** sowie im Falle der **Insolvenz von Handelsgesellschaften** kommt es vor, dass der gesamte Rahmenvertrag einschließlich der darunter abgeschlossenen Transaktionen auf einen Dritten übertragen werden soll. Bei Reorganisationsmaßnahmen innerhalb von Konzernen bieten sich Novationsverträge an, in denen sich die übertragende Partei, die empfangende Partei sowie der Handelpartner einigen, dass alle Rechte und Pflichten zwischen dem Handelpartner und der übertragenden Partei erloschen und in gleichem Umfang zwischen der empfangenden Partei und dem Handelpartner neu entstehen.¹⁹⁰ Da bei solchen Novationen die Forderungen für eine juristische Sekunde erlöschen und nicht wie bei Abtretungen einfach übergehen, ist darauf zu achten, dass eventuell existierende akzessorische Sicherheiten (z. B. Bürgschaften) neu bestellt werden bzw. der Wortlaut von Garantien und Bürgschaften generell auf eine Erstreckung auf diese Fälle geprüft wird. Eine weitere mögliche Übertragungsart ist, je nach Interessenlage, die im BGB nicht geregelte Vertragsübernahme oder die im BGB erwähnte befreieende Schuldübernahme.¹⁹¹ Sofern sie im Vorfeld einer Insolvenzeröffnung abgeschlossen werden, ist auf die Ausgeglichenheit von Leistungen und Gegenleistungen zu achten, um die Anfechtung dieses Geschäfts durch den Insolvenzverwalter gem. §§ 129 ff. InsO zu vermeiden. Nach Eröffnung der Insolvenz kann auch der Insolvenzverwalter ein Interesse daran haben, im Rahmen seiner Abwicklungsbemühungen vertragliche Regelungen zu treffen. Sofern Netting wirksam vereinbart wurde, ist der Anwendungsbereich von Auflösungsvereinbarungen sehr beschränkt. In solchen Fällen kommt es zu einer automatischen Beendigung des Rahmenvertrages und einer Gesamtverrechnung nach § 104 InsO.

320

9. Berechnung des Kündigungsbetrages¹⁹²

In den Fällen einer Gesamtbeendigung des Rahmenvertrages und aller Transaktionen aus wichtigem Grund (einschließlich einer automatischen Beendigung im Insolvenzfall) soll es nach § 11 EFET-Strom (und dem fast wortgleichen § 11 EFET-Gas) zur **Berechnung eines Ausgleichsbetrages** kommen, in den alle

321

190 Vgl. zur Novation *Emmerich*, in: MünchKomm-BGB, Band 3, 8. Aufl. 2019, § 311 Rn. 15 ff.; *Grüneberg*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 311 Rn. 8 ff.

191 Vgl. zur Vertragsübernahme *Grüneberg*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 398 Rn. 41–45; *Roth/Kieninger*, in: MünchKomm-BGB, Band 3, 8. Aufl. 2019, § 398 Rn. 4 ff.; zur befreienden Schuldübernahme §§ 414 ff. BGB siehe *Grüneberg*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Überbl. v. § 414 Rn. 1 ff.; *Heinemeyer*, in: MünchKomm-BGB, Band 3, 8. Aufl. 2019, Vor § 414 Rn. 1 ff.

192 § 11 EFET-Strom –

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

offenen Positionen einfließen. Dieser Betrag soll durch die beendigende Partei errechnet werden und kann in einem Anspruch oder in einer Verbindlichkeit für die beendigende Partei resultieren. Zur Berechnung dieses Betrages soll für **jede einzelne Transaktion** geprüft werden, ob der beendigenden Partei durch die Beendigung ein wirtschaftlicher Vorteil entsteht (beispielsweise durch eine günstigere Ersatzbeschaffung). Von diesem Betrag – sofern ein solcher Gewinn überhaupt existiert – sollen dann Verluste und Kosten abgezogen werden. Verluste entstehen insbesondere dadurch, dass die beendigende Partei aufgrund der Beendigung Ersatzbeschaffungskosten hat. Abzuziehende weitere Kosten sind aufgewandte Gebühren oder sonstige Kosten und Ausgaben, die die beendigende Partei vernünftigerweise im Zusammenhang mit der Beendigung tätigen durfte. Gewinne und Verluste für die einzelnen Transaktionen sind mit dem Barwert anzusetzen. Die beendigende Partei ist nicht verpflichtet, Ersatzbeschaffungs- bzw. Ersatzverkaufsgeschäfte tatsächlich zu tätigen. Sie kann ihre Berechnung auch auf Grundlage hypothetischer Geschäfte tätigen. Obwohl § 11.2 EFET-Strom letzter Absatz ausdrücklich den Ermessensspielraum der beendigenden Partei bei dieser Berechnung betont, ergeben sich aus zivil- und insbesondere insolvenzrechtlichen Gründen gewisse Pflichten, diese Beträge

1. Termination Amount: „The Terminating Party shall calculate an amount (the „Termination Amount“) to be paid in accordance with § 10.3 (Termination for Material Reasons) and § 10.4 (Automatic Termination) by calculating the sum (whether positive or negative) of all Settlement Amounts for all Individual Contracts plus any or all other amounts payable between the Parties under or in connection with the Agreement.“

2. Settlement Amount: „The „Settlement Amount“ for an Individual Contract shall be the Gains less the aggregate of the Losses and Costs which the Terminating Party incurs as a result of the termination of the Individual Contract. For the purpose of this provision:

(a) „Costs“ means brokerage fees, commissions and other third party costs and expenses reasonably incurred by the Terminating Party either in terminating any arrangement pursuant to which it has hedged its obligation or entering into new arrangements which replace a terminated Individual Contract and all reasonable legal fees, costs and expenses incurred by the Terminating Party in connection with its termination of such Individual Contract;

(b) „Gains“ means an amount equal to the present value of the economic benefit to the Terminating Party, if any (exclusive of Costs), resulting from the termination of an Individual Contract, determined in a commercially reasonable manner; and

(c) „Losses“ means an amount equal to the present value of the economic loss to the Terminating Party, if any (exclusive of Costs), resulting from its termination of an Individual Contract, determined in a commercially reasonable manner.

In calculating the Settlement Amounts, the Terminating Party may, but is not obliged, to calculate its Gains and Losses as at the Early Termination Date, at its discretion, without entering into any replacement transactions.“; vgl. zu entsprechenden Regelungen in DRV und ISDA Nr. 8 und Nr. 9 DRV 1993/2001 bzw. Nr. 8 DRV 2018; Section 6 (e) ISDA.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

auf nachvollziehbare Kalkulationen und angemessene Marktpreise zu stützen.¹⁹³

Die jeweiligen Beträge jeder Einzeltransaktion werden dann mit allen anderen Forderungen bzw. Verbindlichkeiten aus oder im Zusammenhang mit dem Rahmenvertrag **zu einem Gesamtbetrag verrechnet**. Sofern der Betrag **positiv** ist, kann die beendigende Partei diesen von der anderen Partei fordern. Sofern der Betrag **negativ** ist, schuldet die beendigende Partei den Betrag. Sofern eine Insolvenz Beendigungsgrund ist und keine zusätzliche Besicherung (z.B. in Form eines Credit Support Annex) existiert, ist ein positiver Betrag üblicherweise nicht oder nur zu einem geringen Teil eintreibbar. Es handelt sich bei dieser Forderung um einen zur Zeit der Eröffnung begründeten schuldrechtlichen Anspruch auf eine geldwerte Leistung und damit um eine nicht bevorrechtigte Forderung.¹⁹⁴

322

Ob bzw. mit welchen Einschränkungen die Berechnung des Kündigungsbeitrages nach Insolvenz eines Vertragspartners wirksam ist, hängt vom anwendbaren Insolvenzrecht und den entsprechenden Vorgaben ab. Bei Anwendbarkeit deutschen Insolvenzrechts sind die Vorgaben von § 104 II bzw. IV Satz 2 Nr. 3b) und c) InsO zu beachten.¹⁹⁵

323

10. Haftungsbeschränkungen¹⁹⁶

Um das jeweilige Haftungsrisiko weitgehend kalkulierbar zu machen, kommt einer **Limitierung der Haftung** im Rahmen des OTC-Handels eine erhebliche Bedeutung zu.

¹⁹³ Aus zivilrechtlicher Sicht können sich solche Pflichten insbesondere aus § 242 BGB (allgemeine Schutzpflichten/Schadensminderungspflichten – vgl. *Grüneberg*, in: *Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch*, 79. Aufl. 2020, § 242 Rn. 35) und bei der Geltendmachung von Schäden aus § 254 II 1 Alt. 2 BGB ergeben; aus insolvenzrechtlicher Sicht ergeben sich anfechtungsrechtliche Beschränkungen. Ein Abweichen von Marktpreisen und eine nicht ausgewogene und nicht § 104 II und III InsO entsprechende Berechnung erhöhen das Risiko, dass ein Insolvenzverwalter die Berechnung nicht akzeptieren und versuchen wird, vertragliches Netting als massebeeinträchtigend zu klassifizieren und anzufechten.

¹⁹⁴ Vgl. §§ 38, 87 und 174 ff. InsO.

¹⁹⁵ Siehe hierzu Rn. 525 ff.

¹⁹⁶ § 12 EFET –

1. Application of Limitation: „This § 12 will apply unless otherwise specified by the Parties in the Election Sheet.“
2. Exclusion of Liability: Subject to §§ 12.3 and 12.4 and except in respect of any amounts payable under § 8 (Remedies for Failure to Deliver and Accept) or § 10.3 (Termination for Material Reason), a Party and its employees, officers, contractors and/or agents, are not liable to the other Party for any loss, cost, expense or damages („Damages“), (including, without limitation, any liability due to the irregularities in the supply of electricity under an Individual Contract) incurred by the other Party under or in connection with the Agreement, except where such Damages are due to gross negligence, intentional default or fraud of a Party or its employees, officers, contractors and/or agents used by such Party in performing its obligations under the Agreement.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

a) Haftungsumfang

- 324 Aus Vertrag oder aus Delikt besteht grundsätzlich eine summenmäßig unbeschränkte Haftung bei Personen-, Sach- und Vermögensschäden für eigenes Verhalten oder zurechenbares Verhalten Dritter, soweit dieses vorsätzlich oder fahrlässig erfolgte. § 12 EFET-Strom und -Gas zielen darauf ab, abweichend von den allgemeinen gesetzlichen Regelungen im Schadensfall die **Haftung des Schädigers** gegenüber der geschädigten Partei **zu limitieren**. Dazu wird die Haftung zunächst hinsichtlich des Verschuldensmaßstabs beschränkt. Nach § 12.2 EFET-Strom haftet eine Partei grundsätzlich nur für Schäden, die durch Vorsatz, arglistige Täuschung oder grobe Fahrlässigkeit der Partei, ihrer Angestellten, Organe oder Erfüllungs- oder Verrichtungsgehilfen verursacht wurden. Ausgenommen von dieser Haftungsbeschränkung sind die Ansprüche nach § 8 EFET-Strom (Rechte bei Nichtbelieferung und Nichtabnahme) und § 10.3 EFET-Strom (Kündigung aus wichtigem Grund). Nach § 12.2 EFET-Gas besteht die Haftung für Schäden einschließlich der Haftung aufgrund von Unregelmäßigkeiten in der Belieferung mit Erdgas unter einem Einzelvertrag darüber hinaus auch in den Fällen einfacher Fahrlässigkeit. § 12.3 EFET-Strom und § 12.3 EFET-Gas schließen zudem die Haftung für indirekte Schäden, wie entgangenen Gewinn, aus und begrenzen den Haftungsumfang grundsätzlich auf das Vertragsvolumen der durch die Schädigung gestörten Einzeltransaktionen.¹⁹⁷ Diese Beschränkung gilt im Rahmen des EFET-Strom nicht in Fällen, in denen der Schädiger Schadensersatz wegen Nichteinhaltung (§ 8 EFET-Strom) zu leisten hat oder der gesamte Vertrag aus besonderem Grund gekündigt wurde (§ 10.3 EFET-Strom). Nach § 12.2 EFET-Gas gilt der Haftungsausschluss für Folgeschäden nicht in den in § 12.2 (a) und die Begrenzung des Haftungsumfanges nicht in den in § 12.2 (b) EFET genannten Fällen.
- 325 § 12.4 (a) und (b) EFET setzen den Haftungsbeschränkungen in § 12.2 und § 12.3 EFET allgemeine Grenzen bei vorsätzlichem oder betrügerischem Handeln.

3. Consequential Damage and Limitation of Liability: „Subject to § 12.4, the liability of a Party under or in connection with this Agreement:

(a) does not include liability for any indirect and/or consequential Damages, including, without limitation, loss of profit, goodwill, business opportunity or anticipated saving; and (b) is limited to an amount equal to the amounts payable for electricity supplied or to be supplied by a Party under any relevant Individual Contract provided that such limitation shall not apply to payments under § 8 (Remedies for Failure to Deliver and Accept) and § 11 (Calculation of the Termination Amount”).

4. Intentional Default, Fraud and Fundamental Rights: „Nothing in the Agreement operates to exclude or limit a Party's liability for:

(a) intentional default, (b) fraud; or (c) any action which endangers the fundamental legal rights of a Party or which violates a Party's fundamental contractual obligations („Kardinal[s]pflichten“).

5. Duty to Mitigate Losses: „For the avoidance of doubt, and subject to applicable law, each Party agrees that it has a duty to mitigate its Damages and covenants that it will use commercially reasonable efforts to minimise any Damages it may incur under or in connection with the Agreement.“

197 Vergleiche § 12.3 (a) und (b) EFET-Strom.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Nach § 12.4 (c) EFET-Strom gelten die Beschränkungen in § 12.2 und § 12.3 zudem nicht bei der Gefährdung fundamentaler Rechte einer Partei oder im Falle der Verletzung von Kardinalpflichten. Nach § 12.4 (c) EFET-Gas gelten die Beschränkungen in § 12.2 und § 12.3 EFET-Gas nicht bei Körperverletzung und Tod, die aus fahrlässigem Handeln resultieren.

b) Exkurs: AGB-Kontrolle von Rahmenverträgen?

aa) Gesetzliche Vorgaben für Allgemeine Geschäftsbedingungen („AGB“) (§§ 305 ff. BGB)

Soweit es sich bei den Regelungen der EFET-Rahmenverträge um vorformulierte Vertragsbedingungen handelt, die von einer Vertragspartei gestellt wurden (§ 305 I BGB), unterfallen die Bestimmungen grundsätzlich der **Inhaltskontrolle** des § 307 BGB. Danach wäre beispielsweise fraglich, ob ein Haftungsausschluss für einfache Fahrlässigkeit (wie in § 12.2 EFET-Strom) möglich ist.¹⁹⁸ Auch der Ausschluss der Haftung für mittelbare Schäden sowie die Haftungsbegrenzung der Höhe nach in § 12.3 EFET-Strom könnten unwirksam sein. Entsprechendes könnte wegen der Ausstrahlungswirkung des § 309 Nr. 7 lit. a) BGB¹⁹⁹ für § 12.4 EFET-Strom gelten, der die Haftung auch für die schuldhafte Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit beschränkt.

326

bb) Anwendbarkeit der §§ 305 ff. BGB auf OTC-Verträge

Die Anwendbarkeit der Regelungen für AGB ist nicht schon deshalb ausgeschlossen, weil es sich bei den Strom- und Gashändlern um **Unternehmer im Sinne des § 14 BGB** handelt. Nach § 310 I BGB ist der Anwendungsbereich der §§ 305 ff. BGB für Unternehmer allerdings nur eingeschränkt eröffnet. Es findet keine Einbeziehungskontrolle nach § 305 II und III BGB statt und die speziellen Klauserverbote der §§ 308 und 309 BGB sind nicht unmittelbar anwendbar.²⁰⁰ Eine Inhaltskontrolle nach § 307 BGB kommt dagegen auf den ersten Blick in Betracht. Die EFET-Rahmenverträge enthalten für eine Vielzahl von Verträgen vorformulierte Vertragsbedingungen, so dass sie AGB im Sinne von § 305 I 1 BGB sind. Auch der Umstand, dass die Vertragsbedingungen von einem an der konkreten Aushandlung des Vertrages unbeteiligten Dritten (EFET) formuliert wurden, steht der Einordnung als AGB nicht entgegen.²⁰¹

327

198 Die entsprechende Klausel im EFET-Gas enthält keinen solch weitgehenden Haftungsausschluss und schließt Fahrlässigkeit insgesamt in die Haftung ein.

199 BGH, Urt. v. 4. 2. 2015 – VIII ZR 26/14, WM 2015, 695, juris Rn. 16; BGH, VU v. 19. 09. 2007 – VIII ZR 141/06, BGHZ 174, 1 = NJW 2007, 3774, juris Rn. 15; Stoffels, NJW Praxis, AGB-Recht, 3. Aufl. 2015, Rn. 980.

200 Ausführlich zur, durch die Rechtsprechung ausgeformten „Indizwirkung“ der §§ 308, 309 BGB: Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 248f.

201 So auch bezüglich des DRV: OLG Frankfurt, Urt. v. 05. 12. 2012 – 16 U 183/12, juris Rn. 50; vgl. hierzu generell Basedow, in: MünchKomm-BGB, Band 2, 8. Aufl. 2019, § 305 Rn. 14; Grüneberg, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 305

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- 328 Allerdings sprechen entgegen dieser ersten Einschätzung bei einer näheren Betrachtung andere gewichtige Gründe gegen das Vorliegen von AGB im Sinne von § 305 I BGB.
- 329 Nach § 305 I 1 BGB muss eine Vertragspartei als Verwender der anderen Vertragspartei vorformulierte Vertragsbedingungen stellen. Als Verwender gilt dabei grundsätzlich derjenige, auf dessen Veranlassung die vorformulierten Bedingungen Vertragsinhalt werden bzw. auf dessen Initiative die Einbeziehung der Bedingungen erfolgte.²⁰² Sofern der EFET-Rahmenvertrag auf Initiative einer Partei verwendet wird, wäre AGB-Recht jedoch grundsätzlich zu prüfen.²⁰³ Wollen jedoch **beide Vertragspartner** den EFET-Rahmenvertrag verwenden, d.h. beide verweisen unabhängig voneinander auf die gleichlautenden Vertragsbedingungen, kann keiner der Vertragsparteien die **Rolle des Verwenders** gegenüber der anderen Partei zugeordnet werden.²⁰⁴ Diese Konstellation ist bei Verwendung von Rahmenverträgen wie EFET, DRV oder ISDA in der Regel gegeben.²⁰⁵ Es ist auch dann denkbar, dass keine Seite als Verwender anzusehen ist, wenn eine Partei die Verwendung eines Rahmenvertrages vorschlägt. Denn nach BGH NJW 2010, 1131²⁰⁶ ist die vorschlagende Partei dann nicht Verwender, wenn die Einbeziehung der Vertragsbedingungen auf einer freien Entscheidung beider Vertragsparteien beruht. Denn in diesem Fall nimmt

Rn. 9. Anders wäre es u. U. zu beurteilen, wenn die Bedingungen von einer Nichtvertragspartei für den konkreten Rahmenvertrag vorgeschlagen werden; siehe dazu Grüneberg, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 305 Rn. 12.

- 202 BGH, Beschl. v. 28.06.2016 – XI ZR 319/14, juris Rn. 21; BGH, Beschl. v. 22.07.2009 – IV ZR 74/08, NJW-RR 2010, 39.
- 203 Vgl. hierzu auch OLG Frankfurt, Urt. v. 05.12.2013 – 16 U 183/12, juris Rn. 50 ff. (vorgehende Instanz zum Netting-Urteil des BGH vom 09.06.2016 – IX ZR 314/14, juris). Erwähnenswert ist, dass das OLG in bestimmten vertraglichen Bestimmungen des DRV keine überraschende Klausel (§ 305c I BGB) und damit keinen Verstoß gegen AGB-Recht erkennen konnte, soweit die Klausel den gesetzlichen Regelungen des § 104 II und III InsO (a. F.) entsprach.
- 204 Siehe Lehmann-Richter, in: BeckOGK, Stand: 01.12.2020, § 305 BGB Rn. 135; Ulmer/Habersack, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGB-Recht: Kommentar zu den §§ 305–310 BGB und zum Unterlassungsklagengesetz, 12. Aufl. 2016, § 305 Rn. 29; Roloff, in: Erman, Bürgerliches Gesetzbuch, 25. Aufl. 2017, § 305 Rn. 12; Grüneberg, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 305 Rn. 13.
- 205 So eine verbreitete Ansicht in der Literatur bezüglich branchenüblichen Verträgen, da hier keine Partei einseitig Rechtsgestaltungsmacht in Anspruch nimmt und insoweit wegen des beidseitiges Verwendungsverlangens keine der Parteien Verwender i.S.v. § 305 I 1 BGB ist. Vgl. Lehmann-Richter, in: BeckOGK, Stand: 01.12.2020, § 305 BGB Rn. 135; Ulmer/Habersack, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGB-Recht: Kommentar zu den §§ 305–310 BGB und zum Unterlassungsklagengesetz, 11. Aufl. 2016, § 305 Rn. 29; Becker, in: Beck'scher Online-Kommentar BGB, Bamberger/Roth, 53. Edition Stand: 01.02.2020, § 305 Rn. 26; Basedow, in: MünchKomm-BGB, Band 2, 8. Aufl. 2019, § 305 Rn. 26; Kollmann, in: NK-BGB, 3. Aufl. 2016, § 305 Rn. 11.
- 206 BGH, Urt. v. 17.02.2010 – VIII ZR 67/09, BGHZ 184, 259 = NJW 2010, 1131 ff.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

keine der Parteien einseitige Gestaltungsmacht in Anspruch.²⁰⁷ Andernfalls wäre es bei branchenüblichen Vertragsbedingungen eine Frage des Zufalls, welche Partei als erste die entsprechenden Vertragsbedingungen vorschlägt und daher als Verwender anzusehen ist.²⁰⁸

Auch Sinn und Zweck des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen spricht gegen die Annahme von AGBs im Sinne des § 305 I BGB. Die §§ 305 ff. BGB bezeichnen den Schutz der einen Vertragspartei vor der einseitigen Ausnutzung der Vertragsgestaltungsfreiheit durch die andere. Es soll verhindert werden, dass der AGB-Verwender die andere Partei durch die Abbedingung des dispositiven Rechts unangemessen benachteiligt.²⁰⁹ Der Begriff des Kunden als Gegenüber des Verwenders impliziert daher eine Rollenverteilung, die nicht während der Abwicklung des Vertrages ständig zwischen der Käufer- und Verkäuferrolle wechselt.²¹⁰ Genau diese Rollenverteilung ist bei Abschluss eines Rahmenvertrages aber meistens noch nicht abschließend festgelegt. Da in der Regel für die Vertragsparteien noch nicht vorhersehbar ist, ob ihnen in den späteren Einzeltransaktionen jeweils die Rolle des Käufers oder Verkäufers zufällt, ist bei Abschluss des Rahmenvertrages gerade nicht absehbar, welche der beiden Vertragsparteien durch die Haftungsbeschränkungen in § 12 EFET-Strom und -Gas benachteiligt werden könnte.²¹¹

Die §§ 305 ff. BGB sind nach § 305 I 3 BGB zudem unanwendbar, wenn die Vertragsbedingungen zwischen den Parteien im Einzelnen ausgehandelt sind. Die Bedingungen in den EFET-Rahmenverträgen wurden unter Beteiligung von Strom- und Gashändlern als Mitglieder von EFET innerhalb des Verbandes ausgehandelt. Ob dies allein ausreicht, um ein „**Aushandeln**“ im Sinne von § 305 I 3 BGB anzunehmen, ist zumindest auf den ersten Blick nicht eindeutig. Soweit ersichtlich, wurde diese Frage auch noch nie höchstrichterlich entschieden. Der BGH hat sich allerdings mit vergleichbaren Konstellationen beschäf-

330

331

207 Vgl. zur Maßgeblichkeit dieses Kriteriums gegen die Verwendereigenschaft einer der Parteien, insbesondere, wenn es den Parteien vorrangig um die Verwendung eines rechtlich einwandfreien Vertragsmusters und weniger um die Durchsetzung eines bestimmten Vertragstextes geht BGH, Urt. v. 20.01.2016 – VIII ZR 26/25, NJW 2016, 1230, 1232 (insbesondere Rn. 27).

208 Basedow, in: MünchKomm-BGB, Band 2, 8. Aufl. 2019, § 305 Rn. 101–104; mit weiterer Erörterung und Stellungnahme: Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 255 ff. und S. 262, konkret zum EFET-Rahmenvertrag; S. 264.

209 Grüneberg, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Überbl v. § 305 Rn. 8; BGH, Urt. v. 08.02.1978 – VIII ZR 240/76, BGHZ 70, 304, 310 = NJW 1978, 945, 947; BGH, Urt. v. 30.06.1994 – VII ZR 116/93, BGHZ 126, 326, 332 = NJW 1994, 2825, 2826; Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 255 ff. und S. 262, konkret zum EFET-Rahmenvertrag, S. 264.

210 Vgl. Ulmer/Habersack, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGB-Recht: Kommentar zu den §§ 305–310 BGB und zum Unterlassungsklagengesetz, 12. Aufl. 2016, § 305 Rn. 26.

211 Insoweit kann auch nicht auf den Zeitpunkt der jeweiligen Einzeltransaktion abgestellt werden, da schon beim Abschluss des Rahmenvertrages eine Bestimmbarkeit des Verwenders nötig ist.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

tigt, als er darüber zu befinden hatte, ob die Verdingungsordnung für Bauleistungen und die Allgemeinen Deutschen Spediteurbedingungen den Erfordernissen eines „Aushandelns“ im Sinne des AGB-Rechts Genüge tun²¹²: Der BGH betonte, dass bei der Ausarbeitung dieser Regelwerke alle relevanten Interessengruppen und Wirtschaftskreise und teilweise sogar die öffentliche Hand beteiligt waren. Sowohl die VOB/B als auch die Allgemeinen Deutschen Spediteurbedingungen enthalten ein austariertes System von Rechten und Pflichten der Vertragsparteien, die teilweise vom Gesetzesbild der allgemeinen zivilrechtlichen Vorschriften abweichen und die teils zugunsten der einen, teils zugunsten der anderen Vertragspartei ausfallen. Einzelne Bestimmungen der VOB/B bzw. der Allgemeinen Deutschen Spediteurbedingungen unterliegen nicht einer Inhalts- bzw. Billigkeitskontrolle nach dem AGB-Recht, da ansonsten der von dem Regelwerk im Zusammenwirken sämtlicher Vorschriften erstrebte billige Ausgleich der Interessen gestört würde. Geschäftsbedingungen wie die Allgemeinen Deutschen Spediteurbedingungen seien ja wie eine „allgemein geregelte Vertragsordnung“ bzw. eine umfassende „fertig bereitliegende Rechtsordnung“²¹³ zu behandeln, deren Gleichgewicht nicht durch eine Prüfung einzelner Klauseln gefährdet werden darf. Dies gilt nach der BGH-Rechtsprechung allerdings auch nur soweit, wie der „Verwender“ das Regelwerk ohne Einschränkungen übernommen hat. Hat der „Verwender“ dagegen in die Klauseln der VOB/B auch nur unwesentlich eingegriffen, so ist das gesamte Vertragswerk einer Inhaltskontrolle nach AGB-Recht zugänglich.²¹⁴

- 332 Macht man für Zwecke der EFET-Vertragsmuster bei dieser Rechtsprechung Anleihen, so ergibt sich ein ambivalentes Bild: Zunächst fällt auf, dass hier kein Aushandeln zwischen Verbänden – oder gar unter Beteiligung der öffentlichen Hand – erfolgt ist. Gleichwohl werden die Bedingungen in den EFET-Vertragsmustern nach Aushandeln durch Verbandsmitglieder (die Strom- und Gas'händler als EFET-Mitglieder) auf Verbandsebene festgelegt. Das **kollektive Aushandeln im Verband** reicht für die Zwecke des § 305 I 3 BGB aus, wenn die EFET-Regeln von Verbandsmitgliedern unter sich benutzt werden. Ob sie auch dann nicht von einem Unternehmen einseitig aufgestellte Regeln sind, wenn keine Verbandsmitglieder involviert sind, lässt sich nur noch mit dem weiteren Argument des BGH begründen: Die EFET-Vertragsmuster sind inzwischen – um die Diktion des BGH zu den Allgemeinen Deutschen Spediteurbedingungen

212 Vgl. BGH, Urt. v. 16. 12. 1982 – VII ZR 92/82, BGHZ 86, 135, 141 = NJW 1983, 816, 818 (für die VOB/B) und BGH, Urt. v. 09. 10. 1981 – I ZR 188/79, NJW 1982, 1820, 1821 (für die Allgemeinen Deutschen Spediteurbedingungen).

213 Für diese Wortwahl vgl. BGH, Urt. v. 09. 10. 1981 – I ZR 188/79, NJW 1982, 1820, 1821; BGH, Urt. v. 03. 11. 1994 – I ZR 100/92, BGHZ 127, 275.

214 Ursprünglich hatte der BGH auf Art, Umfang und Gewicht des Eingriffs abgestellt, vgl. BGH, Urt. v. 17. 12. 1998 – VII ZR 243/97 – BGHZ 140, 241, 244 = NJW 1999, 942, 943. Im weiteren Verlauf der Rechtsprechung des BGH kam es darauf nicht mehr an, so dass jeder Eingriff zu einer Überprüfbarkeit führt: BGH, Urt. v. 24. 07. 2008 – VII ZR 55/07, NZBau 2008, 640, 641; BGH, Urt. v. 10. 05. 2007 – VII ZR 226/05, NZBau 2007, 581, 582; BGH, Urt. v. 22. 01. 2004 – VII ZR 419/02, NJW 2004, 1597.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

aufzugreifen – zu einer „allgemein geregelten Vertragsordnung“ bzw. zu einer „umfassenden fertig bereitliegenden Rechtsordnung“ erwachsen, die von allen beteiligten Unternehmen anerkannt sind. Entscheidet man sich für ein „Aushandeln“ im Sinne des § 305 I 3 BGB, so legt die bereits zitierte Rechtsprechung nahe, dass – *mutatis mutandis* – Klauseln wie § 12 EFET-Strom und § 12 EFET-Gas dann nicht Gegenstand einer Inhaltskontrolle sind, wenn sie bei Einbeziehung unmodifiziert bleiben. Letzteres wiederum dürfte dann nicht mehr gelten, wenn die Klausel einseitig von einem Vertragspartner modifiziert und in den Vertrag einbezogen wurde.

Hier knüpft jedoch ein weiterer Lösungsansatz an: Da die Bedingungen der EFET-Rahmenverträge oft nicht unmittelbar übernommen, sondern zumindest in bestimmten Teilen abgeändert und angepasst werden,²¹⁵ kann abhängig vom Einzelfall ein **Aushandeln beim konkreten Abschluss eines EFET-Rahmenvertrages** vorliegen. Dabei sind jedoch die hohen Hürden, die der BGH an ein Aushandeln im Sinne von § 305 I 3 BGB stellt, zu beachten: Ein Aushandeln erfordert danach mehr als ein bloßes Verhandeln.²¹⁶ Voraussetzung für ein Aushandeln ist, dass der Verwender den gesetzesfremden Kerngehalt seiner AGB inhaltlich ernsthaft zur Disposition stellt und der andere somit die reale Möglichkeit erhält, den Inhalt der Vertragsbedingungen zu beeinflussen.²¹⁷ Das setzt nach dem BGH zwar regelmäßig eine Änderung des Vertragstextes voraus.²¹⁸ Vertragsbedingungen können aber auch dann ausgehandelt sein, wenn sie unverändert (d. h. in der von einer Vertragspartei vorformulierten Form) in den Vertrag aufgenommen wurden.²¹⁹ In solchen Fällen stellt die Rspr. indes wiederum die aufgezeigte Anforderung an die Annahme einer Individualvereinbarung – d.h., dass der Verwender sich zur Abänderung bereit erklärt hat und der Vertragspartner sich dessen bei Vertragsabschluss bewusst gewesen ist, der Verwender also die vorformulierte Vertragsbedingung deutlich erkennbar

333

215 Dazu Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 264 f.; Fried/Wulff, ET 2003, 811, 816.

216 BGH, Urt. v. 22. 10. 2015 – VII ZR 58/14, NZM 2016, 408, juris Rn. 25; BGH, Urt. v. 26. 3. 2015 – VII ZR 92/14, BGHZ 204, 346 = NJW 2015, 1952, juris Rn. 33; BGH, VU v. 23. 1. 2003 – VII ZR 210/01, BGHZ 153, 311 = NJW 2003, 1805, juris Rn. 47, jeweils m. w. N.

217 BGH, Urt. v. 22. 10. 2015 – VII ZR 58/14, NZM 2016, 408, juris Rn. 25; BGH, Urt. v. 26. 3. 2015 – VII ZR 92/14, BGHZ 204, 346 = NJW 2015, 1952, juris Rn. 33; BGH, Urt. v. 22. 11. 2012 – VII ZR 222/12, NJW 2013, 856, 859; BGH, Urt. v. 18. 03. 2009 – XII ZR 200/06, BeckRS 2009, 10095; BGH, VU v. 23. 1. 2003 – VII ZR 210/01, BGHZ 153, 311 = NJW 2003, 1805, juris Rn. 47; BGH, Urt. v. 25. 06. 1992 – VII ZR 128/91, NJW 1992, 2759, 2760; BGH, Urt. v. 03. 11. 1999 – VIII ZR 269/98, BGHZ 143, 104, 111 f. = NJW 2000, 1110, 1111 f.; Basedow, in: MünchKomm-BGB, Band 2, 8. Aufl. 2019, § 305 Rn 35.

218 BGH, Urt. v. 26. 3. 2015 – VII ZR 92/14, BGHZ 204, 346 = NJW 2015, 1952, juris Rn. 33.

219 Vgl. BGH, Urt. v. 03. 11. 1999 – VIII ZR 269/, NJW 2000, 1110, 1112; Urt. v. 17. 05. 1982 – VII ZR 316/81, NJW 1982, 2309, 2309; Urt. v. 15. 12. 1976 – IV ZR 197/75, NJW 1977, 624, 625.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

inhaltlich zur Disposition gestellt hat.²²⁰ Wie hoch diese Anforderungen für das Vorliegen einer Individualvereinbarung tatsächlich sind, wird deutlich, wenn man berücksichtigt, dass hierbei auf einzelne Klauseln und nicht auf den gesamten Vertrag abgestellt wird.²²¹ Im Hinblick auf den unternehmerischen Rechtsverkehr wird in der Literatur kritisiert, dass diese Rechtsprechung im offenen Widerspruch zum verfassungsrechtlich verbürgten Grundsatz der Privatautonomie stehe und daher zu Recht auf den Widerstand in Praxis und Lehre gestoßen sei.²²² Berücksichtigt man bei der Auslegung und Anwendung des § 305 I 3 BGB dagegen die Besonderheiten des unternehmerischen Rechtsverkehrs, gibt es gute Argumente, geringere Anforderungen an das Aushandeln von Verträgen zwischen Unternehmen zu stellen.²²³

cc) AGB-Kontrolle hauseigener Muster-Election-Sheets

- 334 Vor dem Hintergrund der eben skizzierten rechtlichen Hintergründe zum Text des EFET insgesamt wird deutlich, dass sehr wohl ein Verwender von allgemeinen Geschäftsbedingungen vorhanden sein kann und nicht von einem individuellen Aushandeln gesprochen werden kann, wenn und soweit Handelshäuser **Mustertexte mit Zusatzklauseln** bzw. umfangreiche Election Sheets entwerfen und verwenden, die sie für alle Geschäftsabschlüsse benutzen wollen. Für solche Mustertexte gelten dann in der Regel, sofern sie nicht ernsthaft zur Disposition gestellt werden, also nicht wenigstens die Möglichkeit besteht, auf den Inhalt der Vertragsbedingungen Einfluss zu nehmen, die Restriktionen der §§ 305 ff. BGB.²²⁴

220 BGH, Urt. v. 20.03.2014 – VII ZR 248/13, 1727; vgl. zum Ganzen auch *Basedow*, in: MünchKomm-BGB, Band 2, 8. Aufl. 2019, § 305 Rn. 39 ff. w.N.

221 BGH, Urt. v. 19.6.1996 – VIII ZR 189/95, WM 1996, 2025, juris Rn. 24.

222 Vgl. *Maier-Reimer/Niemeyer*, NJW 2005, 1713; *Drygala*, JZ 2012, 983; 69. Deutscher Juristentag München 2012, Beschlüsse, S. 12; *Koch*, BB 2010, 1810; *Miethaner*, NJW 2010, 3121; *Dauner-Lieb/Axer*, ZIP 2010, 309; *Berger*, NJW 2010, 465; *ders.*, ZIP 2006, 2149; *Müller/Griebeler/Pfeil*, BB 2009, 2658; *Lischek/Mahnken*, ZIP 2007, 158.

223 Vgl. *Grüneberg*, in: *Palandt*, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 305 Rn. 22. *Basedow*, in: MünchKomm-BGB, Band 2, 8. Aufl. 2019, § 305 Rn. 101 ff.; *Kniffka*, in: *Kniffka/Koeble*, Kompendium des Baurechts, 4. Aufl. 2014, 3. Teil, Rn. 23–25; *Koch*, BB 2010, 1810; *Miethaner*, NJW 2010, 3121; *Dauner-Lieb/Axer*, ZIP 2010, 309; *Berger*, NJW 2010, 465; *ders.*, ZIP 2006, 2149; *Müller/Griebeler/Pfeil*, BB 2009, 2658; *Lischek/Mahnken*, ZIP 2007, 158; *Riewe*, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 262 f.; vgl. auch *Kollmann*, in NK-BGB, 3. Aufl. 2016, § 305 Rn. 29, 34 ff.; siehe ferner *Schöne*, in: *Graf von Westphalen*, Vertragsrecht und AGB-Klauselwerke, 42. Ergänzungslieferung 2018, Stromlieferungsverträge, Rn. 73 f.; *von Westphalen*, ZIP 2010, 1110.

224 So auch: *Liesenhoff*, in: *Horstmann/Cieslarczyk*, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 10, Rn. 14, der davon ausgeht, dass das Risiko einer Unwirksamkeit solcher Klauseln dadurch um ein Vieles größer ist als das Risiko einer Unwirksamkeit von Vorschriften des Hauptdokumentes; *Riewe*, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 265 f.

dd) Fazit

Insgesamt sprechen **sehr gute Argumente gegen eine Anwendbarkeit der AGB-Kontrolle** nach §§ 305 ff. BGB auf den Standardtext der EFET-Rahmenverträge, sofern auf Grundlage des EFET gehandelt wird und beide Handelspartner EFET zur Grundlage ihrer Handelsbeziehung machen wollen. Ist dies nicht gegeben und vertritt man die Ansicht, dass die Anforderungen an ein Aushandeln gem. § 305 I 3 BGB im B2B-Verkehr gleichermaßen hoch sind,²²⁵ und AGB-Regeln daher auf Sachverhalte zwischen Unternehmen (§ 310 I 1 BGB) angewandt werden, führen AGB-Themen in der Regel zu langwierigen Diskussionen einzelner Vertragsbestimmungen (z. B. Haftungsbestimmungen des § 12 EFET). Selbst wenn beide Parteien z. B. eine klare und für alle Fälle feste Begrenzung der Haftung wollen und dafür mehrfach verwendete Texte benutzen, können sie dies nicht wirksam in allen Punkten vereinbaren. Das wird von den beteiligten Unternehmen oft als Eingriff in die Vertragsfreiheit und Bevormundung durch den Gesetzgeber empfunden. Bei Involvierung ausländischer Parteien führt dies manchmal dazu, dass englisches Recht deutschem Recht vorgezogen wird.²²⁶ Soweit standardmäßig **hauseigene Ergänzungen zum Text der EFET-Rahmenverträge** verwendet und nicht individuell ausgehandelt werden, sind diese in der Regel AGBs und unterliegen den entsprechenden Beschränkungen der §§ 305 ff. BGB.

11. Rechnungsstellung und Bezahlung

a) Rechnungsstellung²²⁷

Sowohl nach EFET-Strom als auch EFET-Gas ist eine monatliche **Rechnungsstellung** durch den Verkäufer vorgesehen. In diese Rechnung sind alle Entgelte,

225 BGH, Urteil vom 22. 10. 2015 – VII ZR 58/14, NZBau 2016, 213 Rn. 25.

226 Vgl. zur Problematik der AGB-Kontrolle im Unternehmensbereich *Lischek/Mahnken*, ZIP 2007, 158 ff. Die Autoren setzen sich mit der kontrovers geführten Diskussion zur Angemessenheit einer AGB-Kontrolle im Unternehmensbereich auseinander. Sie kommen zu dem Schluss, dass die Anwendung des AGB-Rechts auf Verträge zwischen Unternehmen weder praxis- noch interessengerecht ist und bei unveränderter Fortsetzung dazu führen wird, dass deutsche Unternehmen bei internationalen Sachverhalten zunehmend die Wahl ausländischen Rechts bevorzugen werden. Der Aufsatz nimmt damit ablehnend zu von Westphalen Stellung (*von Westphalen*, ZIP 2007, 149 ff.), der insbesondere unter Verweis auf BGH Rechtsprechung sowie andernfalls auftretende Differenzierungsprobleme (z. B. ab welcher Unternehmensgröße soll die AGB-Kontrolle eingeschränkt werden) an der gegenwärtigen Praxis festhält.

227 § 13.1 EFET-Strom – Invoice: „Each Party who is a Seller of electricity in an Individual Contract shall transmit to the other Party in the course of the calendar month following a delivery of electricity according to the Delivery Schedule for the previous month an invoice setting forth the total quantities of electricity that were sold by it under Individual Contracts in the previous calendar month. In connection with such invoice the Party may state all amounts then owed between the Parties pursuant to the Individual Contracts including, without limitation, all amounts owed for the purchase and sale of electricity, fees, charges, reimbursements, damages, interest, and other payments or credits owed between the Parties and, if applicable, any net

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Gebühren, Rückerstattungen, Schadensersatz- und Zinsansprüche aufzuführen. Sofern Zahlungs-Netting vereinbart wurde²²⁸, ist der zu zahlende bzw. zufordernde Nettobetrag anzugeben. Einen Kalendertag, bis zu dem die Rechnung eingegangen sein muss, sieht § 13.1 EFET-Strom bzw. EFET-Gas nicht vor. Grund hierfür ist, dass eine zügige Stellung der Rechnung in der Regel im Interesse des Verkäufers ist, der diese zu stellen hat. Die Bezahlung hat am 20. Kalendertag zu erfolgen oder, sofern der fünfte Geschäftstag nach Empfang der Rechnung nach diesem Datum liegt, an diesem späteren Datum.²²⁹

- 337 In vielen Handelsbeziehungen sind beide Vertragsparteien sowohl Käufer als auch Verkäufer. Hier kann es im Interesse beider Parteien sein, sich abweichend von § 13.2 EFET-Strom auf ein Datum zu einigen, an dem Abrechnungen vorzulegen sind, damit zeitnah offene Positionen ermittelt und eventuell verrechnet werden können.

b) *Zahlungs-Netting*²³⁰

- 338 **Zahlungs-Netting (auch Payment-Netting)** darf keinesfalls mit Close-out Netting verwechselt werden. Während es beim Close-out Netting darum geht, im Insolvenzfall laufende Transaktionen zu beenden, zu bewerten und aufzurechnen, geht es beim Zahlungs-Netting lediglich darum, im Laufe der Handelsbeziehung regelmäßig fällig werdende Forderungen und Gegenforderungen zu verrechnen. Es handelt sich daher nicht primär um ein Verfahren, das einer Risikominimierung im Insolvenzfall dient, sondern um eine abwicklungstechnische Erleichterung, die gegenläufige Zahlungsströme auf einen Nettobetrag reduzieren soll. Wie andere Rahmenverträge lässt der EFET-Rahmenvertrag gewisse

amount due for payment pursuant to § 13.3 (Payment Netting). Invoicing of Premiums due under an Individual Contract for Options shall be as agreed by the Parties in the Individual Contracts.“; vgl. auch Section 8 (a) ISDA.

228 Siehe hierzu Rn. 338 ff.

229 Vgl. § 13.2 EFET-Strom; EFET-Gas folgt dieser Vorgehensweise grundsätzlich, wobei hier mindestens zehn Kalendertage nach Empfang der Rechnung einzuhalten sind. Interessant ist, dass der DRV auch in diesem Punkt keine ausdrückliche Regelung (d. h. eine Regelung zur Rechnungslegung) enthält. Lediglich in Nr. 5 I DRV ist eine Vereinbarung enthalten, dass bei Einzelabschlüssen, die variable Größen enthalten, die Bank dem Vertragspartner am Feststellungstag oder unverzüglich danach die zugrundeliegende Bezugsgröße mitzuteilen hat.

230 § 13.3 EFET-Strom – Payment Netting: „If this § 13.3 is specified as applying in the Election Sheet, if on any day the Parties are each required to pay one or more amounts in the same currency (for which purpose all EURO currencies shall be considered a single currency) under one or more Individual Contracts then such amounts with respect to each Party shall be aggregated and the Parties shall discharge their respective payment obligations through netting, in which case the Party, if any, owing the greater aggregate amount shall pay the other Party the difference between the amounts owed.“; vgl. auch Nr. 3 III DRV; Section 2(c) ISDA.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Interpretationsspielräume, wie diese Verrechnung im Einzelnen zu qualifizieren ist.²³¹

Bei großen Handelsvolumina bringt ein umfassendes Zahlungs-Netting administrative Erleichterungen mit sich und verringert letztlich wegen der Minimierung von verzögerungsbedingten Ausfallrisiken sowie des Risikos der Zahlung nur einer Partei auch das Kreditrisiko. Daher gab es im Markt das Interesse, diese Form der Verrechnung auch auf andere zwischen den Parteien bestehende Verträge zu erweitern. EFET bietet den Vertragsparteien eines Master Agreements die Möglichkeit, mit dem **Cross Product Payment Netting Agreement** eine bilaterale Zusatzvereinbarung zu schließen, durch die die Vertragsparteien ein einheitliches Datum für die Verrechnung von Zahlungen aus Einzeltransaktionen (Individual Transactions) unter verschiedenen Rahmenverträgen festlegen.²³² Die einzubeziehenden Rahmenverträge (für Zwecke der Zusatzvereinbarung „Principal Agreements“ genannt) können von den Parteien gewählt werden. Voraussetzung ist jedoch, dass diese Rahmenverträge Zahlungspflichten in der vereinbarten Währung (Netting Currency) generieren.²³³ Da der Fokus auf Warenhandelsverträgen liegt, gehören zu den in der Anlage wählbaren Rahmenverträgen EFET-Strom, EFET-Gas, GTMA, ZBT 2012 und NBP 1997/2015.²³⁴ Eine Ausweitung auf andere Verträge (z. B. auf finanzderivatebezogene Rahmenverträge wie DRV oder ISDA Master Agreement) wäre bei entsprechender Anpassung des Wortlautes der Zusatzvereinbarung durchaus möglich.

Der **einheitliche Fälligkeitstag** (Harmonised Due Date) ist der jeweils zehnte Geschäftstag des Monats. Alle an diesem Tag fälligen Zahlungen aus Einzeltransaktionen werden zusammengefasst und miteinander verrechnet, so dass lediglich die Differenz der Beträge zu zahlen ist.²³⁵ Voraussetzung für die Einbeziehung von Forderungen ist, dass die Rechnung für die Lieferung zum vereinbar-

231 Vgl. hierzu *Benzler*, Nettingvereinbarungen im außerbörslichen Derivatehandel, Diss. Baden-Baden 1999, S. 61 ff., der sich u. a. mit den Möglichkeiten Aufrechnungsvertrag, abwicklungstechnische Verrechnung und Kontokorrentvereinbarung auseinandersetzt, dann aber zurecht einschränkend feststellt, dass der Parteiwille der Maßstab sein müsse, weshalb abstrakte Ausführungen nur bedingt ergiebig seien.

232 Cross Product Payment Netting Agreement vom 20. 10. 2005, abrufbar unter <https://efet.org/standardisation/specific-contracts/mna-cpma/> (23. 12. 2020).

233 Für eine Verrechnung ist naturgemäß eine Gleichartigkeit der geschuldeten Forderungen nötig. Eine Verrechnung von Forderungen in verschiedenen Währungen wäre prinzipiell aber auch möglich. Voraussetzung wäre jedoch, dass sich die Parteien als Schritt vor der Aufrechnung auf die Umrechnung der Forderungen in eine Währung sowie die notwendigen Umrechnungsmodalitäten einigen (Referenz für Umrechnungskurs, Zeitpunkt der Umrechnung etc.).

234 Vgl. zu den einzelnen Verträgen Rn. 204 (GTMA) bzw. Rn. 209.

235 § 1.3 der Zusatzvereinbarung lautet wie folgt: „Payment Netting: If on a Harmonised Due Date there are any amounts due under one or more Individual Contracts, which would otherwise be payable by each Party to the other, then such amounts will be aggregated and the Parties shall discharge their respective Payment Obligations through netting, in which case the Party, if any, owing the greater aggregate amount shall pay the other Party the difference between the aggregate amounts owed („Net Payment Amount“).“

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

ten, vor dem Fälligkeitstag liegenden Tag gestellt wurde. Falls dies nicht der Fall ist und eine Rechnung nicht rechtzeitig erstellt wurde, werden die Zahlungen gemäß den Bestimmungen des Rahmenvertrages fällig. Dies ist sinnvoll, da sonst eine Verschiebung der Zahlung um einen Monat stattfinden würde. Unter EFET-Strom bzw. EFET-Gas beispielsweise wäre gem. § 13.2 EFET der Ersatz-Fälligkeitstag für Zahlungen der 20. Kalendertag bzw., falls später, der 10. Arbeitstag nach Erhalt der Rechnung. Um den Parteien die Berechnung der Geschäftstage zu ersparen, veröffentlicht EFET jährlich einen aktuellen Kalender mit den einheitlichen Fälligkeitstagen.

c) *Strittige Beträge*²³⁶

- 341 § 13.6 EFET gibt den Parteien im Falle von **Unstimmigkeiten über Rechnungen** die Möglichkeit, zwischen zwei Vorgehensweisen zu wählen. Die erste Variante (§ 13.6 (a) EFET) verpflichtet den Schuldner auch bei Unstimmigkeiten zunächst den vollen Rechnungsbetrag zu bezahlen. Sollte die Klärung ergeben, dass die Zahlung zu Unrecht geleistet wurde, ist der entsprechende Betrag binnen zehn Tagen zurückzuzahlen. Die zweite Variante (§ 13.6 (b) EFET) verpflichtet den Schuldner lediglich dazu, den unstrittigen Betrag zu bezahlen. In der Praxis wird die Wahl der anwendbaren Bestimmung oft kontrovers diskutiert. Vertragsparteien, die davon ausgehen, ausschließlich oder überwiegend auf der Verkäuferseite zu sein, insistieren in der Regel auf die Vereinbarung der ersten Variante. Eine solche „**Pay-Now-Litigate-Later**“-Vereinbarung stößt aber auch bei ausgeglichenen Handelsverhältnissen nicht selten auf Widerstand. Ein Kompromiss wird darin gesehen, die erste Variante so abzuändern, dass jedenfalls bei offensichtlichen Fehlern der Rechnung nur der unstrittig fehlerfrei ermittelte Betrag zu zahlen ist.
- 342 Letztlich kann für die Entscheidung dieser Frage aus juristischer Sicht wenig Hilfestellung geleistet werden.²³⁷ Die Präferenz für eine der beiden Klauseln

236 § 13.6 EFET-Strom – Disputed Amounts: „If a Party, in good faith, disputes the accuracy of an invoice, it shall on or before the Due Date provide a written explanation of the basis for the dispute and shall pay:

(a) if this § 13.6 (a) is specified as applying in the Election Sheet, the full amount invoiced no later than the Due Date. If any amount paid under dispute is finally determined to have not been due, such overpayment shall, at the election of the owed Party, be credited or returned to it within ten (10) days of such determination, along with interest accrued at the Interest Rate from, and including, the date such amount was paid, to the other Party, but excluding, the date returned or credited; or
(b) if this § 13.6 (b) is specified as applying in the Election Sheet, the undisputed amount invoiced no later than the Due Date. If any amount withheld under dispute is finally determined to have been due, such withheld amount shall, at the election of the owed Party, be credited or returned to it within ten (10) days of such determination, along with interest accrued at the Interest Rate from, and including, the date such amount was due, to the other Party, but excluding, the date paid or credited.“

237 Es ist jedoch zu bedenken, dass das Recht des Verkäufers (des Gläubigers der Zahlung) bei einem Zahlungsverzug des Käufers das gesamte Vertragsverhältnis gem. § 10.5 (a) EFET kündigen zu können durch die Wahl von § 13.6(b) insoweit eingeschränkt wird, als der Käufer mit der Nichtzahlung des bestrittenen Teils der Rech-

hängt von der Art des erwarteten Geschäfts, der Bonität des Handelspartners²³⁸ und dem Vertrauen in die Gesprächsbereitschaft des Handelspartners bei Problemfällen ab.

12. Steuerzahlungen²³⁹

Die Steuerklausel hat das Ziel, ein generelles **System für die Zuordnung von Steuerrisiken** zu schaffen. Es wird nicht auf Details einzelner nationaler Steuerstatbestände eingegangen. Aufgrund der sich rasch ändernden Regelungen sowie der Unüberschaubarkeit des anwendbaren Steuerrechts bei nationalen und insbesondere internationalen Sachverhalten wäre eine detailliertere Klausel im Rahmenvertrag auch nicht praktikabel. Auch wenn der physische und deriva-

nung grundsätzlich nicht in Verzug kommt. Dieses Risiko wird jedoch dadurch relativiert, dass der Schuldner nach § 13.6 EFET die Grundsätze von Treu und Glauben zu beachten hat und spätestens am Fälligkeitstag schriftlich zu erläutern hat, warum er die Korrektheit der Rechnung bestreitet. Unsubstantiiertes Bestreiten wäre daher unbeachtlich und würde das Kündigungsrecht des Gläubigers nicht berühren.

- 238 Vgl. hierzu auch *Rieve*, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 445; *Dessau/Fischer*, in: *Zenke/Schäfer*, Energiehandel in Europa: Öl, Gas, Strom, Derivate, Zertifikate, 4. Aufl., 2017, § 23 Rn. 46; den bonitätsbezogenen Aspekt betont *Liesenhoff*, in: *Horstmann/Cieslarczyk*, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 10, Rn. 30, der seine klare Präferenz für die „Pay-Now-Litigate-Later“-Variante des § 13.6 (a) EFET darauf stützt, dass hier eine klare Vertragslage geschaffen werde und ein Streit über die Rechnungshöhe in der Praxis seine Ursachen auch in der Liquiditätslage haben könne.
- 239 § 14 EFET-Strom – 1. VAT: „All amounts referred to in this General Agreement are exclusive of VAT. The VAT treatment of the supply of electricity under an Individual Contract shall be determined pursuant to the VAT laws of the jurisdiction where a taxable transaction for VAT purposes is deemed to take place. If VAT is payable on any such amounts, the Buyer shall pay to the Seller an amount equal to the VAT at the rate applicable from time to time; provided that such amount shall only be required to be paid once the Seller provides the Buyer with a valid VAT invoice (applicable in the jurisdiction of supply) in relation to that amount. Each Party shall to the extent permitted by law provide the other with any additional valid VAT invoices as required for the purposes of the Agreement.
2. Seller's and Buyer's Tax Obligation: „The Seller shall pay or cause to be paid all Tax on or with respect to the Contract Quantity or an Individual Contract arising before the transfer of risk and title at the Delivery Point. The Buyer shall pay or cause to be paid all Tax on or with respect to the Contract Quantity or an Individual Contract arising at or after the transfer of risk and title at the Delivery Point (other than direct or indirect Tax which are related to the sale of the Contract Quantity and are liabilities of the Seller). In the event that the Seller is required by law to pay any Tax which is properly for the account of the Buyer, the Buyer shall promptly indemnify or reimburse the Seller in respect of such Tax. In the event that the Buyer is required by law to pay any Tax which is properly for the account of the Seller, the Buyer may deduct the amount of any such Tax from the sums due to the Seller under the Agreement and the Seller shall promptly indemnify or reimburse the Buyer in respect of any such Tax not so deducted. If any new Tax becomes applicable or an existing Tax is increased in respect of an Individual Contract and the Buyer is able to pass the same through to a third party, the Buyer shall be responsible for such new or increased Tax. [...]; vgl. auch Section 2 (d) ISDA.“

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

tive Energiehandel grundsätzlich den allgemeinen steuerlichen Vorschriften unterliegt, gibt es eine Reihe rechtlicher Besonderheiten und ungeklärter Fragen, auf die hier nicht näher eingegangen werden soll.²⁴⁰

- 344 Da die Steuerklausel trotz ihrer Allgemeingültigkeit sehr komplex ist, soll hier lediglich auf ihre generelle Struktur eingegangen werden. Die Bestimmung behandelt **drei Themenkomplexe**: (1.) Es wird festgestellt, dass sich alle Beträge ohne Mehrwertsteuer verstehen. Sofern Mehrwertsteuer zu zahlen ist, hat der Käufer dem Verkäufer einen entsprechenden Betrag zu bezahlen. (2.) Grundsätzlich soll der Verkäufer alle vor Risikoübergang entstehenden Steuern tragen, während der Käufer für alle danach entstehenden Steuern verantwortlich sein soll. (3.) Grundsätzlich sind alle Zahlungen in vereinbarter Höhe und ohne Abzüge von zusätzlichen Steuern zu leisten. Sofern die zur Zahlung verpflichtete Partei zu Einbehalten („Withholdings“) verpflichtet ist, hat sie die andere Partei zu benachrichtigen und muss grundsätzlich den Fehlbetrag ausgleichen und den Einbehalt selbst übernehmen. Lediglich in Ausnahmefällen (z.B. Steuer hat engere Verbindungen zum Zahlungsempfänger; Zahlungsempfänger hätte dazu beitragen können, Steuern zu vermeiden oder Zahlungsempfänger machte unkorrekte Angaben, die die Steuerzahlung verursachten) hat die zur Zahlung verpflichtete Partei den Betrag nicht zu erhöhen.
- 345 Aufgrund der **Besonderheiten der Besteuerung von Gas und Strom** sowie der oft **längerfristigen Natur von Gas- und Stromliefergeschäften** auf Grundlage der EFET-Rahmenverträge enthält § 14 EFET-Gas sowie auch § 14 EFET-Strom eine weitere Besonderheit. Es wurde für notwendig erachtet, eine Bestimmung zur Behandlung von Steueränderungen einzufügen. Gemäß § 14.8 EFET-Gas bzw. EFET-Strom bestehen bei Verträgen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren Beendigungsmöglichkeiten, sofern, nach Einhaltung eines exakt beschriebenen Einigungsprozesses, keine Möglichkeiten für die Anpassung des Vertrags gefunden werden.
- 346 Insgesamt können Steuerklauseln lediglich einen Versuch darstellen, für äußerst unberechenbare und vielgestaltige Sachverhalte allgemein gültige Regelungen zu treffen. Um zwangsläufig verbleibende Risiken zu minimieren, sollten sich beide Parteien über die steuerliche Behandlung ihrer konkreten Transaktionen möglichst bei Geschäftsabschluss im Klaren sein. Selbst wenn dies der Fall ist, lassen sich jedoch Auslegungsrisiken und vor allem Risiken durch zukünftige Änderungen der Steuersysteme der involvierten Jurisdiktionen nicht vermeiden.

240 Vgl. hierzu etwa *Riewe*, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 446 f.; zum Thema EFET-Steuerklausel auch Böhm/Mertens, ET 2007, 89, 93 f., die ausführen, dass aufgrund des deutschen Energiesteuergesetzes die Steuerklausel regelmäßig um einen Absatz „§ 14.4. Tax Targeted at End-Users“ ergänzt werde.

13. Preisermittlung²⁴¹

Die Bestimmungen zur **Berechnung von Preisen bzw. Preisindizes** können speziell bei strukturierten Transaktionen eine große Rolle spielen. Sie werden jedoch bei Verhandlungen nur selten problematisiert. 347

a) *Variable Preise²⁴²/Ersatzpreise bei Marktstörungen²⁴³*

Bei einfachen Geschäften mit vorher vereinbarten Preisen dürfte es kaum zu Problemen bei der Preisbestimmung und der Ermittlung des geschuldeten Betrages kommen. Sofern jedoch der Preis auf **Indizes** basiert bzw. von bestimmten **Bedingungen oder weiteren Rechenoperationen** abhängt, ist die Verlässlichkeit und Nachvollziehbarkeit der Preisbestimmung von großer Bedeutung. Hier treten Probleme auf, wenn solche Berechnungsfaktoren aufgrund von Marktstörungen nicht verfügbar oder offensichtlich nicht repräsentativ sind. Das vorgeschlagene subsidiäre System (**Fallback-Mechanismus**) sieht vor, dass in solchen Fällen vorher vereinbarte alternative Preisquellen zur Anwendung kommen. Sofern solche nicht vereinbart wurden und sich die Parteien auch nicht im Verhandlungswege einigen können, sind Preise von befragten Händlern maßgeblich, die dann in die Berechnung des alternativen Preises einfließen.²⁴⁴ 348

Da die genaue Festsetzung der Leistung verbindlich einem Dritten überlassen wurde, gelten ergänzend zu den im Vertragstext beschriebenen Bedingungen (z. B. der letzte verfügbare Preis ist mit zu berücksichtigen) die gesetzlichen Vorgaben für die Bestimmungen von Leistungen durch Dritte (vgl. §§ 317–319 349)

241 § 15 EFET; Nr. 5 I und II DRV.

242 § 15.1 EFET-Strom – Calculation of Floating Contract Prices: „In the event the Contract Price is based on an index, exchange or any other kind of variable reference price (such price being a „Floating Price“) the Contract Price shall be determined on the Settlement Date at the Settlement Price as specified in the applicable Individual Contract. The Settlement Price shall be determined in accordance with the Calculation Method on the Calculation Date as specified in the Individual Contract. The Calculation Date is the date specified as such in the Individual Contract on which the Settlement Price for the specific delivery is determined. The Calculation Agent shall provide prompt notice of the Settlement Price determined as well as the amount to be paid on the Due Date. Payment shall be made pursuant to § 13 (Invoicing and Payment).“; vgl. auch Nr. 5 I DRV.

243 § 15.2 EFET-Strom – Market Disruption: „Upon the occurrence of a Market Disruption Event as specified in § 15.4 (Definition of Market Disruption Event), the Calculation Agent shall determine an alternative price to which the relevant Individual Contract shall be settled (the „Alternative Settlement Price“) according to the applicable Fallback Mechanism contained in the provisions of § 15.3 (Fallback Mechanism). In the event of a Market Disruption Event, the order of succession of § 15.3 from (a) to (c) shall be binding upon the Calculation Agent. The Calculation Agent can only use the next following Fallback Mechanism provision if the previous Fallback Mechanism provision is not available due to a Market Disruption Event or otherwise as provided in § 15.3, as applicable.“; vgl. auch Nr. 5 II DRV.

244 Zum System des so genannten „Dealer Fallback“ vgl. § 15.3 (c) EFET-Strom bzw. § 15.3 (c) EFET-Gas.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

BGB). Dies bedeutet insbesondere, dass die Leistungsbestimmung nach billigem Ermessen zu treffen ist und unverbindlich bleibt, sofern sie offensichtlich unbil- lig ist.²⁴⁵

b) Berechnungsstelle (*Calculation Agent*)²⁴⁶

- 350 Sofern Parteien lediglich einfache Liefergeschäfte abwickeln, hat der **Berechnungsbeauftragte** (auch: **Berechnungsstelle** bzw. „**Calculation Agent**“) in aller Regel keine kontroversen Aufgaben zu erfüllen. Bei strukturierten Transaktionen, bei denen z.B. Preisbestimmungen auf Grundlage von Indizes relevant werden, ist dies jedoch anders. Die Regel ist, dass der Verkäufer auch Berechnungsbeauftragter ist. Dies ist schon daher sinnvoll, da der Verkäufer gemäß § 13.1 EFET die Rechnung zu erstellen hat. Ergänzend zu den vertraglichen Regeln gilt, dass die zur Leistungsbestimmung berufene Partei die Bestimmung nach billigem Ermessen zu treffen hat.²⁴⁷
- 351 Der Grundsatz, dass der Verkäufer berechnet, ist im Falle der Beendigung des Rahmenvertrages nicht anwendbar. Bei Kündigung aus wichtigem Grund bzw. einer automatischen Kündigung sind fällige Beträge von der kündigenden bzw. solventen Partei zu berechnen.²⁴⁸

14. Vertragliche Vereinbarungen zur Bestellung von Kreditsicherheiten

a) Bedeutung von Sicherheiten im Handelsablauf

- 352 Die Überwachung und das Management von Kreditrisiken ist nicht erst seit der Finanzkrise ein Thema im Energiehandelsbereich. Bereits die Insolvenz des Handelshauses Enron im Dezember 2001 und der darauffolgende Ausfall und Rückzug einiger Handelshäuser vom Markt hat die **Bedeutung von Handels sicherheiten** für Energiedealer in Europa an erste Stelle rücken lassen. Die Bonität des Sicherungsgebers spielt daher (neben anderen Faktoren wie insolvenzfesten Netting-Klauseln) eine entscheidende Rolle. Hierbei bildet bei großen Unternehmen mangels Alternativen das Rating der großen Agenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch nach wie vor einen internationalen Vergleichsmaßstab. Viele Sicherungsgeber verfügen jedoch nicht über ein externes Rating durch eine oder gar mehrere anerkannte Agenturen. Dies gilt beispielsweise für kleinere Stromhandelsunternehmen sowie für Gemeinden, die für ihr mit Strom handelndes Stadtwerk Einstandspflichten übernehmen. Insgesamt ist das Ziel, das Ausfallrisiko des Vertragspartners hinsichtlich sämtlicher offener Positionen zu jedem Zeitpunkt auszuschließen. Im Idealfall sollten weder Zahlungsbereitschaft noch -fähigkeit der Gegenseite wirtschaftlich negative

245 Vgl. § 317 I i. V. m. § 319 I BGB.

246 § 15.5 EFET – Calculation Agent: „Unless the Parties otherwise specify in the Election Sheet or in the relevant Individual Contract, the Seller shall be the Calculation Agent.“; vgl. auch Nr. 5 I und II DRV.

247 § 315 I BGB.

248 § 11.1 EFET.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Konsequenzen haben, da in diesen Fällen auf einen Sicherheitengeber („Credit Support Provider“) zurückgegriffen werden kann.

Eine erste Hürde ist vielfach, eine **ausreichende gegenseitige Besicherung** zu erreichen, die keinen der beiden Handelspartner benachteiligt. Die Höhe des jeweiligen Sicherheitenbedürfnisses hängt dabei in der Regel auch davon ab, welche Volumina gehandelt werden sollen und ob eine oder beide Seiten die Rolle des Käufers bzw. Verkäufers einnehmen werden. In den Verhandlungen des Rahmenvertrags müssen daher zunächst die unterschiedlichen Sicherheiten geklärt und in Einklang gebracht werden. So haben die Stromhändler bzw. deren Konzernmütter in der Regel individuelle Vorstellungen zur Art und Form der geforderten Sicherheiten. Verschiedene nationale Praktiken sowie unterschiedliche anwendbare Rechtsordnungen erschweren es in manchen Fällen, die gegenseitig angebotenen Handels sicherheiten gleichwertig zu gestalten.²⁴⁹

353

b) *Vertragliche Sicherungsmechanismen während der Laufzeit des Vertrages*

aa) *Recht auf Anforderung einer Sicherheit*

Um während der Vertragslaufzeit reagieren zu können, gibt § 17 EFET²⁵⁰ bei wesentlichen Bonitätsverschlechterungen ein **Nachsicherungsrecht**. § 17.2 EFET bestimmt, soweit von den Parteien gewählt, was ein die Bonität wesentlich verschlechterndes Ereignis darstellt („**Material Adverse Change**“). Der andere Vertragspartner hat bei Vorliegen eines solchen Ereignisses das Recht, nach § 17.1 EFET die Gegenseite aufzufordern, innerhalb von drei Arbeitstagen bestimmte weitere Sicherheiten zu leisten. Diese sogenannten „**MACs**“ müssen von den Parteien im Election Sheet vereinbart werden, um wirksam zu sein. Je nachdem, ob die Gründe konkret vereinbart oder noch auslegungsbedürftig sind, sprich man von „**Hard MACs**“ (vgl. z. B. die Anknüpfung an ein verschlechtertes Rating in § 17.2 (a) und (b) EFET) oder „**Soft MACs**“ (vgl. z. B. die Anknüp-

354

249 Im Vergleich zu Deutschland, wo häufig Bürgschaften als Sicherheit geleistet werden, geben ausländische Unternehmen häufiger Garantien ab, die vom Bestand der gesicherten Forderungen unabhängig sind. Bei ausländischen Handelspartnern stößt zudem der in Deutschland häufig vorgelegte Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag der Muttergesellschaft in Verbindung mit einer Organschaftserklärung auf Skepsis und wirft zahlreiche Fragen auf, wie eine Sicherheit nach ausländischem Recht zu gestalten ist, die dem Vertragspartner nicht mehr, aber auch nicht weniger geben soll.

250 § 17.1 EFET-Strom – Right to Require Performance Assurance: „At any time and from time to time, when a Party (the „Requesting Party“) believes in good faith that a Material Adverse Change has occurred in respect of the other Party, the Requesting Party shall be entitled to require, by written notice, that the other Party provide to it or increase in amount: (a) a Letter of Credit; (b) cash; or (c) other security (including a bank or parent guarantee), in a form and amount reasonably acceptable to the Requesting Party (each a „Performance Assurance“). Upon receipt of such written notice, the other Party shall within three (3) Business Days provide to the Requesting Party the Performance Assurance required.“

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

fung an eine beeinträchtigte Leistungsfähigkeit in § 17.2 (h) EFET (Impaired Ability to Perform)).²⁵¹

bb) „Wesentliche Bonitätsverschlechterung“

- 355 Mit Blick auf bestehende aber befristete Sicherheiten (z. B. befristete Bürgschaften) ist zu empfehlen, bei § 17.2 (e) EFET eine entsprechend lange Vorlaufzeit in die Anpassungsvereinbarung einzutragen, so dass ein Material Adverse Change frühzeitig vorliegt und genügend Zeit bleibt, vor dem **Wegfall der Sicherheit** reagieren zu können.

cc) Sonstige Vereinbarungen

- 356 Des Weiteren ist bei der Formulierung von Sicherheiten darauf zu achten, dass diese bei Beendigung des Rahmenvertrages den Nettobetrag nach einer insolvenzbedingten Gesamtbeendigung erfasst. Eine Bürgschaft etwa, die sehr eng gefasst ist und sich ausschließlich auf die Forderungen aus den Einzeltransaktionen bezieht oder nur strikt bis zur Beendigung des Rahmenvertrages gilt, würde u. U. mit Beendigung des Rahmenvertrages erlöschen, da ihre Wirksamkeit vom jeweiligen Bestand dieser Forderungen bzw. des Rahmenvertrages abhängt. Hier ist zu beachten, dass § 10.3 (b) EFET vorsieht, dass bei Beendigung die Forderungen aus den Einzeltransaktionen erlöschen und durch Schadensersatzansprüche ersetzt werden. Obwohl sich dieser Vorgang während einer juristischen Sekunde vollzieht, könnte eine **zu eng formulierte Bürgschaft** aufgrund ihrer strengen Akzessorietät unter Umständen erlöschen und würde nicht zugunsten der Schadensersatzforderungen oder des Termination Amounts (nach Aufrechnung der Schadensersatzansprüche) neu entstehen.

15. Übertragung von Rechten und Pflichten²⁵²

- 357 Ein häufig streitiger Punkt bei Vertragsverhandlungen ist schließlich die Regelung des § 19.2 EFET. Nach dieser Klausel **können Rechte und Pflichten** aus

251 Die von EFET zur Wahl gestellten MACs sind in § 17.2 EFET aufgelistet: „A Material Adverse Change shall have occurred if any one or more of following events has occurred and is continuing insofar as such event is specified as applying to a Party in the Election Sheet:

(a) Credit Rating: [...]; or (b) Credit Rating of a Credit Support Provider that is a Bank: [...]; or (c) Financial Covenants: [...]; or (d) Decline in Tangible Net Worth: [...]; or (e) Expiry of Performance Assurance or Credit Support Document: [...]; or (f) Failure of Performance Assurance or Credit Support Document: [...]; or (g) Failure of Control and Profit Transfer Agreement: [...]; or (h) Impaired Ability to Perform: [...] (i) Amalgamation/Merger: [...].“

252 § 19 EFET-Strom – Assignment: „1. Prohibition: Neither Party shall be entitled to assign its rights and obligations under the Agreement to a third party without the prior written consent of the other Party. Such consent shall not be unreasonably delayed, refused or withheld. 2. Assignment to Affiliates: If this § 19.2 is specified as applying in the Election Sheet, each Party shall be entitled to assign its rights and obligations under the Agreement without the prior written consent of the other Party to an Affiliate of an equivalent or greater creditworthiness. Such Assignment shall only become effective upon notice being received by the other Party and;

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

dem Gesamtvertrag²⁵³ bzw. des gesamten Vertrages²⁵⁴ ohne vorherige Zustimmung der Gegenseite an mit dem Vertragspartner verbundene Unternehmen übertragen werden, soweit diese eine gleiche oder bessere Kreditwürdigkeit haben. Sowohl der Umstand, nach Übertragung an eine bisher „fremde“ Vertragspartei gebunden zu sein, als auch die Gefahr bei EFET-Strom, dass das Portfolio durch die Übertragung lediglich einzelner Transaktionen auseinandergerissen und so der Netting-Verbund gestört wird, stößt bei vielen Marktteilnehmern auf Skepsis. Auch aus steuerlicher Sicht kann eine Übertragung an ein verbundenes Unternehmen in einer anderen Jurisdiktion zu Problemen führen. Aus diesem Grund enthält die aktuellere Formulierung im EFET-Gas auch die Abtretungsvoraussetzung, dass der Abtretungsempfänger seinen Sitz in der gleichen Jurisdiktion wie der Vertragspartner haben muss. Insbesondere die Gefahr, dass ein Vertragspartner lediglich die ihm ungünstig erscheinenden Einzelverträge auf einen Dritten überträgt, scheint für manche Parteien nicht akzeptabel zu sein und führt zu entsprechenden Änderungsvorschlägen.

16. Zusicherungen und Gewährleistungen²⁵⁵

Die Abgabe von gegenseitigen **Zusicherungen** und **Gewährleistungen** hinsichtlich relevanter Tatsachen ist typisch für Verträge anglo-amerikanischen Ursprungs. Diese so genannten „**Representations and Warranties**“ sollen dazu dienen, der jeweiligen Gegenpartei eine Prüfung dieser Tatsachen zu ersparen und gewisse Reaktionsmöglichkeiten zu geben, sofern die Zusicherungen nicht den Tatsachen entsprechen.²⁵⁶

358

Dabei fällt auf, dass die Zusicherung im Sinne einer Representation mit der „Zusicherung“, die man im deutschen Recht etwa noch bei § 536 II BGB erwartet, nichts gemeinsam hat. Bei der Zusicherung im Sinne von Representation geht es nicht um das aus dem Gewährleistungsrecht bekannte Rechtsinstitut, dessen Fehlen Schadensersatzansprüche auslöst. Es geht somit nicht um eine Erklärung, durch die eine Vertragspartei zu erkennen gibt, dass sie für den Bestand einer bestimmten Eigenschaft und alle Folgen ihres Fehlens einstehen will.²⁵⁷ Dies liegt hier nicht so sehr daran, dass hier schon überhaupt keine Eigenschaf-

359

provided that any Credit Support Document issued or agreed on behalf of the assigning Party has first been reissued or amended to support the obligations of the Affiliate for the benefit of the other Party.“; vgl. auch Nr. 10 DRV und Section 7 ISDA, die beide eine schriftliche Zustimmung des Vertragspartners fordern. Zur Klärstellung der Definition von Affiliate siehe: https://www.efet.org/Files/Documents/Downloads/2015_12_03_Affiliate_Definition_memo.pdf (23. 12. 2020).

253 Vgl. § 19.2 EFET-Strom: „[...] assign its rights and obligations under the Agreement [...].“

254 Vgl. § 19.2 EFET-Gas: „[...] assign and transfer the Agreement [...].“

255 § 21 EFET; Section 3 ISDA; DRV verzichtete auf Zusicherungen.

256 Zu Representations und Warranties vgl. aus der deutschen Literatur Ulrich, GmbHR 2016, R229, R230; Wittig, WM 1999, 986 ff; Walz, notar 2015, 111 ff.

257 Zum Begriff der Zusicherung im Sinne des deutschen Gewährleistungsrechts vgl. statt vieler Häublein, in: MünchKomm-BGB, Band 5, 8. Aufl. 2020, § 536 Rn. 27 f.; Weidenkaff, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 536 Rn. 25.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

ten zugesichert werden sollen. Vielmehr geht es bei der Representation im Sinne des englischen Rechts um eine Tatsachenbehauptung, um ein „statement of fact, express or implied, anterior to the contract, which is intended to and does induce the person to whom it was made to enter into the contract but is not at the time of its making intended as a promise, though it may later become incorporated as a term of the contract.“²⁵⁸ Eine Representation in einem EFET-Vertrag ist also eine „bestätigende vor- oder außervertragliche Erklärung zu bestimmten vergangenen oder gegenwärtigen Tatsachen“,²⁵⁹ die – in der Regel im deutschen Recht – nicht als Willens-, sondern allenfalls als **Wissenserklärung** oder **Auskunft** zu behandeln ist. Eine kontextübergreifende einheitliche Bedeutungspraxis besteht in Deutschland allerdings nicht. Für bestimmte Vertragstypen hat sich vielmehr ein jeweils eigener Bedeutungsinhalt herausgebildet.²⁶⁰

a) Arten typischer Zusicherungen

- 360 Die **Liste der Zusicherungen** in § 21 EFET umfasst zunächst Informationen über die Existenz und die ordnungsgemäße Vertretung des Handelspartners.²⁶¹ Einen weiteren wichtigen Bestandteil bieten die Informationen darüber, dass keine Beendigungsgründe vorliegen, alle notwendigen Lizenzen und Genehmigungen vorliegen und die Partei im eigenen Namen und für eigene Rechnung tätig wird sowie die Entscheidung für den Abschluss des Rahmenvertrages oder Einzeltransaktionen selbst trifft. Besondere Bedeutung hat die Zusicherung, dass die jeweilige Vertragspartei nicht insolvent ist und nicht in Prozesse oder Verfahren involviert ist, die ihre Fähigkeit beeinflussen, den Verpflichtungen aus dem Rahmenvertrag, Sicherheitsverträgen oder Einzeltransaktionen nachzukommen.²⁶²
- 361 Sofern eine der Parteien **öffentlich-rechtlich organisiert** ist oder die jeweiligen **Anteilseigner der Öffentlichen Hand** zuzurechnen sind, empfiehlt es sich, die Zusicherung aufzunehmen, dass alle Voraussetzungen für den wirksamen Abschluss des Geschäfts erfüllt sind²⁶³ und der Handelspartner diese Art von Geschäften abschließen darf. Diese Zusicherung trägt dazu bei, dass staatliche bzw. quasi-staatliche Handelspartner und deren Berechtigung zum Geschäfts-

258 Goode, Commercial Law, 5. Aufl. 2016, Rn. 3.95.

259 Ulrich, GmbHR 2016, R229, R230; Wittig, WM 1999, 986.

260 In der Literatur wird im Zusammenhang mit Unternehmenskaufverträgen argumentiert, dass Representations and Warranties in diesem Bereich meist als selbstständige Garantiever sprechen i. S. v. § 311 BGB auszulegen seien; vgl. Diem, in: Diem/Jahn, Acquisition Finance Agreements in Germany, 1. Aufl. 2017, § 24 Rn. 8; gegen eine pauschale Einordnung Triebel/Vogenauer, Englisch als Vertragssprache, 1. Aufl. 2018, S. 136; vgl. zur Problematik Walz, notar 2015, 111.

261 § 21 (a) bis (c) EFET-Strom und EFET-Gas; um diese Angaben zu verifizieren, empfiehlt es sich, zusätzlich einen Handelsregister-Auszug anzufordern bzw. bei Zweifeln über die Vertretungsbefugnis weitere Belege (wie z. B. Vollmachten) zu verlangen.

262 § 21 (n) EFET-Strom sowie § 21 (k) EFET-Gas.

263 § 21 (m) EFET-Strom sowie § 21 (l) EFET-Gas.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

abschluss nicht im Detail untersucht werden müssen. Da Unternehmen oft auch dann in der Form privatrechtlich organisierter Unternehmen gegründet wurden, wenn öffentliche Eigentümer vorhanden sind und der Text der Standardzusicherung die Voraussetzung zu enthalten scheint, dass die jeweilige Partei gegenwärtig ein staatlicher Betrieb ist, wird diese Zusicherung selbst in diesen Fällen manchmal als nicht einschlägig angesehen und nicht vereinbart.²⁶⁴

Manche Unternehmen legen bei den Verhandlungen jedoch Wert darauf, dass diese Zusicherung selbst bei Unternehmen, die derzeit nicht von der Öffentlichen Hand gehalten werden, gegeben werden sollte. Argument ist, dass gerade im Versorgungsbereich Verstaatlichungen oder eine sonstige zunehmende Beeinflussung durch die Öffentliche Hand nicht ausgeschlossen werden können. Der Text wird dann dahingehend abgeändert, dass diese Zusicherung nicht nur für Unternehmen gilt, die derzeit (d.h. zum Zeitpunkt des Abschlusses des Rahmenvertrages) von der Öffentlichen Hand gehalten werden, sondern auch für solche, bei denen die Öffentliche Hand in Zukunft wesentlichen Einfluss gewinnt. 362

Bei **Handelspartnern**, die in **kommunaler Hand** sind, ist unter Umständen dann Vorsicht geboten und eine entsprechende Representation, eine Aufklärung sowie ein ausdrücklicher Hinweis auf Beschränkungen sinnvoll, wenn der Vertragspartner eine Erlaubnis nach § 32 KWG hält, d.h. ein Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut ist und im Rahmen der Handelsbeziehung auch Derivate gehandelt werden sollen. Nach einem Urteil des OLG Naumburg²⁶⁵ verletzt ein Institut seine Pflicht zur anleger- und objektgerechten Beratung, wenn es vor Vereinbarung eines Derivates (im konkreten Fall eines Währungs swaps) mit einem in der Rechtsform einer GmbH betriebenen Unternehmen (im konkreten Fall ein Stadtwerk), dessen Anteile zu 100 % von einer Kommune gehalten werden, nicht auf mögliche öffentlich-rechtliche Beschränkungen der Kommune hinweist und nicht mit Nachdruck auf eine Prüfung der Zulässigkeit des Geschäfts dringt.²⁶⁶ Der darauffolgende Beschluss des BGH über die Nicht-zulassungsbeschwerde relativierte aber eine derart weitgefasste Pflicht, indem er erklärte, der Beratungsfehler „besteht im Kern nicht in einem unterbliebenen 363

264 Vgl. § 21 (m) EFET-Strom und § 21 (l) EFET-Gas: „[...] with respect to a party that is a governmental entity or a public power system [...]“.

265 OLG Naumburg, Urt. v. 24.03.2005 – 2 U 111/04, ZBB 2005, 360, 360; a. A. etwa: OLG Bamberg, Urt. v. 11.05.2009 – 4 U 92/08, ZIP 2009, 1209; LG Neuruppin, Urt. v. 05.09.2013 – 5 O 88/12, juris.

266 Das in seinem Ergebnis zweifelhafte Urteil basierte darauf, dass die Bank das Stadtwerk nicht auf eine kommunalrechtliche Bindung der Stadtwerke gemäß § 116 ff. GO-LSA hingewiesen hatte. Der Ansatz, dass das Stadtwerk wegen eines offensichtlichen Missbrauchs der Vertretungsmacht (aufgrund des spekulativen Charakters des Geschäfts) nicht gebunden sei, wurde zwar korrekt abgelehnt. Das Gericht sprach dem klagenden Rechtsnachfolger des Stadtwerkes jedoch einen Anspruch auf Schadensersatz aufgrund Falschberatung zu. Damit erlegte das Gericht der Bank die Pflicht auf, das Stadtwerk über die in seiner eigenen Sphäre liegenden öffentlich-rechtlichen Beschränkungen aufzuklären. vgl. hierzu die ablehnende Urteilsbesprechung von Schwintek, EWiR 2005, 661, 661 f.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Hinweis auf kommunalrechtliche Bindungen der Stadtwerke, sondern darin, dass die Bekl. nicht ausreichend über den spekulativen Charakter des konkreten Swapgeschäfts aufgeklärt hat.“²⁶⁷

- 364 Die Rechtsprechung zum Thema Abschluss von strukturierten Zinsderivaten durch Kommunen bzw. kommunale Unternehmen hat die Anwendung der vom BGH entwickelten Anforderungen²⁶⁸ an **anleger- und objektgerechter Beratung** bestätigt.²⁶⁹ Auch §§ 63, 64 WpHG sind im Zusammenhang mit Anlageberatung zu beachten. § 64 WpHG enthält eine Reihe besonderer aufsichtsrechtlich gebotener Verhaltensregeln für die Anlageberatung, welche die (in der Anlageberatung ebenfalls einzuhaltenden) allgemeinen Pflichten nach § 63 WpHG ergänzen.²⁷⁰

Eine Unwirksamkeit bzw. Nichtigkeit des Geschäfts wegen Verstoßes gegen ein gesetzliches Verbot oder wegen Handelns außerhalb des Aufgaben- und Wir-

267 BGH, Beschl. v. 21.03.2006 – XI ZR 116/05, juris; BGH, Urt. v. 28.04.2015 – XI ZR 378/13, BGHZ 205, 117 gegen eine Pflicht auf das Spekulationsverbot hinzuweisen auch OLG Frankfurt, Urt. v. 04.08.2010 – 23 U 230/08, WM 2010, 1790; OLG Bamberg, Urt. v. 11.05.2009 – 4 U 92/08, BKR 2009, 288. Vor dem Hintergrund des gemeindewirtschaftlichen Verbots von Spekulationsgeschäften werden Swapgeschäfte von Gemeinden zum Zwecke der Zinsoptimierung indes kritisch betrachtet. So normiert etwa § 134 II der Hessischen Gemeindeordnung i. V. m. § 92 II S. 3 der Hessischen Gemeindeordnung das Verbot von Spekulationsgeschäften – freilich ohne (ebenso wie andere Gemeindeordnungen) eine Legaldefinition des Begriffs „Spekulation“ zu bieten. Vgl. zum Einsatz von Derivaten durch die öffentliche Hand Pötsch, LKV 2019, 60, 60ff.; 104, 104 ff.; Watz, in: Beck'scher Online-Kommentar Kommunalrecht Hessen, Dietlein/Ogorek, 13. Edition, Stand: 01.11.2020, § 92 HGO Rn 23 ff. m. w. N.

268 Vgl. BGH, Urt. v. 06.07.1993 – XI ZR 12/93, WM 1993, 1455, 1455 ff. = NJW 1993, 2433, 2433 ff.; zuletzt auch BGH, Urt. v. 22.03.2011 – XI ZR 33/10, ZIP 2011 (so genanntes „Ille-Urteil“), wonach insbesondere bei hochkomplexen Produkten eine Beratung und Aufklärung auch über den negativen Marktwert des Produkts gewährleistet sein muss, damit Anleger im Hinblick auf das Risiko den gleichen Kenntnis- und Wissensstand haben, den die beratende Bank hat. Hingegen muss die beratende Bank bei spekulativen Swap-Geschäften nicht über den negativen Marktwert aufklären, wenn sie selbst nicht Vertragspartnerin des Swap-Vertrags ist (als Folgeurteil zum sog. Ille-Urteil), BGH, Urt. v. 20.01.2015 – XI ZR 316/13, NJW 2015, 1095. Das dritte Urteil in der Reihe der Beratungshaftung bei Swaps stellt BGH, Urt. v. 28.4.2015 – XI ZR 378/13, ZIP 2015, 1276 dar, wonach keine Pflicht zur Aufklärung über den anfänglichen negativen Marktwert eines Swaps bei Zuordnung zu einem konnexen Grundgeschäft besteht.

269 Vgl. etwa LG Magdeburg, Urt. v. 21.01.2008 – 9 O 1989/06, WuB I G 1. – 3.08, 491 ff. (mit Anmerkung von S. Bausch) (Klägerin war ein kommunales Wasserversorgungsunternehmen, das zu 100 % in kommunaler Hand stand); LG Würzburg, Urt. v. 31.03.2008 (62 O 661/07, WM 2008, 977 (Klägerin war das Würzburger Versorgungsunternehmen WVV); LG Wuppertal, Urt. v. 16.07.2008 – 3 O 33/08, WM 2008, 1637 (Klägerinnen waren die Stadt Hagen sowie eine Tochtergesellschaft); siehe auch Endler, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 30 Rn. 90 ff.; sowie zuletzt: BGH, Urt. v. 28.4.2015 – XI ZR 378/13, ZIP 2015, 1276.

270 Zahre, in: MünchKomm-HGB, Band 6, 4. Aufl. 2019, Teil 2. Kapitalmarkt- und Wertpapiergeschäft, M. Anlageberatung Rn. 76.

kungskreises des gemeindlichen bzw. öfftl.-rechtl. gebundenen Handelspartners („*ultra vires*“) wird von den Gerichten jedoch zu Recht abgelehnt.²⁷¹ Dies bestätigt sich auch in folgendem Leitsatz des BGH: „*Swap-Geschäfte einer nordrhein-westfälischen Gemeinde, die ausschließlich der Erzielung eines Spekulationsgewinns dienen, sind weder wegen einer Überschreitung des der Gemeinde gesetzlich zugewiesenen Wirkungskreises unwirksam noch wegen eines Verstoßes gegen ein etwaiges gemeindliches Spekulationsverbot nichtig.*“²⁷² Soweit das getätigte Geschäft zwar ein hohes Risiko in sich trägt, jedoch ebenso eine nicht vollkommen unwahrscheinliche Gewinnchance, kann dies kein auffälliges Missverhältnis von Leistung und Gegenleistung begründen.²⁷³ Ein solches Geschäft ist nur dann sittenwidrig, wenn es darauf angelegt ist, den Vertragspartner der Bank von vornherein chancenlos zu stellen.²⁷⁴ Im Hinblick auf Anforderungen und Umfang einer anleger- und objektgerechten Beratung der Kommunen oder kommunalen Unternehmen gibt es mittlerweile eine Vielzahl von Urteilen.²⁷⁵

b) Zeitpunkt und Wiederholung der Zusicherung

Für die Vertragsparteien ist es wichtig, sich immer wieder vor Augen zu führen, dass die jeweils ausgewählten Zusicherungen des § 21 EFET nicht nur zum **Zeitpunkt des Abschlusses des Rahmenvertrages** gegeben werden. Diese Zusicherungen werden üblicherweise (wie auch in § 21 EFET) als „Representations and Warranties“ bezeichnet. Nach den EFET-Rahmenverträgen werden sie immer dann **wiederholt**, wenn ein Einzelabschluss getätigkt wird. Beide Parteien sollten daher regelmäßig die Listen der gemachten Zusicherungen auf ihre Richtigkeit überprüfen, um unkorrekte Aussagen zu vermeiden. Dies gilt beispielsweise für strukturierte Geschäfte und insbesondere derivative Geschäfte, sofern sich diese wegen der Änderung von aufsichtsrechtlichen Regelungen oder der Ausweitung des Geschäftsumfanges künftig als erlaubnispflichtige Geschäfte darstellen sollten.

Hier könnte man sich die Frage stellen, ob Geschäftsbestätigungen, die § 21 EFET nicht mehr ausdrücklich erwähnen, eine hinreichende Grundlage für die **Fingierung der Wiederholung** einer Zusicherung sind. Auch wenn die Musterbestätigungen²⁷⁶ nicht ausdrücklich auf die Zusicherungen des § 21 EFET Bezug nehmen, wird doch auf die Einbeziehung des Rahmenvertrages insgesamt ver-

271 So auch *Endler*, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 30, Rn. 72; OLG Bamberg, Urt. v. 11.05.2009 – 4 U 92/08, BKR 2009, 288.

272 BGH, Urt. v. 28.04.2015 – XI ZR 378/13, NJW 2015, 2248, 1. Leitsatz; Vgl. hierzu auch BGH, Urt. v. 22.03.2016 – XI ZR 425/14, NJW 2016, 2949, 2953; OLG Köln, Urt. v. 13.08.2013 – 13 U 128/13, Rn. 22 f.; *Endler*, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 30 Rn. 32, 75.

273 OLG Köln, Urt. v. 13.08.2013 – 13 U 128/13, juris Rn. 23; vgl. hierzu auch *Endler*, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 30 Rn. 32, 77.

274 BGH, Urt. v. 28.04.2015 – XI ZR 378/13, NJW 2015, 2248, 2. Leitsatz.

275 Ausführliche Darstellungen zu Beratungspflichten der öffentlichen Hand finden sich bei *Endler*, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 30 Rn. 85 ff.; vgl. zur Anlageberatung insbesondere *Schmitt*, in Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 34 Rn. 152 ff.

276 Siehe Annex 2 A bis 2 D zu EFET-Strom und EFET-Gas.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

wiesen. Es bestehen daher grundsätzlich keine Bedenken, die Abgabe der Willenserklärung im Zusammenhang mit einer Einzeltransaktion gleichzeitig als Wiederholung der in § 21 EFET gemachten Zusicherungen zu sehen. Angesichts dieses Hinweises auf den EFET-Rahmenvertrag sowie der Marktüblichkeit einer Wiederholung der Zusicherung mit jeder Transaktion könnte es (abhängig vom Einzelfall) schwierig sein, wenn sich eine der beiden Parteien darauf berufen wollte, dass mit der Willenserklärung zum Abschluss einer Transaktion nicht auch gleichzeitig der Wille gegeben war, die Zusicherungen des § 21 EFET zu wiederholen. Eine Irrtumsanfechtung scheidet daher aus. Möchte man hier dennoch Zweifel vermeiden, können die Musterbestätigungen problemlos dahingehend erweitert werden, dass die Zusicherungen des § 21 EFET nochmals explizit wiederholt werden.²⁷⁷

- 367 Anders als beispielsweise das ISDA Master Agreement²⁷⁸ verzichtet der Text des EFET-Rahmenvertrages darauf, über die eben beschriebenen Zeitpunkte der Zusicherung hinaus von permanenten Zusicherungen auszugehen, die zu jeder Zeit als abgegeben gelten. Solche sogenannten „**Evergreen-Representations**“ könnten aus Sicht des deutschen Rechts bedenklich sein.

c) Rechtsfolge bei unkorrekten Zusicherungen

- 368 Als ausdrückliche Rechtsfolge einer (in wesentlicher Weise) unkorrekten Zusicherung (so genannte „**Misrepresentation**“) ist im EFET-Rahmenvertrag ein Beendigungsrecht für den Rahmenvertrag und alle Transaktionen vorgesehen.²⁷⁹

In der Literatur wird vertreten, dass einer „warranty“ neben der „representation“ grundsätzlich keine eigenständige Bedeutung zukommt. Unter diesem kombinierten Begriff seien Tatsachenbehauptungen zu verstehen, die eine Vertragspartei mit dem Ziel eines späteren Vertragsschlusses abgebe.²⁸⁰ Dieser Gleichlauf betrifft nach dem ausdrücklichen Wortlaut der EFET-Rahmenverträge auch die Rechtsfolge eines Verstoßes gegen Representations oder Warranties, die nach dem EFET gleichermaßen in einem Kündigungsrecht zu sehen ist. Insofern begründen Representations und Warranties, anders als beispielsweise die aus dem Common Law stammenden Covenants, grundsätzlich keine (Neben-)Pflichten, die die jeweils andere Partei neben den Hauptpflichten zu einem bestimmten Tun oder Unterlassen verpflichten.²⁸¹ Die Rechtsfolgen einer Mis-

277 Section 3 ISDA geht ebenfalls von einer Wiederholungsvermutung aus: „[...] each party represents to the other party (which representations will be deemed to be repeated by each party on each day on which a transaction is entered into [...]).“

278 Vgl. Section 3 (erster Absatz) und 3 (f) ISDA.

279 § 10.5./10.5. (f) EFET-Strom und EFET-Gas: „[...] the Agreement may be terminated at any time for one or more of the following reasons [...].“

280 Risse/Kästle, M&A und Corporate Finance von A-Z, 3. Aufl. 2018, Representations & Warranties; Walz, notar 2015, 111, 111; Wittig, WM 1999, 985, 986; Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 453.

281 Wittig, WM 1999, 985, 987; Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, S. 453; Walz, notar 2015, 111, 112.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

representation sind also nicht mit dem deutschen allgemeinen Leistungsstörungsrecht gleichzusetzen.²⁸²

Voraussetzung für das Kündigungsrecht ist, dass die Zusicherung bei ihrer ursprünglichen oder wiederholten Abgabe in wesentlicher Hinsicht nicht korrekt oder irreführend war. Ob eine Zusicherung in wesentlicher Hinsicht unkorrekt ist, dürfte im Einzelfall nicht immer leicht zu interpretieren sein.

Für den Fall einer Misrepresentation oder eines Verstoßes gegen eine warranty ist in § 10.5 (f) EFET-Strom und § 10.5 (e) EFET-Gas ein Sonderkündigungsrecht vorgesehen.²⁸³ Aus § 11 EFET ergibt sich dann der zu zahlende Ausgleichsbetrag. Dieser Betrag wird als Termination Amount bezeichnet und durch die Vertragspartei berechnet, die die Beendigung herbeigeführt hat (§ 10.3 (b) i.V.m. § 11 EFET). Der **Termination Amount**, der sich im Wesentlichen aus so genannten „Settlement Amounts“ für Individualverträge zusammensetzt, umfasst gemäß § 11 EFET die dort (eng) definierten „Costs“, „Gains“ und „Losses“. Soweit die vertragsbeendigende Partei jedoch eine darüberhinausgehende Schadensposition hat, stellt sich die Frage, inwieweit und unter welchen Voraussetzungen auch weitere Schadensposten ersatzfähig sind. Im EFET-Rahmenvertrag wird nicht ausdrücklich darauf eingegangen, ob und inwieweit darüber hinaus allgemeine zivilrechtliche Schadensersatzpflichten für unkorrekte Zusicherungen bestehen.²⁸⁴ Ungeklärt ist damit bisher, ob eine Zusicherung mit Blick auf ihren Charakter als „Statement of Fact“ über das Recht der Vertragsbeendigung hinaus Anknüpfungspunkt für weitere zivilrechtliche Schadensersatzansprüche sein kann.

Das deutsche Recht lässt die Geltendmachung von Schadensersatz neben der Vertragsbeendigung zu. Leitbild ist insoweit § 314 IV BGB. Dies stellt Folgefragen in zweierlei Hinsicht: Es muss geklärt werden, inwieweit neben dem Ersatz bereits vertraglich vereinbarter Schadenspositionen noch Raum für eine Haftung nach den allgemeinen zivilrechtlichen Regeln ist. Sollte dafür noch Raum sein, muss andererseits die entsprechende Anspruchsgrundlage gefunden werden.

Inwieweit man Schadensersatz auch für solche Schadensposten verlangen kann, die man nicht bereits vertraglich geregelt hat, ist eine Frage des Einzelfalles. § 10.3 (b) EFET spricht aber bezeichnenderweise nur von einem Kündi-

282 Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 453.

283 Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 452; vgl. auch Wittig, WM 1999, 985, 987.

284 § 12 EFET enthält lediglich einen Ausschluss von Schadensersatzansprüchen, bei denen nicht ein bestimmtes Verschulden vorlag (vgl. § 12.2 EFET – z.B. Fahrlässigkeit [bzw. grobe Fahrlässigkeit gem. § 12.2 EFET-Strom] oder Vorsatz) oder eine Beschränkung von Ansprüchen der Höhe nach (vgl. § 12.3 (b) EFET – grundsätzlich Beschränkung auf Vertragswert), aber nicht dem Grunde nach. Auch §§ 8 und 11 EFET enthalten keinen ausdrücklichen Ausschluss einer Haftung für weitere Vertragsverletzungen.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

gungsrecht aus wichtigem Grund. Da sich Zusicherungen auf Tatsachen beziehen, die in der Regel für den Vertragsabschluss wesentlich sind, und da der Vertrag gerade im Vertrauen auf die Richtigkeit dieser Zusicherungen abgeschlossen wird, bilden irreführende Angaben nach § 21 EFET, neben der Möglichkeit des Sonderkündigungsrechts nach § 10.3 (b), einen Anknüpfungspunkt für zivilrechtliche Schadensersatzansprüche, sofern die vertragsbeendigende Partei einen Vertrauensschaden geltend machen möchte.²⁸⁵ Dem **Ersatz des Vertrauensschadens** steht § 10.3 (b) EFET somit nicht entgegen.

- 372 Bereits getroffene Regelungen zum Umfang des Schadensersatzes wegen Nichterfüllung können auch nicht insoweit abschließend sein, als sie etwa **Vorsatz** ausschließen (vgl. § 276 III BGB): Hat der Schuldner die Unkorrektheit oder Unvollständigkeit einer zugesicherten Tatsache vorsätzlich verschwiegen, so trifft ihn eine Schadensersatzhaftung in einem Umfang, der über die in §§ 10 und 11 EFET bezeichneten Schadensposten hinausgeht. Dies gilt wohlgemerkt auch für den Eventualvorsatz, für den es auf die „billigende“ Inkaufnahme des als möglich erkannten rechtswidrigen Erfolges ankommt. Soweit nur **grobe** oder gar **einfache Fahrlässigkeit** gegeben sind, wird man dagegen in den §§ 10 und 11 EFET eine abschließende Regelung zum Umfang des Schadensersatzes wegen Nichterfüllung sehen.²⁸⁶

17. Sonstige vertragliche Pflichten und Bestimmungen

- 373 Im Folgenden soll ein Überblick über sonstige vertragliche Pflichten und Bestimmungen gegeben werden, ohne hierbei auf alle Einzelheiten eingehen zu können. Diese im englischen Sprachgebrauch oft als „**Boiler Plates**“²⁸⁷ bezeichneten Bestimmungen werden in Verhandlungen eher selten problematisiert, obwohl sich auch aus ihnen eine Reihe wichtiger Rechtsfolgen ergeben.

285 Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 453.

286 Vgl. hierzu auch Castor/Walgenbach, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 16. Kapitel Rn. 117.

287 Als Boiler Plates (wörtlich übersetzt: Kesselplatten) werden alle Arten von Standardbestimmungen in Verträgen bezeichnet (wie etwa salvatorische Klauseln, Rechtswahlklauseln oder Gerichtsstandsklauseln), die standardisierbar sind und meist am Ende von Verträgen stehen. Über die Ableitung des Begriffes besteht keine Einigkeit. Teilweise wird angenommen, dass der Begriff aus dem Schiffsbau stammt und die Verwendung von genormten Stahlplatten beim Kessel- bzw. Schiffsbau selbst bezeichneten soll. Die andere Theorie ist, dass der Begriff aus der Druckbranche entlehnt ist. Hier wurden Druckplatten für die Vervielfältigung von wieder verwendbaren Berichten ebenfalls als Boiler Plates bezeichnet. Vgl. hierzu Stark, Negotiating and Drafting Contract Boilerplate, 1. Aufl. 2003, S. 9.

a) *Informationspflichten*²⁸⁸

Für die Einschätzung der Bonität des Handelspartners ist es wichtig, in regelmäßigen Abständen über bilanzielle Eckdaten unterrichtet zu sein. EFET sieht hierzu ein effektives Instrument vor, nämlich die Pflicht jeder Partei, dem Vertragspartner bestimmte **geschäftsbezogene Informationen** über sich zugänglich zu machen. Dies ist die Funktion von § 18 EFET. Dabei unterscheidet die Vorschrift zwischen der Verpflichtung, Informationen in Form von Geschäftsberichten beizubringen (§ 18.1 EFET) und der Pflicht, dem Vertragspartner eine Verschlechterung eigener Geschäftszahlen mitzuteilen (§ 18.2 EFET).

So verpflichtet § 18.1 EFET die Parteien, binnen 120 Tagen nach Ende des Geschäftsjahres den jeweiligen **Geschäftsbericht** mit dem geprüften **konsolidierten Jahresabschluss** für das betreffende Geschäftsjahr vorzulegen. **Quartalsberichte** sind innerhalb von 60 Tagen nach Ablauf eines der ersten drei Quartale eines jeden Geschäftsjahrs an die andere Partei zu liefern. Diese Informationen sind jedoch lediglich auf Anforderung durch die andere Partei bereitzustellen. Sofern die Bonität der Handelsbeziehung durch eine Erfüllungssicherheit gewährleistet wird, bezieht sich die Pflicht zur Lieferung der Unterlagen auf Informationen bezüglich des Sicherheitengebers.

Diese Bestimmung wird in der Praxis häufig abgeändert. Da speziell bei großen Unternehmen Jahresabschlüsse nicht selten auf der Website zur Verfügung gestellt werden, wird oft ein Zusatz aufgenommen, dass die Pflicht zur Bereitstellung von Informationen lediglich dann existiert, wenn die Informationen nicht auf der entsprechenden Website erhältlich sind. Die Pflicht zur Lieferung von **Quartalsabschlüssen** wird dann **abbedungen**, wenn solche Abschlüsse nicht existieren. Manche Handelshäuser schlagen vor, die Frist von 120 Tagen zu verlängern, da nicht immer sichergestellt sei, dass die entsprechenden Informationen bereits verfügbar seien.

374

375

376

288 § 18 EFET-Strom –

1. Provision of Financial Statements: „Unless otherwise specified in the Election Sheet, if requested by a party, the other Party shall deliver
 - (a) within 120 days following the end of each fiscal year, a copy of such other Party's, or for such period the other Party's obligation are supported by a Credit Support Provider or if it is a party to a Control and Profit Transfer Agreement, its Credit Support Provider's or its Controlling Party's, as the case may be, annual report containing audited consolidated financial statements for such fiscal year, and
 - (b) within sixty (60) days after the end of each of its first three fiscal quarters of each fiscal year, a copy of its quarterly report containing unaudited consolidated financial statements; and
2. Decline in Tangible Net Worth: If this § 18.2 is specified as applying in the Election Sheet, as soon as it becomes aware of such decline, each Party shall promptly notify the other Party of the occurrence of a decline in its Tangible Net Worth or the Tangible Net Worth of its Credit Support Provider or Controlling Party, to a level below the amount specified in the Election Sheet[...].“

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- 377 Während § 18.1 EFET grundsätzlich anwendbar ist, sofern keine andere Vereinbarung getroffen wurde, gilt die Meldepflicht einer wesentlichen Verringerung des „**Tangible Net Worth**“ gemäß § 18.2 EFET nur dann, wenn dies ausdrücklich vereinbart ist. Diese Vereinbarung bietet sich insbesondere dann an, wenn eine Verschlechterung des Tangible Net Worth nach § 17.2 (d) EFET als Grund für die Anforderungen von Sicherheiten vereinbart wurde.²⁸⁹ Der Tangible Net Worth ist eine Bilanzkennzahl, die sich laut seiner Definition unter Einbeziehung von z. B. Einlagen, Eigenkapital, Gewinnen und Verlusten berechnet. Sofern sie vereinbart wird, kann es sinnvoll sein, die aktuellen Begrifflichkeiten und Werte aus der Bilanz für den aktuell maßgeblichen Zeitraum exemplarisch in den Vertrag aufzunehmen. Dadurch wird vermieden, dass es bei der Anwendung der englischsprachigen Definition zu Unstimmigkeiten über deren konkrete Anwendung auf entsprechende Bilanzpositionen kommt.
- 378 Die besondere strukturelle Bedeutung von § 18 EFET innerhalb des Vertragsgefüges liegt darin, dass hier Rechte und Pflichten vereinbart werden, die auch ohne Abschluss von Einzeltransaktionen existieren. Es kann also zumindest im Falle des Abschlusses von EFET-Rahmenverträgen nicht davon ausgegangen werden, dass **Rahmenverträge** selbst **keine Rechte und Pflichten** begründen und erst mit Abschluss einer Transaktion Bedeutung erlangen.²⁹⁰

b) Vereinbarte Verhaltenspflichten

- 379 Abgesehen von den eben beschriebenen Pflichten aus § 18 EFET enthält der EFET-Rahmenvertrag keine ausdrücklichen laufenden Verhaltens- oder Informationspflichten. Hier unterscheidet sich EFET von anderen Rahmenverträgen, wie zum Beispiel dem ISDA-Rahmenvertrag. In sogenannten „**Undertakings**“ verpflichten sich die Parteien dort zum Beispiel, laufend bestimmte oder noch

289 Siehe zum Thema Nachbesicherungsrechte und „Material Adverse Changes“ nach § 17.2 EFET Rn. 354 ff.

290 Ob nicht auch beim ISDA-Rahmenvertrag bzw. dem DRV schon vor Abschluss von Einzeltransaktionen Nebenleistungspflichten entstehen, soll hier dahingestellt bleiben. Gegen eine solche Annahme spricht sich Benzler, Nettingvereinbarungen im außerbörslichen Derivatehandel, Diss. Baden-Baden 1999, S. 41 aus („Der Rahmenvertrag wird durch den Abschluss von Einzelgeschäften in Kraft gesetzt. Kommt es zu keinem Einzelabschluss, so werden allenfalls (vor-)vertragliche Aufklärungs- und Schutzpflichten begründet.“); vgl. auch Riecken, in: Dauner-Lieb/Konzen/Schmidt, Das neue Schuldrecht in der Praxis, 1. Aufl. 2002, S. 652 f., der davon ausgeht, dass der EFET-Rahmenvertrag auch ohne Einzelabschlüsse ein Schuldverhältnis ist und sich hieraus gewisse Pflichten zur Rücksichtnahme nach § 241 II BGB ergeben sowie (in einer Vorausfrage des genannten Bankrechts-Handbuchs) Jahn, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band 2, 4. Aufl. 2011, § 114 Rn. 87, der den Rahmenvertrag als Mantelvertrag ohne eigene Hauptleistungspflichten bezeichnet und damit zutreffend impliziert, dass Nebenleistungspflichten existieren können. Nach Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 240, würde sich sonst der mitunter erhebliche Aufwand aus Kostengründen nicht lohnen. Korrekt ist in jedem Fall die Annahme, dass aus dem Abschluss eines Rahmenvertrages keine Pflichten zum Abschluss von Einzeltransaktionen herleitbar sind.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

zu bestimmende Informationen zu liefern, Genehmigungen aufrechtzuerhalten, über bestimmte Ereignisse zu informieren oder bestimmte Steuerzahlungen zu leisten.²⁹¹

c) *Vertraulichkeitspflichten*²⁹²

Beide Parteien verpflichten sich, **Informationen** über einzelne Geschäfte **nicht an Dritte weiterzugeben**. Zulässige Ausnahmen sind beispielsweise gegeben, wenn (i) die andere Partei ausdrücklich zugestimmt hat, da solche Informationen zur physischen Abwicklung notwendig sind und an die Netzbetreiber weitergegeben werden müssen, (ii) es gesetzlich vorgesehen bzw. vorgeschrieben ist, (iii) die Informationen öffentlich bekannt sind oder (iv) sie hinsichtlich der Preise an einen Dritten weitergegeben werden, der ohne Kenntnis der involvierten Parteien Indizes berechnet und veröffentlicht.

Der von EFET vorgeschlagene Wortlaut dürfte in den meisten Fällen zu einer sachgerechten Lösung führen. Trotzdem kommt es auch hier hin und wieder zu Änderungen, die diese Bestimmungen näher an detailliertere hauseigene Muster angleichen sollen und eher geringfügiger Natur sind. So wird beispielsweise in Ergänzung zu § 20.2 (c) EFET vorgeschlagen, dass alle Empfänger von vertraulichen Informationen verpflichtet werden sollen, diese Informationen ebenfalls im Sinne von § 20.2 EFET vertraulich zu behandeln.

Der **Abschluss des Rahmenvertrages** selbst unterliegt interessanterweise nicht den Beschränkungen des § 20 EFET. Hieraus zu folgern, dass der Abschluss eines Rahmenvertrages keiner Vertraulichkeits- oder Geheimhaltungspflicht unterliegt, ginge aber zu weit. Es ist vielmehr vom Gegenteil auszugehen. Geheimhaltungspflichten hinsichtlich des Rahmenvertrages entstehen grundsätzlich als vertragliche Nebenpflichten aus dem Gesichtspunkt von Treu und Glauben gemäß § 242 BGB.²⁹³ Zum einen bedarf es insoweit eines Schutzes der dort enthaltenen personenbezogenen Daten.²⁹⁴ Zum anderen geht es um die dort enthaltenen geschäftsbezogenen Daten²⁹⁵, worunter auch der Abschluss des Rahmenvertrages selbst fallen kann.

²⁹¹ Vgl. Section 4 ISDA.

²⁹² § 20 EFET.

²⁹³ Zu verbindlichen Vertrauensabreden siehe *Rixecker*, in: MünchKomm-BGB, Band 1, 8. Aufl. 2018, Anhang § 12 Rn. 134 f.

²⁹⁴ Zu den Geheimhaltungspflichten bei personenbezogenen Daten anlässlich rechtsgeschäftlicher Kontakte vgl. *Teichmann/Kiessling*, ZGR 2001, 33, 39.

²⁹⁵ Zu den Vertraulichkeitspflichten in Bezug auf Unternehmensgeheimnisse siehe *Klass*, in: Erman, Bürgerliches Gesetzbuch, 15. Aufl. 2017, Anh. § 12 Rn. 201 m. w. N.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

d) Aufzeichnung von Telefongesprächen²⁹⁶

- 383 Es ist durchaus üblich, dass **Gespräche zwischen Händlern aufgezeichnet** werden, um bei späteren Streitigkeiten über Art und Inhalt der Geschäftsabschlüsse die *Essentialia* des Abschlusses nachvollziehen zu können.²⁹⁷ Eine gesonderte Benachrichtigung über die Aufzeichnung erfolgt nicht. Die Parteien bestätigen jedoch, dass sie von ihren Angestellten die notwendigen **Zustimmungen zur Aufzeichnung** der Gespräche eingeholt haben. Letzteres ist deshalb von großer Bedeutung, da die Verwertung von Tonbandaufnahmen vor deutschen Gerichten auch dann problematisch ist, wenn es sich um Gespräche aus dem geschäftlichen Bereich handelt.²⁹⁸ Sofern nach dem Geschäftsabschluss Bestätigungen ausgetauscht wurden, die als kaufmännische Bestätigungsschreiben zu werten sind, verlieren Tonbandaufzeichnungen zumindest insoweit ihre Bedeutung, als das Gespräch nicht ganz wesentlich vom Inhalt der Bestätigung abweicht.
- 384 Im Finanzbereich sind für die Aufzeichnung von Telefongesprächen zudem eigenständige regulatorische Vorgaben zu beachten. Diese wurden in der Finanzinstrumente-Richtlinie (2014/65/EU oder MiFID II) und dort insbesondere in Art. 16 VI, VII und im Hinblick auf Berichtspflichten durch Art. 25 VI MiFID II neugefasst.²⁹⁹ Zuvor waren solche Vorgaben noch abstrakter in Form der „Wohlverhaltensregeln“ in Art. 19 der Finanzmarkt-Richtlinie (RL 2004/39/EG oder MiFID I) kodifiziert. Grundsätzlich unterliegen die Wertpapierunternehmen³⁰⁰ umfassenden Aufzeichnungs- und Berichtspflichten, so schon in Art. 19 VII und

296 § 23.1 EFET-Strom – Recording Telephone Conversations: „Each Party is entitled to record telephone conversations held in connection with the Agreement and to use the same as evidence. Each Party waives any further notice of such recording and acknowledges that it has obtained all necessary consents of its officers and employees to such recording.“

297 So auch *Liesenhoff*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 10, Rn. 19.

298 Vgl. BGH, Urt. v. 13. 10. 1987 – VI ZR 83/87, NJW 1988, 1016, 1017 m. w. N. Der BGH stellt hierbei klar, dass eine Einschränkung dieses Prinzips dann gilt, wenn es um die bloße Übermittlung von Zahlen und Daten geht oder um von der persönlichen Sphäre des Sprechenden völlig losgelöste Erklärungen wie reine Bestellungen von Waren oder Dienstleistungen oder um ähnliche standardisierte Nachrichten; aus der Literatur vgl. *Bamberger*, in: Beck'scher Online-Kommentar BGB, Bamberger/Roth, 53. Edition, Stand: 01.02.2020, § 12 Rn. 208.

299 Vgl. insbesondere Artikel 16 VII der Richtlinie 2014/65/EU vom 15.05.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung) (MiFID II). Diese Regelung ist seit dem 03.01.2017 durch die Mitgliedstaaten anzuwenden (Art. 93 I der Richtlinie 2014/65/EU) und gilt für Wertpapierfirmen und (unter bestimmten Voraussetzungen) für Kreditinstitute. Kunden müssen zuvor über die Aufzeichnung informiert werden und Aufzeichnungen sind Kunden auf Anfrage zur Verfügung zu stellen.

300 So wie auch bereits MiFID I benennt MiFID II sie als „Wertpapierfirmen“ – gemäß deren jeweiligen Art. 4 I Nr. 1 als „jede juristische Person, die im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit gewerbsmäßig eine oder mehrere Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringt und/oder eine oder mehrere Anlagen tätigkeiten ausübt.“

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

VIII MiFID I. Nunmehr finden sich solche Pflichten bzgl. der Aufzeichnung von Telefongesprächen und elektronischer Kommunikation – in Umsetzung von Art. 16 VI und VII MIFID II in deutsches Recht – unter anderem in § 83 II WpHG (ursprünglich § 34 WpHG). Weitere Anforderungen an die Aufzeichnung von (internen) Telefongesprächen und elektronischer Kommunikation finden sich auch in Art. 76 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016.³⁰¹

e) Zugang von Mitteilungen³⁰²

Der EFET-Rahmenvertrag enthält zahlreiche **Fristen**, die an den **Zugang diverser Mitteilungen** anknüpfen. Um hier einen für beide Parteien nachvollziehbaren Rahmen zu schaffen, beschreibt § 23.2 EFET, wann solche Mitteilungen als zugegangen gelten sollen. Die Bestimmung ergänzt somit § 130 I BGB, der für Willenserklärungen gegenüber Abwesenden den Zugang des Zeitpunkts für die Wirksamkeit festsetzt. Der auf den ersten Blick sehr generelle Gesetzeswortlaut wird für verschiedene Arten der Kommunikation durch eine umfangreiche Rechtsprechung konkretisiert. Soweit EFET eine ausdrückliche Regelung enthält, werden diese gesetzlichen Regelungen jedoch verdrängt. Nach dem Willen der Vertragsparteien gelten **persönlich überbrachte Mitteilungen** als am Geschäftstag der Übergabe zugegangen, **Briefe** gelten am zweiten Geschäftstag (bzw. bei Auslandssendungen am fünften Geschäftstag) und **Telefaxe** gelten, sofern sie vor 17.00 Uhr beim Empfänger eingehen, am Absendetag als zugegangen.

385

Eine ausdrückliche Bestimmung zur **Übersendung von E-Mails** enthält EFET nicht.³⁰³ Sofern die Parteien den Zeitpunkt des Zugangs für diese Art der Kom-

386

301 Vgl. zu regulatorischen Vorgaben an die Aufzeichnung von Telefongesprächen und elektronischer Kommunikation **Fett**, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 83 WpHG Rn 12 ff.

302 § 23.2 EFET-Strom – Notices and Communications: „Except as otherwise provided herein or agreed with respect to an Individual Contract, all notices, declarations or invoices sent by one Party to the other shall be in writing and shall be delivered by letter (overnight mail or courier, postage prepaid) or facsimile as provided in the Election Sheet. Each Party may change its notice information by written notice to the other. Written notices, declarations and invoices shall be deemed received and effective:

- (a) if delivered by hand, on the Business Day delivered or on the first Business Day after the date of delivery if delivered on a day other than a Business Day;
- (b) if sent by first class post, on the 2nd Business Day after the date of posting, or if sent from one country to another, on the 5th Business Day after the day of posting;
- or (c) if sent by facsimile transmission and a valid transmission report confirming good receipt is generated, on the day of transmission if transmitted before 17.00 hours (recipient's time) on a Business Day or otherwise at 09.00 hours (recipient's time) on the first Business Day after transmission.“; vgl. auch Section 12 (a) ISDA.

303 § 5.4 EFET enthält lediglich eine Klarstellung, dass Optionen nicht durch Übersendung einer E-Mail ausgeübt werden können.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

munikation ausdrücklich in diese Bestimmung mit aufnehmen wollen, ist dies möglich.³⁰⁴

f) Salvatorische Klausel/Rechte Dritter³⁰⁵

- 387 Um zu vermeiden, dass die Nichtigkeit eines Teils des Rechtsgeschäfts die Gesamtnichtigkeit zur Folge hat (§ 139 BGB), enthält § 23.4 EFET eine **Salvatorische Klausel**. Diese Klausel stellt klar, dass unwirksame Einzelbestimmungen nicht die Wirksamkeit des Vertrages im Übrigen beeinflussen sollen (§ 23.4 Satz 1 EFET; sogenannte Erhaltungsklausel). Sie enthält zudem eine Verpflichtung der Parteien, rechtswidrige, unwirksame oder nicht durchsetzbare Bestimmungen durch solche Bestimmungen zu ersetzen, die der unwirksamen Bestimmung und den wirtschaftlichen Absichten der Parteien so nah wie möglich kommen (§ 23.4 Satz 2 EFET; sogenannte Ersetzungsklausel).
- Sofern der Vertrag ausnahmsweise der **AGB-Kontrolle** unterliegt, könnte die Wirksamkeit dieser Ersetzungsklausel im Hinblick auf den zwingenden Charakter des § 306 II BGB und das Transparenzgebot des § 305c I BGB in Frage gestellt werden.³⁰⁶ Demgegenüber kann die Erhaltungsklausel auch wirksam vereinbart werden; sie stimmt mit § 306 Abs. 1 BGB überein.³⁰⁷
- 388 Da die Regelungen des § 139 BGB dispositives Recht sind, kann die Norm grundsätzlich durch eine Individualvereinbarung abbedungen werden. Die **Aufrechterhaltung** des wirksamen Teils des Geschäfts ist trotz einer entsprechenden Regelung jedoch unter Umständen dann nicht mehr durch den Parteiwillen gedeckt, wenn Bestimmungen von grundlegender Bedeutung sittenwidrig oder

304 *Einsele*, in: MüchKomm-BGB, Band 1, 8. Aufl. 2018, § 126a Rn. 12; *Ellenberger*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 130 Rn. 5–14; Willenserklärungen an Empfänger, die im Rechtsverkehr mit E-Mail-Adresse auftreten, gehen (wenn keine frühere tatsächliche Kenntnisnahme erfolgt) nach h. M. zu, wenn sie in der Mailbox des Empfängers oder seines Providers abrufbar gespeichert sind und nicht zur Unzeit eingehen (vgl. etwa OLG Düsseldorf, Urt.v. 19.07.2011–24 U 186/10, BeckRS 2012, 5968; *Ellenberger*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 130 Rn. 7a). Zur Unzeit eingegangene E-Mails gelten als am folgenden Tag zugegangen. Vgl. zum Ganzen *Gomille*, in: BeckOGK, Stand: 01.04.2020, § 130 BGB Rn. 74 ff.

305 § 23 EFET-Strom – 4. Partial Invalidity: „If, at any time, any provision of this General Agreement or an Individual Contract is or becomes illegal, invalid or unenforceable, in any respect, under the law of any relevant jurisdiction, neither the legality, validity nor enforceability of the remaining provisions of this General Agreement or of any Individual Contract, shall be in any way affected or impaired thereby. The Parties undertake to replace any illegal, invalid or unenforceable provision with a legal, valid and enforceable provision which comes as close as possible to the invalid provision as regards its economic intent.“

5. Third Party Rights: „The Parties do not intend that any third party shall have any rights under or be able to enforce the Agreement and the Parties exclude to the extent permitted under applicable law any such third party rights that might otherwise be implied.“; vgl. auch Nr. 11 I DRV.

306 Vgl. BGH, Urt. v. 05.05.2015 – XI ZR 214/14, BGHZ 205, 220 = NJW 2015, 2412, juris Rn. 25 f.; *Staffels*, NJW Praxis, AGB-Recht, 3. Aufl. 2015, Rn. 625 f. jeweils m. w. N.

307 Vgl. BGH, Urteil v. 06.04.2005 – XII ZR 132/03, NJW 2005, 2225, juris-Rn. 38.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

auf sonstige Weise nichtig sind.³⁰⁸ Es ist auch zu beachten, dass standardmäßige Salvatorische Klauseln nicht von der Prüfung entbinden, ob die Parteien das teilnichtige Geschäft als Ganzes verworfen hätten oder aber den Rest hätten gelten lassen. Bedeutsam ist eine standardmäßig verwendete Salvatorische Klausel lediglich für die von § 139 BGB abweichende Zuweisung der Darlehnungs- und Beweislast; diese trifft denjenigen, der entgegen der Erhaltensklausel den Vertrag als Ganzes für unwirksam hält.³⁰⁹

g) Rechtswahl und Schiedsvereinbarung³¹⁰

Der Standardtext des EFET-Strom legt fest, dass der Rahmenvertrag und die Einzeltransaktionen **deutschem Recht** unterliegen. Die Anwendung des Abkommens der Vereinten Nationen über den internationalen Warenkauf vom 11.04.1980 (**CISG**) wird ausdrücklich abbedungen. Nach EFET-Gas besteht die Option, die Vertragsbeziehungen deutschem oder **englischem Recht** zu unterstellen. Auch hier soll (in beiden Fällen) die Anwendung des Abkommens der Vereinten Nationen über den internationalen Warenkauf ausgeschlossen sein. Da der Standardtext des Rahmenvertrags lediglich ein Vorschlag ist, wurde in der Vergangenheit auch bei EFET-Strom immer wieder die Anwendbarkeit englischen Rechts vereinbart. Gerade bei internationalen Handelsbeziehungen ohne deutsche Beteiligung scheint dies den Parteien manchmal sachgerechter zu sein, zumal englisches Recht als flexibel und weniger reglementiert gilt. Trotzdem kommt es auch in diesen Fällen ohne deutsche Beteiligung regelmäßig vor, dass es sowohl bei EFET-Strom als auch bei EFET-Gas bei der Wahl deutschen Rechts bleibt. Grund hierfür ist, dass der Text des Vertrages darauf ausgelegt ist und eine andere Rechtswahl eine Einzelprüfung aller Klauseln erforderlich macht, um die Vereinbarkeit der Bestimmungen mit dem gewählten Recht sicherzustellen. Zum anderen stellt das deutsche Recht in diesen Fällen für beide Parteien eine neutrale Rechtsordnung dar, die für keine der beiden Parteien zu einem „Heimvorteil“ führt.

Eine weitere wichtige Frage ist die Bestimmung des Verfahrens zur Lösung von Rechtsstreitigkeiten. EFET-Strom geht hier davon aus, dass Rechtsstreitigkeiten

389

390

308 BGH, Beschl. v. 15.03.2010 – II ZR 84/09, NJW 2010, 1660; BGH, Urt. v. 11.10.1995 – VIII ZR 25/94, NJW 1996, 773, 774; *Wendtland*, in: Beck'scher Online-Kommentar BGB, Bamberger/Roth, 53. Edition, Stand: 01.02.2020, § 139 Rn. 7.

309 BAG, Urt. v. 23.04.2009 – 6 AZR 533/08, NZA 2009, 1260; BGH, Urt. v. 24.09.2002 – KZR 10/01, NJW 2003, 347, 347f.

310 § 22 EFET-Strom – 1. Governing Law: „Unless otherwise specified in the Election Sheet, this Agreement shall be construed and governed by the substantive law of the Federal Republic of Germany, excluding any application of the „United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods of April 11, 1980.“ 2. Arbitration: Unless otherwise specified in the Election Sheet, any disputes which arise in connection with the Agreement shall be referred for resolution to the German Institution of Arbitration (DIS) and decided according to its rules, ousting the jurisdiction of the ordinary courts. The number of arbitrators shall be three. The arbitration shall be conducted in the language specified in the Election Sheet.“; vgl. auch Nr. 11 II DRV; Section 13 ISDA.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

nach der **Schiedsgerichtsordnung der Deutschen Institution für Schiedsgerichtsbarkeit e.V. (DIS)** unter **Ausschluss des ordentlichen Rechtsweges** endgültig entschieden werden.³¹¹ § 22.2 EFET-Strom bestimmt, dass das Schiedsgericht aus drei Schiedsrichtern bestehen soll und eine Vereinbarung über die Sprache des Schiedsverfahrens zu treffen ist. Die Vereinbarung eines Ortes für das Schiedsverfahren wird jedoch nicht ausdrücklich vorgesehen und sollte von den Parteien zusätzlich vereinbart werden. Die entsprechende Regelung in § 22.2 EFET-Gas bestimmt, dass bei Wahl englischen Rechts die Regeln des **London Court of International Arbitration** anwendbar sind. Die Zahl der Schiedsrichter wird auf drei festgelegt, Schiedsort ist London. Die Sprache des Schiedsverfahrens ist Englisch. Für den Fall, dass deutsches Recht anwendbar ist, gilt das eben zu EFET-Strom Gesagte.

- 391 Sofern nicht reine Inlandssachverhalte vorliegen, werden diese Themen in der Regel diskutiert. Teilweise wird zwischen den Parteien erörtert, welche Vorteile ein Schiedsverfahren gegenüber einem ordentlichen Gerichtsverfahren hat. Wegen der Komplexität der Transaktionen, einer kürzeren Dauer und der bei hohen Streitwerten in der Regel niedrigeren Verfahrenskosten ist die Vereinbarung einer Zuständigkeit der ordentlichen Gerichte die Ausnahme. Häufiger ist da schon die Vereinbarung der **Rules of Arbitration of the International Chamber of Commerce (ICC)**.³¹² Insbesondere bei Handelsbeziehungen zwischen kontinentaleuropäischen Handelspartnern wird dieses Regelwerk teilweise den in EFET-Strom bzw. -Gas vorgeschlagenen Regeln vorgezogen.

III. Besonderheiten des Handels mit CO₂-Emissionszertifikaten

1. CO₂-Emissionszertifikate als Handelsgegenstand

- 392 Zur Entstehungsgeschichte und zum rechtlichen Rahmen des Handels mit Emissionszertifikaten gibt es zahlreiche Publikationen.³¹³ Ein guter Überblick über die deutschen, europäischen und internationalen Rechtsgrundlagen sowie (u.a.) über die deutsche Rechtsprechung der letzten Jahre ist auf der Webseite

311 Die Schiedsgerichtsordnung der DIS ist unter www.disarb.org/(23. 12. 2020) schon in verschiedenen Sprachen abrufbar. Die derzeitig aktuelle Fassung ist seit 01.07.1998 gültig.

312 Die Schiedsgerichtsordnung ist unter <https://iccwbo.org/dispute-resolution-services/arbitration/rules-of-arbitration/>(23. 12. 2020) in verschiedenen Sprachen abrufbar.

313 Vgl. beispielsweise *Stuhlmacher/Sessel-Zsebik*, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 11 Rn. 36 ff.; *Zenke/Dessau*, in: Theobald/Kühling, Energierrecht, 107. Ergänzungslieferung Juli 2020, Energiehandel 140 Rn. 42 ff.; *Frenz*, in: Frenz, Emissionshandelsrecht – Kommentar zum TEHG und ZuV 2020, 3. Aufl. 2012, Einführung Rn. 1–28, Einleitung Rn. 1–95. *Schafhausen/Zenke/Telschow*, in: Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa: Öl, Gas, Strom, Derivate, Zertifikate, 4. Aufl. 2017, § 8, jeweils m. w. N.; *Elspas/Sommer/Kons*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 15 Rn. 1 ff. (mit einem Überblick zur Frage der Rechtsnatur von Berechtigungen in Kapitel 15, Rn. 87 ff.); *Elspas/Salje/Stewring*, Emissionshandel, 1. Aufl. 2006; sowie *Zenke/Führ/Bornkamm*, CO₂-Handel aktuell, 1. Aufl. 2009.

der **Deutsche Emissionshandelsstelle (DEHSt)** zu finden.³¹⁴ Im Folgenden soll daher lediglich ein kurzer Überblick über speziell **für den Handel relevante Grundlagen** gegeben werden, bevor auf die **Besonderheiten bilateraler Handelsverträge** eingegangen wird. Schwerpunkt der Ausführungen soll dabei der Handel mit Berechtigungen auf Grundlage der EU-Richtlinie 2003/87/EG sein.³¹⁵

a) *Rechtliche Grundlagen*

Das System des Handels mit Emissionszertifikaten ist eng mit dem Kyoto-Protokoll³¹⁶ verbunden. Dieses völkerrechtliche Regelwerk stellt einen am 12.12.1997 verabschiedeten Anhang zum Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen vom 09.05.1992 über Klimaänderungen (so genannte Klimarahmenkonvention) dar.³¹⁷ Die Vertragsparteien der so genannten Anlage I haben dafür zu sorgen, dass ihre gesamten anthropogenen Emissionen der in Anlage A angeführten Treibhausgase die ihnen zugeteilten Mengen nicht überschreiten.

Am 25.10.2003 trat die Richtlinie zur Einführung eines europaweiten Handels mit Treibhausgasemissionen 2003/87/EG in Kraft („**Emissionshandelsrichtlinie**“).³¹⁸ Die Richtlinie sieht im Wesentlichen vor, dass jedes am Emissionsrechtehandel beteiligte Unternehmen eine Genehmigung (so genannte „Permit“) braucht, um bestimmte Treibhausgase emittieren zu dürfen (vgl. Art. 4, 6 Emissionshandelsrichtlinie). Die Genehmigung verpflichtet das Unternehmen eine bestimmte Anzahl an Emissionsrechten (auch „(Emissions)Zertifikate“, „(Emissions)Berechtigungen“³¹⁹ oder „(EU-)Allowances“ (kurz „EUA“) genannt)) vorzuhalten. Die Emissionsrechte sollen frei handelbar sein.

Deutschland setzte die sich aus der Emissionshandelsrichtlinie ergebende Verpflichtung, ein Emissionshandelssystem einzurichten, per Artikelgesetz³²⁰ durch das **Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz (TEHG)** um. Das TEHG trat

393

394

395

314 Gesetze und Verordnungen: <https://www.dehst.de/DE/Service-und-Publikationen/gesetze-und-verordnungen/gesetze-und-verordnungen-node.html> (23.12.2020); Rechtsprechung: <https://www.dehst.de/DE/Service-und-Publikationen/rechtsprechung/rechtsprechung-node.html> (23.12.2020).

315 Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über ein System mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Gemeinschaft und zur Änderung der Richtlinie 96/61/EG des Rates, ABl. EU Nr. L 275 vom 25.10.2003.

316 ILM 1998, S. 22 ff.; ABl. EU Nr. L 130 vom 15.05.2002, S. 1 ff.; BGBl. II 2002, S. 966 ff.

317 ILM 1992, S. 851 ff.; ABl. EU Nr. L 33 vom 07.02.1994; BGBl. II 1993, S. 1784 ff.

318 Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über ein System mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Gemeinschaft und zur Änderung der Richtlinie 96/61/EG des Rates, ABl. EU Nr. L 275 vom 25.10.2003, S. 32 ff.

319 Das deutsche Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz (dazu sogleich im Fließtext) verwendet den Terminus „Berechtigungen“.

320 Gesetz zur Umsetzung der RL 2003/87/EG über ein System für den Handel mit Treibhausgas-Emissionszertifikaten in der Gemeinschaft vom 08.07.2004, BGBl. I 2004, S. 1578 ff.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

am 15.07.2004 in Kraft.³²¹ Mit dem (Artikel-)Gesetz zur Anpassung der Rechtsgrundlagen für die Fortentwicklung des Emissionshandels vom 21.07.2011 wurde das TEHG neu mit Wirkung zum 28.07.2011 beschlossen.³²² Begleitet wird das TEHG vom **Zuteilungsgesetz**, in dem der Anspruch auf Zuteilung von Berechtigungen näher konkretisiert wird. Dabei galt für die erste Handelsperiode (2005–2007) zunächst das ZuG 2007. Für die zweite Handelsperiode (2008–2012) erließ der Bundestag ein neues Zuteilungsgesetz (ZuG 2012).³²³ Dieses Regelwerk trat am 11.08.2007 in Kraft. Für die dritte Handelsperiode (2013–2020)³²⁴ trat mit Wirkung zum 30.09.2011 eine neue Zuteilungsverordnung in Kraft (ZuV 2020).³²⁵ Für die, zum Zeitpunkt der Drucklegung laufende, vierte Handelsperiode (01.01.2020 bis 31.12.2030) gilt nunmehr – in Umsetzung der zwischenzeitlich geänderten Emissionshandelsrichtlinie³²⁶ – das am 25.01.2019 (erneut) novellierte TEHG.³²⁷ Dieses wird durch die Verordnung zur Durchführung des Treibhausgas-Emissionshandelsgesetzes in der Handelsperiode 2021 bis 2030 (EHV 2030) ergänzt.³²⁸

b) EU-Registerverordnung und § 17 TEHG

- 396 Bereits die Begründung zum Entwurf der Emissionshandels-Richtlinie stellte klar, dass Berechtigungen nur in **elektronischer Form** vorliegen würden.³²⁹ Folglich könnten natürliche oder juristische Personen Berechtigungen besitzen und wieder abgeben, sofern sie gemäß der geplanten Verordnung „Konten“ in den nationalen Verzeichnissen einrichteten. Eine Übertragung von Berechtigungen solle nur **zwischen Konteninhabern** möglich sein. Dieses Element des

321 Vgl. Art. 3 des Gesetzes zur Umsetzung der RL 2003/87/EG über ein System für den Handel mit Treibhausgas-Emissionszertifikaten in der Gemeinschaft.

322 BGBl. I 2011, S. 1475 ff., zuletzt geändert durch Artikel 4 Absatz 27 des Gesetzes vom 18.07.2016 (BGBl. I 2016, S. 1666).

323 Gesetz über den nationalen Zuteilungsplan für Treibhausgas-Emissionsberechtigungen in der Zuteilungsperiode 2008–2012 (ZuG 2012) vom 07.08.2007, BGBl. I 2007, S. 1788 ff.; vgl. zur Zuteilung von Emissionsberechtigungen in der Zweiten Handelsperiode bis Ende 2012 Ohms, Recht der Erneuerbaren Energien, 1. Aufl. 2014, C. Flexible Mechanismen des Klimaschutzrechts Rn. 284 ff.

324 Bezuglich der Neuerungen in der dritten Handelsperiode (2013–2020) (Phase III) siehe die ausführlichen Erläuterungen von Stuhlmacher/Sessel-Zsebik, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 11 Rn. 40 ff.

325 BGBl. I 2011, S. 1921 ff.

326 Die Änderung erfolgte durch die Richtlinie (EU) 2018/410 des europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2018 zur Änderung der Richtlinie 2003/87/EG zwecks Unterstützung kosteneffizienter Emissionsreduktionen und zur Förderung von Investitionen mit geringem CO2-Ausstoß und des Beschlusses (EU) 2015/1814, ABl. EU Nr. L 76/3 vom 19.03.2018.

327 Die Novelle erfolgte durch das Gesetz zur Anpassung der Rechtsgrundlagen für die Fortentwicklung des Europäischen Emissionshandels vom 18.01.2019, BGBl. I, S. 37 ff.

328 Verordnung zur Durchführung des Treibhausgas-Emissionshandelsgesetzes in der Handelsperiode 2021 bis 2030 (Emissionshandelsverordnung 2030 – EHV 2030) vom 29.04.2019, BGBl. I, S. 538 ff.

329 KOM(2001) 581 bzw. 2001/0245 (COD) vom 23.10.2005, S. 14.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Handelssystems verlange einen hohen Grad an Einheitlichkeit, der sich am besten durch Harmonisierung der Regeln für die Verzeichnisse erreichen ließe.³³⁰

Für die Gestaltung von Handelsverträgen und das Verständnis der Abwicklung von Handelsgeschäften innerhalb Europas spielt die auf diesen Grundsätzen basierende **EU-Registerverordnung**³³¹ (im Folgenden „**RegisterVO**“) eine zentrale Rolle. Als direkt anwendbares Regelwerk schafft die RegisterVO ein einheitliches und transparentes Kontensystem, das den Bedürfnissen nach einer sicheren grenzüberschreitenden Abwicklung von Geschäften gerecht wird. 397

Die dezentrale Registerarchitektur wurde im Sommer 2012 wesentlich reformiert. Während ursprünglich jeder Mitgliedstaat ein Register in Form einer standardisierten elektronischen Datenbank führte, wird das Unionsregister nun zentral bei der Europäischen Kommission betrieben. Alle 27 Mitgliedstaaten der EU sowie Island, Norwegen und Liechtenstein haben aber eigene Bereiche im Unionsregister und verwalten die Konten, die in ihren Zuständigkeitsbereich fallen. Die Verwaltung für Deutschland erfolgt durch die **Deutsche Emissionshandelsstelle (DEHSt)**.³³² Darüber hinaus besteht eine Verbindung des Unionsregisters mit dem Zentralregister der Vereinten Nationen (International Transaction Log, ITL). 398

330 KOM(2001) 581 bzw. 2001/0245 (COD) vom 23. 10. 2005, S. 14 f.

331 Delegierte Verordnung (EU) 2019/1122 der Kommission vom 12. März 2019 zur Ergänzung der Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die Funktionsweise des Unionsregisters, ABl. EU Nr. L 177/3 vom 02. 07. 2019. Die Register VO gilt seit Beginn der 4. Handelsperiode zum 01. 01. 2020. Sie wurde geändert durch die Delegierte Verordnung (EU) 2019/1122 der Kommission vom 12. März 2019 zur Ergänzung der Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die Funktionsweise des Unionsregisters, ABl. EU Nr. L 177/3 vom 02. 07. 2019 und die Delegierte Verordnung (EU) 2019/1124 der Kommission vom 13. März 2019 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2019/1122 im Hinblick auf die Funktionsweise des Unionsregisters gemäß der Verordnung (EU) 2018/842 des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl. EU Nr. L 177/66 vom 02. 07. 2019. Die Register VO ersetzte mit Beginn der 4. Handelsperiode (01. 01. 2020) die Verordnung (EU) Nr. 389/2013 der Kommission vom 02. 05. 2013 zur Festlegung eines Unionsregisters gemäß der Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und den Entscheidungen Nr. 280/2004/EG und Nr. 406/2009/EG des Europäischen Parlaments und des Rates sowie zur Aufhebung der Verordnung (EU) Nr. 920/2010 und (EU) Nr. 1193/2011 der Kommission, Amtsblatt Nr. L 122 vom 03. 05. 2013, S. 1–59. („**Register VO-alt**“), welche seit dem 03. 05. 2013 galt. Die Register VO-alt wurde zwischenzeitlich durch die Delegierte Verordnung (EU) Nr. 2015/1844 geändert, die seit dem 15. 10. 2015 in Kraft ist. Ferner bleibt die Register VO-alt (mit einigen Ausnahmen) weiterhin und über das Ende der 3. Handelsperiode zum 31. 12. 2019 hinaus für alle Maßnahmen der 3. Handelsperiode gültig.

332 Eine umfassende Beschreibung des Kontensystems sowie Nachweise für die jeweiligen Rechtsgrundlagen finden sich auf der Webseite der DEHSt (www.dehst.de) (23. 12. 2020).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- 399 Die RegisterVO enthält detaillierte Bestimmungen zum Kontensystem, zu Transaktionen (Übertragung von Zertifikaten), zu Berichtspflichten sowie zu Sicherheitsaspekten.³³³ Das Unionsregister besteht aus einem EU-ETS-Bereich, in dem alle Geschäfte ausgeführt werden, die das EU-Emissionshandelssystem betreffen (EU Emissions Trading System, EU-ETS) und aus einem Kyoto-Bereich, in dem das nationale Kyoto-Register für die jeweiligen EU-Mitgliedstaaten geführt wird.³³⁴ Sowohl die Einrichtung der Konten sowie die laufenden Übertragungsvorgänge unterliegen einem strengen Kontrollsysteem, das die Integrität des Handelssystems sichern und zugleich gewährleisten soll, dass die Gesamtmenge der Berechtigungen kontrollierbar ist und Kontenbewegungen jederzeit nachvollzogen werden können.
- 400 Das Registersystem auf Grundlage der RegisterVO wird durch § 17 TEHG ins deutsche Recht integriert. Dieser beschränkt sich auf die Feststellung, dass Berechtigungen (§ 3 III TEHG) in dem EU-Emissionshandelsregister gehalten und übertragen werden. Die Norm hat indes lediglich rein deklaratorischen Charakter, da sich dies bereits aus der, in den EU-Mitgliedstaaten unmittelbar geltenden, Register VO ergibt.³³⁵ Für den Handel stehen den am Emissionshandel teilnehmenden Unternehmen elektronische Konten zur Verfügung. Auch sind Berechtigungen innerhalb der EU grundsätzlich frei übertragbar.
- 401 Das System ist ganz bewusst offen gestaltet und ermöglicht auch **Intermediären aller Art** (z. B. Maklern, Brokern, Banken und Versicherungen), am Handel teilzunehmen. Vorgaben durch die EU zur Marktorganisation, zur Vertragsgestaltung oder zur sonstigen Ausgestaltung des eigentlichen Handels wurden nicht gemacht, sondern dem Privatsektor überlassen.³³⁶
- c) § 7 III und IV TEHG
- 402 Das TEHG enthält zum Handel im engeren Sinne nur wenige Normen. Dies ist auf den ersten Blick erstaunlich, erklärt sich aber vor dem Hintergrund der eben geschilderten Tatsache, dass die Marktorganisation dem Markt überlassen werden sollte.

333 Vgl. den ausführlichen Überblick, speziell zu Konten und Transaktionen bei *Hardach*, in: Landmann/Rohmer, Umweltrecht, Band IV, 93. Ergänzungslieferung (Stand: August 2020), § 17 TEHG Rn. 7 ff.

334 Vgl. zur neuen Architektur des Registers https://www.dehst.de/DE/service/unionsregister/Registerarchitektur/registerarchitektur_node.html (23.12.2020).

335 Ehrmann, in: Säcker, Energierecht, Band 2, 4. Aufl. 2019, TEHG § 7 Rn. 1; *Hardach*, in: Landmann/Rohmer, Umweltrecht, Band IV, 93. Ergänzungslieferung (Stand: August 2020), § 17 TEHG Rn 1.

336 Bereits in der Begründung zum Vorschlag zur Emissionshandels-Richtlinie (KOM(2001) 581 bzw. 2001/0245 (COD) vom 23.10.2001, S. 18) wird dazu ausgeführt: „In diesem Vorschlag wird die Struktur des Marktes für Emissionsberechtigungen nicht festgelegt. Die Kommission ist vielmehr überzeugt, dass sich Marktstrukturen herausbilden werden, sobald die Verpflichtungen feststehen und die Berechtigungen für die Erfüllung der Verpflichtungen vorhanden sind. Die Kommission möchte die Organisation des Marktes für Berechtigungen für Lösungen aus dem Privatsektor offenhalten.“

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Nach intensiven Diskussionen während des Gesetzgebungsprozesses und einem Austausch von Argumenten zwischen Vertretern aus dem Lager der Finanzaufsicht und insbesondere der Energiebranche hatte der Gesetzgeber in § 7 V a. F. TEHG³³⁷ noch klargestellt, dass Emissionsberechtigungen nicht als **Finanzinstrumente** im Sinne des KWG bzw. des WpHG gelten.³³⁸ Der Handel mit Emissionsberechtigungen selbst fiel daher zunächst nicht unter die Finanzaufsicht nach dem KWG.³³⁹ Durch Art. 17 des Zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetzes³⁴⁰ wurde die Regelung des § 7 V TEHG mit Wirkung zum 03.01.2018 aufgehoben. Hintergrund dieser Aufhebung war die Umsetzung von Anhang 1 Abschnitt C Abs. 11 der MiFID II.³⁴¹ Damit stellen Berechtigungen seit dem 03.01.2018 Finanzinstrumente im Sinne der MIFID II dar. Diese Kehrtwende soll – im Hinblick auf in der Vergangenheit aufgetretene Missstände – dazu dienen die Integrität der Sekundärmarkte für Emissionsberechtigungen zu fördern und deren Funktionsfähigkeit zu gewährleisten.³⁴² In Folge der Neuordnung fallen nunmehr (u. a.) Termingeschäfte auf Emissionszertifikaten bzw. -berechtigungen unter den wesentlich erweiterten Derivatebegriff des KWG bzw. WpHG (vgl. § 1 XI 6 Nr. 1 lit. b KWG bzw. 2 III Nr. 1 lit. f WpHG). Folglich unterliegt der Handel mit Derivaten auf Emissionszertifikate bzw. -berechtigungen (nicht aber der Handel mit Emissionszertifikaten bzw. -berechtigungen als solchen) nunmehr grundsätzlich und bei Vorliegen der entsprechenden Voraussetzungen der Aufsicht der BaFin. Beispielsweise bedarf es unter Umständen einer Erlaubnis der BaFin nach § 32 KWG, wenn der gewerbsmäßige Handel mit Derivaten auf Emissionszertifikate bzw. -berechtigungen ein Bank- oder Finanzdienstleistungsgeschäft darstellt.³⁴³

Wie bei anderen Handelsgeschäften ist auch beim Emissionshandel zwischen dem **schuldrechtlichen Verpflichtungsgeschäft** und dem **dinglichen Erfüllungsgeschäft** zu unterscheiden. Wie der Handel zu funktionieren hat, schreibt weder die Richtlinie 2003/87/EG noch das TEHG vor. Nach allgemeiner Ansicht ist das Handelsgeschäft selbst als Rechtskauf im Sinne von § 453 BGB zu qualifi-

337 § 7 V TEHG lautete wie folgt: „Berechtigungen sind keine Finanzinstrumente im Sinne des § 1 Absatz 11 des Kreditwesengesetzes oder des § 2 Absatz 2b des Wertpapierhandelsgesetzes.“

338 Vgl. *Weinreich*, in: Landmann/Rohmer, Umweltrecht, Band IV, 93. Ergänzungslieferung (Stand: August 2020), § 7 TEHG Rn. 42 f.; zur Diskussion während des Gesetzgebungsprozesses siehe für die Ansicht der Finanzaufsicht: *Wallat*, ET 2003, 180 ff.; für die Ansicht der Energiebranche: *Sommer*, ET 2003, 186.

339 Vgl. hierzu *Frenz*, in: Frenz, Emissionshandelsrecht – Kommentar zum TEHG und ZuV 2020, 3. Aufl. 2012, § 7 Rn. 84 ff.

340 Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) vom 23.06.2017, BGBl. I 2017, S. 1693 ff.

341 Vgl. die Begründung des Gesetzesentwurfes der Bundesregierung zum 2. FiMaNoG, BT-Drs. 18/10936 vom 21.01.2017, S. 284.

342 Vgl. *Ehrmann*, in: Säcker, Energierecht, Band 2, 4. Aufl. 2019, TEHG § 7 Rn. 22.

343 *Ehrmann*, in: Säcker, Energierecht, Band 2, 4. Aufl. 2019, TEHG § 7 Rn. 22; *Hardach*, in: Landmann/Rohmer, Umweltrecht, Band IV, 93. Ergänzungslieferung (Stand: August 2020), § 7 TEHG Rn 42 ff.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

zieren.³⁴⁴ Der Übertragungstatbestand ist in § 7 III TEHG normiert. Berechtigungen werden übertragen, indem der Veräußerer sich mit dem Erwerber darüber einigt, dass die Berechtigungen vom Veräußerer auf den Erwerber übergehen sollen. Die Eintragung erfolgt dabei auf Anweisung des Veräußerers an die kontoführende Stelle, Berechtigungen von seinem Konto auf das Konto des Erwerbers zu übertragen. Die Rechtsnatur der Einigung lässt § 7 III TEHG offen.³⁴⁵ Nach einer Ansicht stellt die im Rahmen der Übertragung erforderliche Einigung einen öffentlich-rechtlichen Vertrag i. S. v. § 54 VwVfG dar (mit analoger Anwendung zivilrechtlicher Vorschriften),³⁴⁶ während andere Stimmen in der Literatur von einem privatrechtlichen Vertrag ausgehen.³⁴⁷

- 405 Für einen liquiden Handel ist es sehr förderlich, dass mit § 7 IV TEHG zugunsten des Erwerbers eine **gesetzliche Fiktion** für die Richtigkeit des Registers geschaffen wurde. Ein Erwerber kann Berechtigungen von jedermann erwerben, auf dessen Konto Berechtigungen gutgeschrieben sind, auch wenn der Veräußerer tatsächlich nicht Inhaber der Berechtigungen war. Dies gilt selbst dann, wenn der Erwerber dies wusste.³⁴⁸ Damit sind der **gutgläubige und der bösgläubige Erwerber** gleichermaßen geschützt, um der Sicherheit des Rechtsverkehrs auf dem Emissionshandelsmarkt Vorrang zu gewähren.³⁴⁹

344 Weinreich, in: Landmann/Rohmer, Umweltrecht, Band IV, 93. Ergänzungslieferung (Stand: August 2020), § 7 TEHG Rn. 33.

345 Frenz, in: Frenz, Emissionshandelsrecht – Kommentar zum TEHG und ZuV 2020, 3. Aufl. 2012, § 7 Rn. 42.

346 Frenz, in: Frenz, Emissionshandelsrecht – Kommentar zum TEHG und ZuV 2020, 3. Aufl. 2012, § 7 Rn. 45 bzw. Rn. 48; Hardach, in: Landmann/Rohmer, Umweltrecht, Band IV, 93. Ergänzungslieferung (Stand: August 2020), § 7 TEHG Rn 37.

347 Vgl. etwa Maslaton, Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz – Handkommentar, 1. Aufl. 2005, § 16 TEHG a. F., Rn. 6; Schweer/v. Hammerstein, § 16 TEHG a. F. Rn. 7; Körner/Vierhaus/v. Scheinwitz, § 16 TEHG a. F., Rn. 27–30, 33, der den Übertragungsvertrag zum Erwerb von Emissionszertifikaten als privatrechtliches „Deckungsgeschäft“ beurteilt, wenn man bei einem öffentlich-rechtlichen Vertrag zwischen Privaten voraussetzt, dass diese nach der Rechtsordnung unmittelbar über öffentlich-rechtliche Rechte und Pflichten disponieren können. Das privatrechtliche „Deckungsgeschäft“ soll nur die Voraussetzungen für die Erfüllung der öffentlich-rechtlichen Abgabepflicht sichern, nicht aber die öffentlich-rechtlichen Pflichten unmittelbar berühren.

348 Weinreich, in: Landmann/Rohmer, Umweltrecht, Band IV, 91. Ergänzungslieferung (Stand: August 2020), § 7 TEHG Rn. 40 f.

349 Vgl. hierzu Stuhlmacher/Sessel-Zsebik, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 11 Rn. 62; Ehrmann, in: Säcker, Energierecht, Band 2, 4. Aufl. 2019, TEHG § 7 Rn. 20; eine Ausnahme zu diesem Grundsatz wurde jedoch für die Zuteilung durch die Zuteilungsbehörde geschaffen. Eine Fiktion der Richtigkeit des Registers soll vermieden werden, sofern dem Zuteilungsempfänger bei Zuteilung die Unrichtigkeit bekannt war – vgl. § 7 IV 2 TEHG. Wie hier spricht sich auch Leidinger für einen Schutz selbst des bösgläubigen Käufers aus (vgl. Leidinger, in: Elspas/Salje/Stewring, Emissionshandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 26, Rn. 46); zur Beschreibung der Diskussion, ob ein bösgläubiger Erwerb den Prinzipien des Privatrechts widerspricht und der Erwerb des bösgläubigen Käufers daher sittenwidrig und nach § 138 BGB nichtig ist, vgl. Sommer/Kons, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 15 Rn. 101 (m. w. N.).

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Im internationalen Handelsverkehr warf die Frage des gutgläubigen Erwerbs komplexe Rechtsfragen auf und war Gegenstand lebhafter juristischer Diskussionen. Hintergrund war, dass das EU-Emissionshandelsregime (EU ETS) in den Jahren 2010/2011 das Opfer von „Phishing“-Attacken wurde, bei denen mehr als zwei Millionen Emissionsberechtigungen im Wert von ca. 34 Millionen EUR unberechtigt abgebucht und transferiert wurden. Im Unterschied zum deutschen Recht, bei dem unter Umständen nach TEHG auch vom bösgläubigen Erwerber wirksam erworben werden kann, folgte das EU-Recht streng dem *bona fide* Prinzip.³⁵⁰ 406

Die Ungewissheit bezüglich des Erwerbs von abhandengekommenen Zertifikaten führte u. a. zur Einführung von Meldemöglichkeiten bei Verdacht auf Übertragungen in betrügerischer Absicht, zu einer erleichterten Sperrung von Konten sowie zum Erlass von Bestimmungen für einen gutgläubigen Erwerb von Nichtberechtigten.³⁵¹ 407

2. Musterverträge für den Handel mit CO₂-Emissionszertifikaten

a) Gebräuchliche Musterverträge (EFET/ISDA/IETA)

Nach eingehenden Konsultationen mit den jeweiligen Mitgliedern haben drei internationale Marktorganisationen **Musterverträge** für den bilateralen Handel mit EU-Emissionsrechten (EU-Allowances, EUAs) des EU-Emissionshandelsregimes (EU ETS) veröffentlicht. Diese sind die International Emissions Trading Association (IETA), deren weltweite Mitgliedschaft sich aus verschiedenen Branchen rekrutiert, die European Federation of Energy Traders (EFET) mit Mitgliedern aus dem Bereich der europäischen Energiewirtschaft und die International Swaps and Derivatives Association (ISDA), zu deren Mitgliedern (trotz eines Schwerpunktes im Finanzbereich) Unternehmen aus vielen Branchen zählen.³⁵² Obwohl die Organisationen bei der Erstellung bzw. Weiterentwick-

350 Vgl. ausführlich dazu *Appel/Burghardt*, CCLR 2012, 228, 240 ff.

351 Vgl. z. B. Artikel 34, 39 und 40 der RegisterVO. Artikel 40 IV RegisterVO lautet wie folgt: „Personen, die Zertifikate oder Kyoto-Einheiten in gutem Glauben kaufen und halten, erwerben das Besitzrecht an diesen Zertifikaten oder Kyoto-Einheiten frei von etwaigen Mängeln, mit denen das Besitzrecht des Veräußerers möglicherweise behaftet ist.“ Die englische Fassung könnte, je nach Auslegung des Begriffes „Besitzrecht“ noch darüber hinausgehen, da hier von „title“ die Rede ist (was aus Sicht des deutschen Rechts auch mit „Eigentum“ übersetzt werden könnte): „A purchaser and holder of an allowance or Kyoto unit acting in good faith shall acquire title to an allowance or Kyoto unit free of any defects in the title of the transferor.“

352 Die Verträge bzw. Annexe/Confirmations für den Handel mit CO₂-Zertifikaten sind über die folgenden Webseiten abrufbar: ISDA – <https://www.isda.org//1970/01/01/energy-commodities-developing-products> (23. 12. 2020), die aktuelle Version der standardisierten Abänderungsvereinbarung für die 4. Handelsperiode ist „Form of Part [7] to the Schedule to an ISDA Master Agreement for EU Emissions Allowance Transactions (incorporating options) (Version 6: April 2018) (Modified for Phase 4 delivery)“; EFET (bzgl. der 4. Handelsperiode) – <https://www.efet.org/> (23. 12. 2020) Allowance Appendix (Power) (Version 5.0 vom 28. 02. 2018) und Allowance Appendix (Gas) (Version 4.0. vom 28. 02. 2018); IETA – <https://www.ietat.org/Trading->

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

lung der Vertragsmuster zusammengearbeitet haben und sich um eine Harmonisierung bemühen, gibt es zahlreiche Unterschiede. Diese können speziell für solche Unternehmen zum Risiko werden, die Berechtigungen auf Grundlage verschiedener Vertragsmuster kaufen und verkaufen.

b) Kernpunkte/Typischer Regelungsgehalt

- 409 Alle drei Verträge setzen auf eine Rahmenvertragsstruktur. Vor Abschluss von Geschäften muss zunächst ein Master Agreement vereinbart werden, in dem der grundsätzliche vertragliche Rahmen wie etwa Zahlungsabwicklung, Rechnungserstellung oder Beendigungsgründe vereinbart werden. Bedingt durch die Entstehungsgeschichte der Rahmenverträge gehen die drei Marktorganisationen verschiedene Wege. Die Dokumentation der **IETA** ist ausschließlich für den Handel mit CO₂-Zertifikaten konzipiert. Sowohl der Rahmenvertrag als auch die Handelsbestätigung wurden speziell für diesen Zweck entworfen. **EFET** hingegen hat sich dafür entschieden, den für den Stromhandel entworfenen EFET-Strom oder den EFET-Gas zunächst durch einen Anhang („Allowances Appendix“)³⁵³ so abzuändern, dass er für den Emissionshandel anwendbar wird. Dies ist notwendig, da EFET-Strom bzw. EFET-Gas zahlreiche Regelungen enthalten, die auf den Handel mit Strom bzw. Gas zugeschnitten sind und für den Handel mit CO₂-Zertifikaten so nicht geeignet wären. Der Nachteil dieser Regelungstechnik ist, dass die zahlreichen Einzeländerungen im Allowance Appendix den Vertrag nur sehr schwer lesbar machen. Der Allowance Appendix sieht leider keine konsolidierte Fassung des Textes des EFET-Strom vor, sondern enthält lediglich Änderungsvereinbarungen für einzelne Klauseln des Standardtextes. Der Vorteil ist, dass der entsprechende EFET-Rahmenvertrag so zu einem Master-Netting Vertrag wird, d. h. im Falle einer Beendigung werden alle Transaktionen darunter gemeinsam verrechnet (genettet).³⁵⁴ Der Ansatz von **ISDA** basiert auf einer Abänderung des ISDA-Rahmenvertrages, die speziell für Emissionshandelstransaktionen eine Vertragsergänzung vornimmt, die dann auch nur für solche Transaktionen gelten soll. Die auf CO₂-Zertifikate zugeschnittene Muster-

Documents (23. 12. 2020) stellt zwei Typen von Standardverträgen zur Verfügung: Erstens und für Marktteilnehmer, die im größeren Umfang Emissionshandelsgeschäfte tätigen, als Rahmenvertrag die Version 1.0 des „International Emissions Trading Master Agreement“ – IETMA vom 16.04.2012, sowie zweitens und für Marktteilnehmer, die nur vereinzelt Emissionshandelsgeschäfte tätigen, mehrere Versionen (samt verschiedener schedules und annexes) von Long Form Confirmations, etwa das Single Trade Agreement (STA) v. 5.0 aus 2012 (für die 2. und 3. Handelsperiode) sowie das Single Trade Agreement (STA) v. 6.0 aus 2019 (für die 4. Handelsperiode). Eine ausführliche Darstellung der Entstehungsgeschichte, der wesentlichen Regelungen der Vertragsmuster sowie der Harmonisierungsbemühungen der Verbände findet sich bei *Littbarski*, in: Stuhlmacher/Stappert/Schoon/Jansen, Grundriss zum Energierecht, 2. Aufl. 2015, Kapitel 22.C Rn. 60 ff.; siehe auch *Stuhlmacher/Sessel-Zebik*, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 11 Rn. 133 ff., 203 ff.

353 Vgl. *Zenke/Dessau*, in: Theobald/Kühlning, Energierecht, 107. Ergänzungslieferung Juli 2020, Energiehandel 140 Rn. 299.

354 Vgl. zum Thema Master-Netting und Master-Netting-Agreements Rn. 215 ff.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Confirmation basiert dann auf dem entsprechend abgeänderten ISDA-Rahmenvertrag.

IETA bietet darüber hinaus zusätzlich zum Rahmenvertrag ein kürzeres, eigenständiges Vertragsmuster in Form einer **Long-Form Confirmation** an, das den Abschluss einzelner Geschäfte (Single Trade Agreements, STAs) erlaubt. 410

Kernpunkt aller Musterverträge ist die **Verpflichtung des Verkäufers**, Zertifikate zu einem vereinbarten Termin zu liefern sowie die Verpflichtung des Käufers, den vereinbarten Preis dafür zu zahlen. Vor dem Hintergrund der obigen Ausführungen zu Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäften wird deutlich, dass die Verkäuferpflichten primär aus einer Übertragung von Berechtigungen auf das Konto des Käufers bestehen.³⁵⁵ 411

Während die hier skizzierten Vertragsmuster von IETA und ISDA den Kauf und Verkauf von Emissionsrechten unter dem EU-Emissionshandelsregime (EU ETS) zum Gegenstand haben (EUAs), erlaubte der EFET Vertrag darüber hinaus zunächst auch den **Handel mit Rechten aus anderen Systemen** (insbesondere mit Rechten, die im Rahmen des Kyoto-Systems generiert wurden). Davon wurde in der oben beschriebenen Fassung Abstand genommen, auch wenn der Wortlaut noch nicht überall entsprechend angepasst wurde (vgl. beispielsweise die weite Definition von „Allowance“ oder den Bezug auf „relevant Emission Trading System“). Der Grund für die Spezialisierung der Verträge ist sicherlich die bessere Handhabbarkeit. Abläufe (wie z. B. Suspension Events bei Störungen des EU-Buchungssystems) und Besonderheiten (wie z. B. fällige Excess Emission Penalties) lassen sich so leichter erfassen. Verträge, auf deren Basis zum Beispiel CERs (Certified Emissions Reductions) aus CDM-Projekten (Clean Development Mechanism) gekauft werden, müssen zudem auf zahlreiche projekt- und UN-spezifische Besonderheiten abstellen.³⁵⁶ Auch sind etwa in der dritten Handelsperiode die Anforderungen an die Handelbarkeit der CERs gestiegen.³⁵⁷ 412

³⁵⁵ Vgl. z. B. ISDA Form of Part [7] (incorporating options) – Punkt (d)(i)(1)(A): „For purposes of an Allowance Forward Transaction, on the Payment Date, Buyer shall pay to Seller an amount equal to the Allowance Purchase Price multiplied by the Number of Allowances and on the Delivery Date Seller shall deliver to Buyer the Allowances to be Delivered, subject to and in accordance with the terms and conditions of this Agreement and the related Confirmation.“ Zur Definition von „Delivery“ wird ausgeführt: „Any obligation of Delivering Party to deliver Allowances [...] shall be discharged by the completed transfer of those Allowances to a Trading Account of the Receiving Party [...].“

³⁵⁶ Ein Beispiel für einen Standardvertrag für den Kauf von Kyoto-Zertifikaten aus CDM-Projekten ist das von IETA veröffentlichte Emissions Reduction Purchase Agreement (ERPA) für Zertifikate aus Clean Development Mechanisms (CDM) vom 13. 09. 2006, das unter anderem Vorschläge von Marktteilnehmern sowie von UN-Gremien (COP/MOP und CDM Executive Board) berücksichtigt. Es wird zusammen mit einem weiteren Vertragswerk, dem CDM Code of Terms, benutzt (jeweils auf der IETA Webseite unter <https://www.ieto.org/erhältlich> (23. 12. 2020)).

³⁵⁷ Vgl. etwa § 18 III TEHG in der Fassung vom 28. 07. 2011 bis 24. 01. 2019, welche lautete: „(1) Folgende Emissionsreduktionseinheiten oder zertifizierte Emissionsreduktionen sind vorbehaltlich einer Einschränkung durch eine Rechtsverordnung

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Diese mussten erst in EUAs umgetauscht werden, bevor sie einsetzbar gemacht werden konnten.³⁵⁸

- 413 Alle drei Verträge regeln darüber hinaus detailliert, welche Rechtsfolgen eintreten, wenn diese **Verpflichtungen nicht erfüllt** werden. Bei Nicht- bzw. Spätlieferung, die nicht auf höherer Gewalt oder Verschulden der anderen Vertragspartei begründet ist, wird dem Leistungsschuldner in allen drei Vertragswerken automatisch eine Nachlieferungsfrist (**Grace Period**) von zwei Tagen eingeräumt. Während der zweiten Handelsperiode betrug diese noch einen Tag, wurde jedoch seit der dritten Handelsperiode verlängert, da zwischen Initierung und Übertragung der Zertifikate durch das EU-Register eine Frist von 26 Stunden verstrich (welche die Kommission zur Überprüfung der Transaktion nutzt), vgl. Art. 39 III Register VO-alt.³⁵⁹ In der 4. Handelsperiode hat sich die Übertragungsfrist im Register geändert. Transaktionen auf „Vertrauenskonten“ (vgl. Art. 23 Register VO) werden unter bestimmten Umständen schneller, d. h. sofortig, durchgeführt.³⁶⁰ Insofern bleibt abzuwarten, ob sich diese Möglichkeit zur sofortigen Übertragung in der Praxis auch in einer verringerten Grace Period niederschlägt. Unabhängig davon, sind die Parteien von ihren Leistungs-

nach § 28 Absatz 1 Nummer 3 umtauschbar: 1. Emissionsreduktionseinheiten oder zertifizierte Emissionsreduktionen für Emissionsminderungen, die vor dem Jahr 2013 erbracht wurden; 2. zertifizierte Emissionsreduktionen aus Projekten, die vor dem Jahr 2013 von dem Exekutivrat im Sinne des § 2 Nummer 22 des Projekt-Mechanismen-Gesetzes registriert wurden. (2) Satz 1 gilt nur für Emissionsreduktionseinheiten und zertifizierte Emissionsreduktionen, die aus Projekttypen stammen, deren Gutschriften auch in der Handelsperiode 2008 bis 2012 genutzt werden durften.“

358 Zenke/Vollmer, in: Theobald/Kühling, Energierecht, 107. Ergänzungslieferung Juli 2020, Emissionshandel 118 Rn. 58. EUAs der 3 Handelsperiode, die nicht bereits zur Abgabe genutzt oder gelöscht wurden, sind auch in der 4. Handelsperiode (zeitlich unbeschränkt) gültig. Sie können daher auch ab 2021 sowohl gehandelt als auch zur Abgabe von Emissionen nutzbar gemacht werden. Es bedarf weder einer Überführung der Gültigkeit in die 4. Handelsperiode noch einer Umwandlung. Allerdings können CERs in der 4. Handelsperiode grundsätzlich nicht mehr in EUAs umgetauscht werden, da der Umtausch letztmalig bis 30.04. 2021 möglich ist.

359 Dazu ausführlich: Littbarski, in: Stuhlmacher/Stappert/Schoon/Jansen, Grundriss zum Energierecht, 2. Aufl. 2015, Kapitel 22.C Rn. 100.

360 Übertragungen auf Vertrauenskonten werden sofort durchgeführt, wenn die Ausführung zwischen 10.00 und 16.00 Uhr MEZ an Arbeitstagen vorgeschlagen wird. Wird die Übertragung auf Vertrauenskonten zu einem beliebigen anderen Zeitpunkt für die Ausführung vorgeschlagen, wird sie am selben Arbeitstag um 10.00 Uhr MEZ ausgeführt, sofern der Vorschlag vor 10.00 Uhr MEZ erfolgte, oder am folgenden Arbeitstag um 10.00 Uhr MEZ, sofern der Vorschlag erst nach 16.00 Uhr MEZ erfolgte, vgl. Art. 35 II Register VO. Dagegen müssen Übertragungen auf nicht auf der Liste der Vertrauenskonten stehende Konten (sowie Übertragungen von einem Sicherheitskonto für die Lieferung versteigerter Zertifikate), die an einem Arbeitstag vor 12.00 Uhr MEZ für die Ausführung vorgeschlagen werden, erst bis vor 12.00 Uhr MEZ des folgenden Arbeitstags ausgeführt werden. Selbige Übertragungen, die an einem Arbeitstag erst nach 12.00 Uhr MEZ vorgeschlagen werden, werden um 12.00 Uhr MEZ des zweiten Arbeitstags nach dem Tag, an dem die Ausführung vorgeschlagen wurde, ausgeführt, vgl. Art. 39 III Register VO.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

pflichten entbunden, wenn die Leistungsstörung auf von den Parteien nicht beeinflussbaren Umständen (höhere Gewalt) basiert.

Hierbei gehen diese Verträge von **Ersatzbeschaffungskosten** („Buyer's Replacement Costs“ bzw. „Buyer's Cover Costs“) bzw. **Ersatzverkaufskosten** („Seller's Replacement Costs“ bzw. „Seller's Cover Costs“) aus. Liefert zum Beispiel ein Verkäufer nicht rechtzeitig, hat er dem Käufer die Mehrkosten zu ersetzen, die dieser für eine tatsächliche oder, wenn er davon absieht, eine hypothetische Ersatzbeschaffung der geschuldeten Zertifikate auf dem Markt aufwenden muss. Sollte sich der Preis zugunsten der vertragstreuen Partei entwickeln (z.B. die Ersatzbeschaffung durch den Käufer nach Lieferstörung wird billiger bzw. der Ersatzverkauf durch den Verkäufer nach Annahmestörung des Käufers führt zu einem höheren Erlös) muss nach dem ISDA, EFET- und IETA-Vertrag die vertragstreue Partei diese Ersparnis bzw. Mehreinnahme nicht an die nicht vertragstreue Partei abführen.³⁶¹

Ein umstrittener Punkt bei den Verhandlungen der Vertragsentwürfe war, inwiefern bei der Berechnung der Ersatzkosten die eventuell vom Käufer zu zahlende „Strafgebühr“ („**Excess Emissions Penalty**“, „EEP“) als Schaden zu berücksichtigen ist. Nach § 30 I 1 TEHG setzt das Umweltbundesamt als gem. § 19 I Nr. 3 TEHG zuständige Behörde für jede emittierte Tonne Kohlendioxidäquivalent, für die der Betreiber keine Berechtigungen abgegeben hat, eine Zahlungspflicht von 100 EUR fest. Die Zahlungspflicht erhöht sich entsprechend dem Anstieg des Europäischen Verbraucherpreisindex für das Berichtsjahr gegenüber dem Bezugsjahr 2012;³⁶² diese Jahresindizes werden vom Statistischen Amt der Europäischen Union (Eurostat) veröffentlicht (§ 30 I 2 TEHG).³⁶³ Während daher am Handel teilnehmende Anlagenbetreiber ein großes Interesse haben, von säumigen Verkäufern die verursachte Strafzahlung als Schadensersatz zu bekommen, haben speziell Zwischenhändler ein Interesse daran, dieses Risiko in den Verträgen auszuschließen. Im Hinblick auf die Strafgebühr ist zu beachten, dass der Betreiber trotz Zahlung die Berechtigungen bei der Behörde abzugeben hat, die Zahlungspflicht demnach also nicht von der Pflicht zur Abgabe der noch fehlenden Berechtigungen befreit (§ 30 III TEHG). Diese müssen vielmehr bis zum 31. 01. des Folgejahres abgegeben werden.³⁶⁴ Die Sanktion

414

415

361 Vgl. z. B. § 8.1 des EFET Allowance Appendix oder ISDA part 7 (d) (ii) (B) (X) bzw. (Y) bzw. (Z), [...] Receiving Party's Replacement Costs (if a positive number).

362 In der dritten Handelsperiode (2013–2020) erhöhte sich die Zahlungspflicht von 100 EUR pro Tonne Kohlendioxidäquivalent entsprechend auf die folgenden Beiträge: 2013: 101,50 EUR; 2014: 102,07 EUR; 2015: 102,05 EUR; 2016: 102,31 EUR; 2017: 104,06 EUR; 2018: 106,15 EUR; 2018: 107,71 EUR.

363 Bei § 30 I 1 TEHG handelt es sich weder um eine Strafnorm, noch um eine strafähnliche Vorschrift, da die Begründung der Zahlungspflicht kein (für eine Strafe oder Geldbuße erforderliches) Verschulden voraussetzt. Vielmehr ist die Zahlungspflicht als belastender Verwaltungsakt i. S. v. § 35 VwVfG zu qualifizieren. Vgl. BVerwG, Urt. v. 20. 02. 2014 – 7 C 6/12, NVwZ 2014, 939, 941 (zur Vorgängernorm des 18 TEHG a. F.); *Ehrmann*, in: Säcker, Energierecht, Band 2, 4. Aufl. 2019, TEHG § 30 Rn. 18 ff.

364 *Ehrmann*, in: Säcker, Energierecht, Band 2, 4. Aufl. 2019, TEHG § 30 Rn. 27.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

entfällt nicht, sofern eine ausreichende Anzahl an Emissionszertifikaten lediglich vorrätig gehalten werden. Ein Ermessen im Rahmen der Verhältnismäßigkeit bezüglich der Höhe der Sanktion ist nicht mehr gegeben.³⁶⁵ Eines Verschuldens des Betreibers bedarf es gerade nicht; lediglich bei höherer Gewalt kann von einer Sanktion abgesehen werden, § 30 I 3 TEHG.³⁶⁶

- 416 Da ein Mustervertrag lediglich Vorgaben machen kann und ansonsten von den Parteien frei verhandelbar ist, haben sich IETA und ISDA entschieden, sich hier nicht festzulegen, sondern diese Frage zur Wahl zu stellen. Strafzahlungen sind nur dann Teil der Ersatzkosten, wenn diese Option in der Rahmenvereinbarung angekreuzt ist.
- 417 Sofern sich die Parteien auf eine Zahlbarkeit von Excess Emission Penalties einigen, sollten speziell Käufer von Berechtigungen, die diese für verbundene Unternehmen kaufen, genau prüfen, ob die entsprechende Klausel weit genug ist, um im konkreten Fall **mittelbare Schäden bei den eigentlichen Anlagebetreibern** abzudecken.³⁶⁷

c) Wahl des geeigneten Vertrages

- 418 Die Frage, auf welcher vertraglichen Grundlage Berechtigungen gehandelt werden sollen, wird sich neben den Händlern letztlich auch jeder Anlagenbetreiber stellen müssen. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Emissionen genau der zugeordneten Menge an Zertifikaten entsprechen, ist gering.
- 419 Die **Wahl des passenden Vertrages** wird sich vor allem nach dem Volumen des Geschäfts und dem Erfahrungsgrad der Partei richten. Unternehmen, die in größerem Umfang am Emissionshandel teilnehmen, verwenden oft die verschiedenen Muster nebeneinander.³⁶⁸ Für kleinere Transaktionen zwischen deutschen Parteien dürften alle drei vorgestellten Verträge zu aufwendig sein. Hier müssen Alternativen gefunden werden. Eine denkbare Lösung war teilweise der **Anhang zum DRV für Emissionsrechte** vom 11.05.2010,³⁶⁹ der in dieser Form jedoch nicht mehr aktuell ist und ohne Abänderungen die entspre-

365 Vgl. EuGH zu Art. 16 der Richtlinie 2003/87/EG, der in Deutschland durch § 30 TEHG implementiert: EuGH, Urt. v. 17. 10. 2013 – C-203/12, NVwZ 2013, 1536.

366 Vgl. zu verschiedenen Problemstellungen in diesem Zusammenhang sowie zu einer Auswertung der obergerichtlichen Rechtsprechung *Ehrmann*, in: Säcker, Energierecht, Band 2, 4. Aufl. 2019, TEHG § 30 Rn. 5 ff.; *Ehrmann/Helmes*, NVwZ 2012, 1152, 1152.

367 Die Formulierung des Kreises entschädigungsberechtigter Personen sowie die Ausgestaltung der Kausalität für eine Ersatzpflicht bzw. des Nachweises des Schadens sollten im Einzelfall genau geprüft werden. Vgl. zur Geltendmachung von EEP als Verzugsschaden (nach allgemeinem deutschen Zivilrecht) sowie zur nicht zu unterschätzenden Pflicht des Käufers zur Ersatzbeschaffung als Teil seiner Schadensminderungspflicht *Sommer/Kons*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 15 Rn. 103 ff.

368 *Sommer/Kons*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 15, Rn. 145.

369 Abrufbar unter https://bankenverband.de/media/uploads/2017/09/13/44031_0910_emissionsrmmuster.pdf (28.12.2020).

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

chenden Termini der aktuellen Handelsphasen nicht komplett abdeckt. Bei größeren Transaktionen wird es sicherlich davon abhängen, aus welcher Branche die Parteien stammen und ob für Energie- oder Finanzhandelsgeschäfte bereits ein EFET- oder ISDA-Vertrag abgeschlossen wurde. Bestehen solche Verträge, ist deren Benutzung für CO₂-Handelsgeschäfte mit dem Vertragspartner ohne großen Aufwand möglich. Ein einheitlicher Rahmenvertrag käme vor allem auch dem Risikomanagement zugute: Bei Geschäften unter Rahmenverträgen ist es wichtig, im Insolvenzfall der anderen Partei offene Positionen beenden und aufrechnen zu können. Die Insolvenzfestigkeit solcher Netting-Vereinbarungen wird durch die Verbindung der Geschäfte in einem gemeinsamen Rahmenvertrag gefördert.³⁷⁰

Bei größeren Portfolien ist ein weiterer wichtiger Faktor für die Vertragswahl, 420 auf Grundlage welcher Verträge insgesamt gekauft bzw. verkauft wird. **Unterschiede** können zu **großen Risiken** führen. Nur als hypothetisches Beispiel: Kauft Händler X von A Berechtigungen auf Grundlage des EFET-Vertrages und verkauft diese dann an B auf Grundlage des ISDA-Vertrages, können unter Umständen Ereignisse wie höhere Gewalt beide Geschäfte betreffen. A als Verkäufer könnte dann möglicherweise von seiner Lieferpflicht gegenüber X befreit werden, während X gegenüber Händler B in der Pflicht bliebe, aber nicht liefern könnte.

Ein weiteres Kriterium wird die Wahl des anwendbaren Rechts sein. IETA geht 421 zwar von englischem Recht aus, lässt aber prinzipiell auch jede andere Rechtswahl zu. EFET dagegen basiert durch den Verweis auf EFET-Strom grundsätzlich auf deutschem Recht, lässt durch die Entwicklung des Allowance Appendix (Gas) aber auch die Nutzung des EFET-Gas zu, das deutschem oder englischem Recht unterstellt werden kann. ISDA basiert auf englischem oder wahlweise New Yorker Recht. Der DRV erlaubt, Handelsgeschäfte nach deutschem Recht abzuschließen.

d) Laufende Weiterentwicklung der Verträge

Die laufend aktualisierten Musterverträge werden im Wesentlichen den Bedürfnissen der Marktteilnehmer gerecht. Für den einmaligen Verkauf kleinerer Mengen wäre es sicherlich nach wie vor vorteilhaft, wenn man sich international auf einen **einfachen Standard** einigen könnte. 422

Ein weiterer Punkt auf der Wunschliste von Marktteilnehmern waren Muster für **Derivategeschäfte** mit Emissionsberechtigungen. Zunächst waren – neben einfachen Kaufgeschäften – lediglich physisch abgewickelte Termingeschäfte (Forwardgeschäfte) möglich. 423

370 Vgl. zum Thema Close-out Netting von Rahmenverträgen in der Insolvenz Rn. 525 ff.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- 424 Der Abschluss physisch abgewickelter **Optionsgeschäfte** ist mittlerweile aber sowohl unter der ISDA Dokumentation³⁷¹ als auch unter der IETA Dokumentation³⁷² möglich. EFET hat Optionsgeschäfte nach wie vor nicht ausdrücklich vorgesehen, weist aber darauf hin, dass die Parteien durch entsprechende Ergänzungen solche Geschäfte einbeziehen können.³⁷³ Sofern von den Parteien gewünscht, ist zudem auch denkbar, bei entsprechender Anpassung der Musterverträge Optionen mit finanzieller Abwicklung abzuschließen. Auch die bisherigen Optionsmuster stellen auf einen Marktpreis (Reference Price) ab, der mit dem vereinbarten Preis (Strike Price) verglichen wird; durch Nutzung dieser Größen wären auch Geschäfte mit Barausgleich denkbar, sofern der Vertrags- text entsprechend angepasst wird.³⁷⁴ Diese Geschäftstypen würden es Anlagen- betreibern, die in der Zukunft Zertifikate benötigen (d. h. „short“ sind), ermöglichen, durch Kaufoptionen das Risiko gestiegener Marktpreise für Zertifikate abzusichern. Inhaber von Zertifikaten, die in der Zukunft Zertifikate verkaufen wollen (d. h. finanziell „long“ sind), könnten sich durch Verkaufsoptionen gegen fallende Preise absichern.
- 425 Letztlich werden Handelsteilnehmer der verschiedenen Branchen versuchen, von **bereits abgeschlossenen** bzw. **bekannten Rahmenverträgen** zu profitieren und Geschäfte daher auf Grundlage solcher Rahmenverträge abzuschließen. Das hat – neben der Vertrautheit mit den Rahmenvertragsmustern – den Vorteil, dass mehrere Geschäftstypen unter einem Rahmenvertrag (und damit unter einem Netting-Set) abgeschlossen werden können. In der Energiebranche wird insoweit vorwiegend auf EFET gesetzt, während Händler aus dem interna-

371 Die ISDA Dokumentation für die 4. Handelsperiode bildet im Wesentlichen das „Form of Part [7] to the Schedule to an ISDA Master Agreement for EU Emissions Allowance Transactions (incorporating options) (Version 6: April 2018) (Modified for Phase 4 delivery)“, abrufbar unter <https://www.isda.org//1970/01/01/energy-commodities-developing-products> (28. 12. 2020).

372 Section 7 und 8 des „International Emissions Trading Master Agreement“ Version 1.0 vom 16.04.2012, abrufbar unter: <http://www.ieto.org/Trading-Documents> (28. 12. 2020), beziehen sich auf Optionen.

373 Vgl. die „Usage Notes“ der EFET zum Allowance Appendix (Gas) (Version 4.0. vom 28.02.2018) (abrufbar unter: <https://efet.org/standardisation/standard-contracts-gas-power/phase-iv-allowances-appendices/es> (28. 12. 2020)) No. 1b): „Use of Allowances Appendix with Options. Please note that the Phase IV Appendix does not expressly cater for entry by the Parties into Options Transactions with respect to Allowances. Consequently, Parties to such Options Transactions are encouraged to insert additional, specific terms as appropriate.“, abrufbar unter: [https://efet.org/Files/Usage%20Notes%20to%20the%20EFET%20Allowances%20Appendix%20for%20Phase%20IV%20\(Gas\).pdf](https://efet.org/Files/Usage%20Notes%20to%20the%20EFET%20Allowances%20Appendix%20for%20Phase%20IV%20(Gas).pdf) (28. 12. 2020).

374 Ein Beispiel könnte so aussehen: Der Käufer einer Call Option erwirbt für eine Prämie von 1000 EUR das Recht, in 6 Monaten 100 EUAs für den Preis von 6 EUR pro EUA (Strike Price) zu kaufen. Steigt der Referenzpreis (Reference Price) unter Nutzung der vereinbarten Preisquelle (z. B. von EPEX an einem vereinbarten Tag veröffentlichter Preis) über 6 EUR pro EUA, lohnt sich eine Ausübung. Bei physischer Abwicklung könnte der Käufer der Call Option Lieferung der EUAs zu 6 EUR verlangen. Bei finanzieller Abwicklung könnte er die Zahlung der Differenz zwischen Strike Price und Referenzpreis (multipliziert mit der Anzahl der EUAs, d. h. 100) verlangen.

tionalen Finanzbereich in der Regel den ISDA-Rahmenvertrag oder im deutschen Markt den (für Phase III bzw. Phase IV bilateral angepassten) DRV favorisieren. Nicht alle Handelshäuser werden Geschäfte auf Grundlage von mehr als einem Vertragsmuster akzeptieren. Um Risiken für solche Händler zu minimieren, wäre es wünschenswert, wenn im Laufe der Zeit **Standards** – noch weiter als schon bisher geschehen³⁷⁵ **angepasst** werden könnten. Bis dahin bieten die vorgelegten Texte aber sicherlich eine sehr gute Grundlage für nationale und internationale Geschäfte.

IV. Besonderheiten des Handels mit Kohle

1. Großhandel mit Kohle

Im internationalen Kohlenhandel wird zwischen zwei Bereichen differenziert: dem Handel mit **Kokskohle** und dem mit **Kesselkohle**.³⁷⁶ Mangels einer breiten Verfügbarkeit von Kokskohle an den Standorten der Stahlindustrie hat sich der Überseehandel hier bereits sehr früh entwickelt. Demgegenüber ist der internationale Marktanteil der zur Verstromung eingesetzten Kesselkohle, insbesondere der Steinkohle, erst nach den Ölkrisen signifikant angestiegen.³⁷⁷ Aufgrund der hohen Transportkosten wird Kohle mit einem niedrigen Heizwert überwiegend in unmittelbarer Nähe der Lagerstätte verwendet, während Steinkohle mit einem mittleren oder hohen Heizwert auch verschifft wird.³⁷⁸

Die in Deutschland, Mittel-Ost-Europa, China, Australien und den USA geförderte **Weichbraunkohle** mit geringem Heizwert wird daher überwiegend zur örtlichen Stromerzeugung genutzt.³⁷⁹ Der **internationale Überseehandel** mit Steinkohle konzentriert sich auf zwei regionale Märkte. Der Handel im Pazifischen Becken zwischen Australien und Indonesien auf Anbieterseite und der Volksrepublik China, Japan, Südkorea und Indien als Hauptabnehmer ist der größte Regionalmarkt. Schon seit geraumer Zeit sind die größten Importnationen von Kohle im südostasiatischen Raum zu finden. Etwa 80 % des Steinkohleseeverkehrs entfallen auf diese Region.³⁸⁰ An der Spitze der Importnationen

³⁷⁵ Littbarski, in: Stuhlmacher/Stappert/Schoon/Jansen, Grundriss zum Energierecht, 2. Aufl. 2015, Kapitel 22.C Rn. 64; ebenso Sommer/Kons, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 15 Rn. 112 und Rn. 146 f. weisen darauf hin, dass die Verträge bereits in wesentlichen Punkten angeglichen wurden, auch wenn keine Identität der Formulierungen erreicht werden konnte. Zu diesen Punkten gehören insbesondere die Behandlung von Force Majeure, des Liefergeschäftstages und der Verzugsfolgen.

³⁷⁶ Kokskohle findet hauptsächlich Verwendung in der Stahlproduktion und Buntmetallurgie, wohingegen die Kesselkohle zur Stromerzeugung genutzt wird. Siehe dazu auch RWE Power, Weltmarkt für Steinkohle, Ausgabe 2007, S. 27; Verein der Kohlenimporteure, Jahresbericht 2020, S. 32 ff. mit Angaben zum Handelsvolumen.

³⁷⁷ RWE Power, Weltmarkt für Steinkohle, Ausgabe 2007, S. 12.

³⁷⁸ RWE Power, Weltmarkt für Steinkohle, Ausgabe 2007, S. 14; DERA Rohstoffinformationen – Energiestudie 2012, S. 25.

³⁷⁹ DERA Rohstoffinformationen – Energiestudie 2012, S. 25, 27, 72.

³⁸⁰ Verein der Kohlenimporteure, Jahresbericht 2020, S. 33.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

liegt Indien mit 240 Mio. t. Es folgen Japan mit 186 Mio. t., China mit 161 Mio. t. und Südkorea mit 142 Mio. t.³⁸¹

- 428 Das weltweite Handelsvolumen von Steinkohle lag im Jahr 2019 bei 1.336 Mio. t. Hier von entfallen 1.221 Mio. t. auf den seewärtigen Welthandel.³⁸² Der deutsche Steinkohleverbrauch lag im Jahr 2019 bei etwa 38,7 Mio. t. SKE.³⁸³ Der Anteil von Kohle am Primärenergieverbrauch der Welt betrug 2018 ca. 27 %³⁸⁴, in Deutschland 2019 ca. 18 %.³⁸⁵
- 429 Die Kohleproduzenten pflegen enge Beziehungen zu den Großkunden in der Branche und versuchen, Risiken durch den Abschluss von **langfristigen Bezugsverträgen** zu minimieren.³⁸⁶

2. Typischer Inhalt von Kohlenhandelsverträgen

- 430 Sowohl Spotverträge als auch langfristige Verträge sind im Grunde gewöhnliche Kaufverträge über eine bestimmte Menge Kohle zu einem vereinbarten Preis. Im Folgenden wird deshalb nur auf die **Besonderheiten in der Vertragsgestaltung** im Kohlenhandel eingegangen. Da die Standardisierung von Verträgen im Kohlenhandel nicht mit Handel im Strom- und Gasbereich vergleichbar ist und verschiedene Käufer bzw. Verkäufer oft hauseigene Muster benutzen, können die folgenden Punkte nur der Versuch einer typisierenden Zusammenfassung wesentlicher vertraglicher Regelungen sein.
- 431 Der **Vertrag beginnt** in der Regel zu dem Zeitpunkt, an dem der Verkäufer seiner ersten Lieferpflicht nachkommen soll. Das **Vertragsende** wird bei Spotabschlussverträgen durch die vollständige Erfüllung der Vertragspflichten seitens der jeweiligen Vertragspartei herbeigeführt. Langfristige Verträge enden dagegen zu dem vereinbarten Termin. Andererseits können die Vertragsparteien in beiden Fällen auch andere vertragliche Beendigungsformen vorsehen, wie z.B. die Kündigung. Bei der außerordentlichen Kündigung ist die Vereinbarung der Zahlung eines so genannten Kündigungsbetrages üblich. Der Kündigungsbetrag ist derjenige positive oder negative Betrag, der dem Wert dieses Vertrages im verbleibenden Lieferzeitraum für die vertragstreue Partei entspricht. Dabei werden die Werte einer fiktiv weiterlaufenden vertragsgemäßen Erfüllung mit denen der nunmehr erforderlichen Eindeckung nach kaufmännisch vernünftig geschätztem Marktwert für die restliche Vertragszeit geschätzt. Kosten, die der vertragstreuen Partei im Zusammenhang mit oder infolge der Kündigung entstehen, werden hinzuaddiert.
- 432 Weiterhin muss die **Vertragsmenge** festgelegt werden. Der Verkäufer erhält in der Regel die Option, um einen bestimmten Prozentsatz (z. B. drei bis zehn %)

381 Verein der Kohlenimporteure, Jahresbericht 2020, S. 33.

382 Verein der Kohlenimporteure, Jahresbericht 2020, S. 32.

383 Verein der Kohlenimporteure, Jahresbericht 2020 S. 16; vgl. zu früheren Zahlen u.a. DERA Rohstoffinformationen – Energiedaten 2012, S. 65.

384 Verein der Kohlenimporteure, Jahresbericht 2020, S. 30.

385 Verein der Kohlenimporteure, Jahresbericht 2020, S. 8.

386 Stuhlmacher/Sessel-Zebik, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 11 Rn. 81.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

von der vereinbarten Liefermenge abweichen zu dürfen. In diesem Zusammenhang sollten auch die Anzahl der Lieferungen sowie der Lieferort bestimmt werden. Für die Lieferzeit wird meist nur der Zeitpunkt der Ausfuhr der Kohle benannt, da die Dauer des Seeweges nicht immer genau bestimmt werden kann. Alternativ bietet sich die Angabe eines Zeitintervalls an.

Von großer Bedeutung ist auch die **Ermittlung der Qualität und des Kohletyps**.³⁸⁷ Dem Vertrag wird daher ein so genanntes „Qualitätsblatt“ beigelegt, das den Brennwert der Kohle im rohen, luftgetrockneten und trockenen Zustand, die Bestandteile und die Ascheschmelztemperatur wiedergibt. Zum Teil werden zusätzlich Mindestqualitätsanforderungen an die chemische Zusammensetzung und das Ascheschmelzverhalten der Kohle gestellt. Ferner sollte geregelt werden, dass die Kohle keine kohleuntypischen Bestandteile enthalten darf und in homogener Qualität geliefert wird. Dabei kann es für die Parteien von Interesse sein, den Förderungsort der Kohle festzulegen und spezielle Gewährleistungsrechte für den Fall von Abweichungen in der Qualität der Ware auszuhandeln. Für den Fall, dass die Kohle sich wegen Qualitätsabweichungen nicht zur Verwendung in Kraftwerken eignet oder technisch nicht einsetzbar ist, wird für den Käufer oft ein Ersatzanspruch für Umschlag, Transport und Lagerung vereinbart. Zur Feststellung der Qualitätsabweichungen sollte ein unabhängiges Gutachten eingeholt werden.

Die **Qualitätsfeststellung** wird in der Regel durch eine Durchschnittsanalyse der Liefermenge während der Beladung oder erst im Löschkai durchgeführt. Hierzu entnimmt ein von beiden Vertragsparteien bestimmtes unabhängiges Labor im Einklang mit den I.S.O. Standards Proben und ermittelt die für das oben genannte Qualitätsblatt benötigten Werte. Die Kosten für die Probeziehung und Analyse gehen in der Regel zu Lasten des Verkäufers. Gleichermaßen gilt für die Gewichtsfeststellung der gelieferten Ware.

Neben den Regelungen zur Qualität ist eine präzise Vereinbarung des **Vertragspreises** wichtig. Bei Spotabschlüssen steht der Vertragspreis pro Tonne auf Basis des Brennwertes fest, während bei längerfristigen Verträgen periodisch eine neue Preisfindung stattfindet.

433

434

435

³⁸⁷ Man unterscheidet Kohle nach folgendem steigenden Grad der Inkohlung: Torf, Weichbraunkohle, Hartbraunkohle, Steinkohle und Anthrazit.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- 436 Die **Risikoverteilung für den Transport** wird in der Regel durch den Zusatz der sog. Incoterms®-Klauseln vorgenommen.³⁸⁸ Die zum Zeitpunkt der Drucklegung aktuelle Fassung sind die Incoterms®2020, die in ihrer Struktur und Einteilung weitgehend den noch in der Voraufage besprochenen Incoterms® 2010 entsprechen.³⁸⁹ Die Incoterms® 2020 unterscheiden (ebenso wie die Incoterms® 2010) grundsätzlich zwischen Klauseln, die für jede Transportart – zu Lande, Luft und Wasser – sowie den multimodalen Transport konzipiert sind und Klauseln, die ausschließlich auf den See- und Binnenschiffstransport anwendbar sind.³⁹⁰ Während letztere für konventionelle Fracht bestimmt sind, eignen sich die zuerst genannten insbesondere für den Containertransport. Mit Einführung der Incoterms® 2010 wurden u. a. die Klauseln DES („Delivered Ex Ship“; geliefert ab Schiff) und DEQ („Delivered Ex Quay (duty paid)“) durch DAT- bzw. DAP-Klauseln (dazu sogleich) ersetzt. Mit der Neufassung 2020 wurde (u. a.) wiederum die DAT-Klausel, mangels Bewährung in der Praxis, durch die DPU-Klausel (dazu sogleich) ersetzt. In der Kohlenhandelspraxis trifft man bislang üblicherweise auf FOB-, DAP-, DAT- (Incoterms® 2010) oder CIF-Klauseln (dazu sogleich). FOB steht für „**Free-On-Board**“ (frei an Bord) und bedeutet, dass die Ware als geliefert gilt, wenn die Ware in dem benannten Verschiffungshafen an Bord des Schiffes verbracht wurde, also der Ladevorgang mit der Niedersetzung auf dem Deck beendet ist. Ab diesem Zeitpunkt trägt der Käufer das Risiko für den Untergang oder die Beschädigung der Ware.³⁹¹ Die CIF-Klausel („**Cost, Insurance and Freight**“; Kosten, Versicherung, Fracht) entspricht der FOB-

388 Die Incoterms® 2020 sind (kostenpflichtig) erhältlich unter: <https://iccwbo.org/resources-for-business/incoterms-rules/incoterms-2020/> (28. 12. 2020). Sie sind von der Internationalen Handelskammer in Paris (International Chamber of Commerce – ICC) entwickelte und zur internationalen Verwendung empfohlene Handelsklauseln. Sie betreffen originär nur die Rechte und Pflichten der Parteien bei Außenhandelsverträgen, können aber darüber hinaus auch für Verträge des nationalen Verkehrs vereinbart werden. Die Bestimmungen werden alle 10 Jahre neu gefasst. Die jeweilige Neufassung bedeutet allerdings nicht, dass die bisherigen Incoterms® außer Kraft treten, sondern nur, dass die Parteien für ihre Verträge künftig statt der bislang aktuellsten Incoterms® Fassung nunmehr deren neueste Fassung verwenden können (und das in der Regel auch werden). Vgl. *Hopt/Kumpan/Merkel/Roth*, in: Baumbach/Hopt, Handelsgesetzbuch, 39. Aufl. 2020, 2. Teil. (Handelsrechtliche Nebengesetze), IV. AGB und (nicht branchengebundene) Vertragsklauseln: (6) Incoterms Rn. 1; *Schmidt*, in: MünchKomm-HGB, Band 5, 4. Aufl. 2018, § 346 Rn. 111 (jeweils zu den Incoterms® 2010).

389 Der deutsche Text der Incoterms® 2020 kann beispielsweise bei *Hopt/Kumpan/Merkel/Roth*, in: Baumbach/Hopt, Handelsgesetzbuch, 39. Aufl. 2020, 2. Teil. (Handelsrechtliche Nebengesetze), IV. AGB und (nicht branchengebundene) Vertragsklauseln: (6a) Incoterms® 2020 Teil B (Offizieller Text der Incoterms 2020) abgerufen werden.

390 Vgl. zu den Incoterms® 2020 *Piltz*, IWRZ 2020, 157 (passim), *Pokrant*, RdTW 2020, 201 (passim).

391 *Hopt/Kumpan/Merkel/Roth*, in: Baumbach/Hopt, Handelsgesetzbuch, 39. Aufl. 2020, 2. Teil. (Handelsrechtliche Nebengesetze), IV. AGB und (nicht branchengebundene) Vertragsklauseln: (6) Incoterms® Rn. 22, 28 f. (zu den Incoterms® 2010), sowie umfassend zu allen Incoterms® 2010-Klauseln in einer Übersichtstabelle unter Rn. 45.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Klausel hinsichtlich des Risikoübergangs. Zusätzlich hat der Verkäufer jedoch die Pflicht, eine Seetransportversicherung gegen die vom Verkäufer getragene Gefahr des Verlustes oder der Beschädigung der Ware während des Transportes abzuschließen.³⁹² Bei der (in der Fassung 2020 gestrichenen) DAT-Klausel („**Delivered At Terminal**“; Geliefert Terminal) hat der Verkäufer für die Ware einen Beförderungsvertrag bis zum benannten Terminal im vereinbarten Bestimmungshafen oder -ort abzuschließen. Dies spiegelt vor allem Veränderungen in der Hafenlogistik und der modernen Transportpraxis wider. Die Lieferung und der Gefahrübergang erfordern das Bereitstellen der Ware nach Entladung.³⁹³ Im Rahmen der DAP-Klausel („**Delivered At Place**“; Geliefert benannter Ort) sollen die Vertragsparteien den vereinbarten Bestimmungsort so präzise wie möglich definieren und spezifizieren. Der Verkäufer hat die Ware auf dem ankommen den Beförderungsmittel entladebereit am benannten Bestimmungsort zur Verfügung zu stellen. Er trägt somit die Gefahr während der Seereise. Die Klauseln FOB und CIF sind ausschließlich für See- oder Binnenschiffstransporte konzipiert.³⁹⁴ Ferner sollte die Kostentragung von Liege-, Eilgeldern, sonstigen Hafen gebühren sowie von Steuern, Zöllen, nötigen Export-, Lizenz- oder anderen behördlichen Erlaubnissen vereinbart werden. Diese Kosten werden entweder auf den Verkaufspreis aufgeschlagen, allein vom Verkäufer getragen oder von den Vertragsparteien gemeinsam aufgebracht. Gebühren und Abgaben, die für das Schiff einer Vertragspartei fällig werden, trägt diese üblicherweise selbst.

Die neue Klausel **DPU** („**Delivered At Place Unloaded**“; Geliefert benannter Ort entladen) entspricht – abgesehen von der Entfernung des Begriffes „Terminal“ – im Wesentlichen der bisherigen Klausel DAT. Der einzige Unterschied zu der, vorstehend behandelten, DAP Klausel besteht (wie schon bisher bei der gestrichenen Klausel DAT) darin, dass der Verkäufer die Ware dem Käufer am Bestimmungsort entladen zur Verfügung stellen muss, während die Klausel DAP den Verkäufer nicht zur Entladung verpflichtet.³⁹⁵ Bei Vereinbarung dieser Klausel erfolgen demnach Lieferung und Gefahrübergang indem die Ware, nach Entladung vom an kommenden Transportmittel, dem Käufer an dem benannten Bestimmungsort (oder an der vereinbarten Stelle an diesem Ort) zur Verfügung gestellt wird. Damit trägt der Verkäufer alle Gefahren, die im Zusammenhang mit der Beförderung der Ware zum benannten Bestimmungsort und deren Entladung an der vereinbarten Stelle am Bestimmungsort entstehen.³⁹⁶ Da die

392 *Hopt/Kumpan/Merkel/Roth*, in: Baumbach/Hopt, Handelsgesetzbuch, 39. Aufl. 2020, 2. Teil. (Handelsrechtliche Nebengesetze), IV. AGB und (nicht branchengebundene) Vertragsklauseln: (6) Incoterms® Rn. 23, 31 (zu den Incoterms® 2010).

393 *Hopt/Kumpan/Merkel/Roth*, in: Baumbach/Hopt, Handelsgesetzbuch, 39. Aufl. 2020, 2. Teil. (Handelsrechtliche Nebengesetze), IV. AGB und (nicht branchengebundene) Vertragsklauseln: (6) Incoterms® Rn. 28 f. (zu den Incoterms® 2010).

394 *Hopt/Kumpan/Merkel/Roth*, in: Baumbach/Hopt, Handelsgesetzbuch, 39. Aufl. 2020, 2. Teil. (Handelsrechtliche Nebengesetze), IV. AGB und (nicht branchengebundene) Vertragsklauseln: (6) Incoterms® Rn. 19 (zu den Incoterms® 2010).

395 *Piltz*, IWRZ 2020, 157, 158.

396 *Pokrant*, RdTW 2020, 201, 205.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Klausel (als einzige Incoterms® 2020-Klausel) den Verkäufer verpflichtet, die Ware am Bestimmungsort zu entladen, sollte dieser sicherstellen, dass er in der Lage ist, die geschuldete Entladung an der vereinbarten Stelle am Bestimmungsort auch gewährleisten zu können.³⁹⁷

- 437 Aufgrund der großen Qualitätsschwankungen bei Kohle sollte der Kohleliefervertrag zusätzlich eine **Preisanpassungsklausel**, auch Prämien-/Bußenberechnung genannt, beinhalten. Der als Vertragspreis angegebene Wert steht im Bezug zu einem Brennwert (in der Regel 6.000 bis 7.000 kcal/kg). Ergibt die oben angesprochene Analyse in einem unabhängigen Labor, dass der Brennwert über- oder unterschritten wurde, wird der Preis entsprechend angepasst. Zum Teil werden durch komplexere Formeln neben dem Brennwert auch noch die chemischen Bestandteile der Kohle berücksichtigt.
- 438 Bei **längerfristigen Verträgen** müssen die Vertragsparteien, sofern vereinbart, regelmäßig einen Basisvertragspreis ermitteln. Hierbei haben die auf den Handelsplattformen gehandelten Spotpreise eine wichtige Pilotfunktion. Kommt es zu keiner Einigung zwischen Verkäufer und Käufer, wird der Vertrag für das betroffene Quartal ausgesetzt. Der Käufer hat dann die Möglichkeit, die Kohle von einem preiswerteren Anbieter zu beziehen. Um die Attraktivität der längerfristigen Abnahme für den Käufer zu fördern, bieten die Verkäufer gelegentlich Preisnachlässe ab einem bestimmten Abnahmenvolumen an.
- 439 Die endgültige **Zahlung des Rechnungsbetrages** findet in der Regel nur unter der Bedingung statt, dass der Verkäufer dem Käufer folgende Dokumente zur Verfügung gestellt hat: die Handelsrechnung, das Herkunftszertifikat, die Original-Konnossemente, das Schiffeichzertifikat und das Analysezertifikat des unabhängigen Labors.
- 440 Unter Rücksichtnahme auf Käuferinteressen in der stromerzeugenden Industrie werden **Ausfälle von** einzelnen oder kompletten **Kraftwerken** in der Regel der Beeinträchtigung der Abnahmefähigkeit durch **höhere Gewalt** gleichgesetzt. Dies gilt jedoch nur, sofern der Käufer den Ausfall nicht zu vertreten hat (z.B. bei geplanter Revision) und er dem Verkäufer die Einsichtnahme in die Betriebsprotokolle gewährt. Als Rechtsfolge kommt es entweder zu einer prozentualen Reduzierung der vereinbarten Liefermenge für den Zeitraum des Eintritts und Anhaltens der höheren Gewalt, oder aber die Vertragsparteien vereinbaren eine zukünftige Nachlieferung.
- 441 Bei Kohlelieferverträgen bestehen weitere Besonderheiten, die dem **Transport auf dem Seeweg** geschuldet sind. So sollte der Verkäufer verpflichtet werden, dem Verkäufer das genaue Ankunftsdatum im Bestimmungshafen sowie die vorgesehene Löschroration mitzuteilen. Weiterhin hat der Verkäufer alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen, um eventuelle Verunreinigungen der Kohle durch Metalle zu beseitigen bzw. zu vermeiden, da ansonsten Probleme bei der Verwendung im Kraftwerk entstehen könnten. In diesem Zusammen-

397 Pokrant, RdTW 2020, 201, 206.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

hang ist auch die explizite Regelung von Informations- und Benachrichtigungs- pflichten in Erwägung zu ziehen. Zuweilen beinhalten Kohlelieferverträge eine Fülle von Anforderungen an das Transportschiff, die gerade im Hinblick auf die Risikoübernahme für den Transportweg nützlich sein können.

3. Standard Coal Trading Agreement

Ein im internationalen Markt gebräuchliches Muster für standardisierbare Handelstransaktionen ist das von globalCoal Limited veröffentlichte **Standard Coal Trading Agreement** (im Folgenden „**ScoTA**“).³⁹⁸ globalCOAL ist eine von führenden Vertretern der Kohleindustrie gegründete Marktorganisation, die sich zum Ziel gesetzt hat, weltweite Großhandelsaktivitäten zu vereinfachen, indem Standards (z. B. Vertragsstandards, Standards für Kohlespezifikationen etc.) geschaffen werden und Informationen (z. B. Preisindizes) zur Verfügung gestellt werden.³⁹⁹

ScoTA ist ein **Standard-Handelsvertrag**, der es den Parteien (einem Käufer und einem Verkäufer) erlauben soll, Handelsverträge für die physische Lieferung von Kohle schnell und einfach zu dokumentieren. Die zu wählenden Vertrags- elemente sind im Appendix 6 (Agreement Elections) des ScoTA festgehalten. Seit der Novellierung im Jahre 2011 ist ScoTA ein zweiteiliges Master Agreement und die bisher als Anhänge geregelten Standardspezifikationen (Relevant Standard Specifications „RSS“) sind nunmehr eigenständige Dokumente.⁴⁰⁰ Hierdurch können sie unproblematisch von Vertrag zu Vertrag einbezogen werden. Außerdem wurden die Regelungen zu „Event of Default“ und „Force Majeure“ ausgeweitet.

Einzelne Transaktionen unter dem ScoTA werden in einer Bestätigung (**Transaction Summary**) festgehalten, die auf allgemeine Bedingungen verweist (**Terms and Conditions**). Ein Muster für Transaction Summaries findet sich in Appendix 5 (Form of Transaction Summary) des ScoTA. In diesen Bestätigungen werden die Bedingungen des Einzelgeschäftes festgehalten (Menge, Preis, Lieferzeitraum, Standardspezifikation etc.). Die Terms and Conditions enthalten dagegen die juristischen Rahmenbedingungen und sind strukturell und inhalt-

³⁹⁸ Das Dokument (V. 8 vom 16.09.2011) kann nach Registrierung unter folgendem Link abgerufen werden: <https://www.globalcoal.com/scota/aboutscota.cfm> (28.12.2020); siehe zum Standard Coal Trading Agreement auch Stuhlmacher/Sessel-Zebik, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 11 Rn. 238f.

³⁹⁹ Mehr Informationen zu den Zielen und den angebotenen Leistungen von Global Coal finden sich auf der Webseite www.globalcoal.com (28.12.2020).

⁴⁰⁰ Wählbare Standardspezifikationen sind z. B.: „NEWC“ oder „NEWCF“ (Lieferpunkt ist jeweils Newcastle, Australien); „ARA“ (Gegenstand: südafrikanische, australische, kolumbianische oder russische Kohle; Lieferpunkte: Amsterdam Rietlanden Terminal, Rotterdam Maasvlakte Terminal, Antwerpen Sea-Invest Terminal); „COL“ (Gegenstand: kolumbianische Kohle; Lieferpunkt: Puerto Bolívar, Kolumbien); „INDO A“ bzw. „INDO B“ (Gegenstand: indonesische Kohle; Lieferpunkt: diverse Häfen laut Liste); „RB1“, „RB2“ und neu „RB3“ (Gegenstand: südafrikanische Kohle; Lieferpunkt: Richards Bay Coal Terminal, Südafrika) siehe dazu auch online unter: <https://www.globalcoal.com/scota/specifications.cfm> (28.12.2020).

442

443

444

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

lich mit den üblichen Klauseln in anderen Rahmenverträgen vergleichbar. Die Terms and Conditions enthalten insbesondere auch eine Single-Agreement-Klausel und Netting-Bestimmungen.

- 445 Die ungewöhnliche variable **Rechtswahlklausel** in früheren ScoTA-Versio-⁴⁰¹nen wurde geändert, sodass nunmehr alle Vertragsbeziehungen, unabhängig von der Spezifikation der einzelnen Transaktionen, englischem Recht unterliegen.

V. Handel mit Energiederivaten

1. Energiederivate

a) Abgrenzung und Hintergründe

- 446 Die **Geschichte der Warenderivate** ist so alt wie der organisierte Handel von Waren selbst.⁴⁰² Schon bald nach Entstehen der Handelsmärkte für Strom und Gas und einer zunehmenden Commoditisation dieser Güter entwickelte sich daher auch ein liquider Derivatemarkt als zusätzliches Element der Wertschöpfung.⁴⁰³ Terminologisch gilt es, auch beim Handel mit Energiederivaten zwischen dem Spot- und dem Terminhandel zu unterscheiden. Bei letzterem liegt regelmäßig eine längere Zeitspanne zwischen Vertragsschluss und Abwicklung des Geschäfts. Eine Abgrenzung gelingt zuweilen nicht eindeutig.⁴⁰⁴
- 447 Die Erscheinungsformen der **Grundtypen von Derivaten** (insbesondere physisch abgewickelte Termingeschäfte sowie Optionen) wurden oben bereits dargelegt. Im Folgenden soll auf die rechtlichen Besonderheiten und die Klassifizierung dieser Derivate eingegangen sowie ein Überblick über strukturiertere Derivate gegeben werden, die im Energiebereich denkbar sind.

401 Das gewählte Recht sollte von den jeweils laufenden Einzeltransaktionen abhängen und sich je nach Handelsverlauf implizit ändern. Sofern z. B. lediglich Transaktionen existierten, nach denen australische Kohle mit Lieferung in Australien gehandelt wurden, unterlag der Vertrag beispielsweise australischem Recht etc.

402 Die ersten dokumentierten Derivatevereinbarungen bezogen sich auf landwirtschaftliche Produkte und datieren aus den Jahren 1700 bis 1750 vor Christus (*Swan, Building the Global Market – A Fourthousand-Year History of Derivatives*, 1. Aufl. 2000, S 27 ff.); ein kurzer historischer Abriss zu den Märkten für Derivate findet sich bei *Rudolph/Schäfer, Derivative Finanzmarktinstrumente*, 2. Aufl. 2010, S. 57 ff.

403 Zur Abgrenzung des physischen vom finanziellen Handel sowie des Spothandels vom Derivatehandel siehe Rn. 191 ff. und Rn. 194 ff.; allgemein zu den Energiederivaten (Öl-, Gas- und Stromderivate) vgl. *Hull, Optionen, Futures und andere Derivate*, 8. Aufl. 2012, S. 926 ff.; *Bergschneider/Karasz/Schumacher, Risikomanagement im Energiehandel*, 2. Aufl. 2001, S. 89 f.

404 In übersichtlicher Darstellung *Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas*, Diss. Berlin 2015, S. 53 ff.

b) Typisierung außerbörslicher Derivate

Die wesentlichen Grundtypen außerbörslicher Derivate sind **Forwards, Optionen und Swaps**.⁴⁰⁵ Diese Instrumente sowie ihre Unterarten erlauben eine flexible und individuelle Übereinkunft zur Risikoabsicherung der Basiswerte (**Hedginggeschäfte**), zur Realisierung von Preisdifferenzen durch (gleichzeitige) Geschäfte an verschiedenen Märkten (**Arbitragegeschäfte**) oder zur Erzielung spekulativer Gewinne (**Spekulationsgeschäfte oder Trading**).⁴⁰⁶ Die Grundtypen und **Motive** für die Benutzung von Energiederivaten unterscheiden sich daher nicht wesentlich von den Typen und Motiven im Finanzbereich.⁴⁰⁷ Ein Energiehändler sieht sich in der Regel mit zwei Risiken konfrontiert: Das eine, das Preisrisiko, kann mit Energiederivaten gesichert werden. Das andere, das Volumenrisiko, kann durch Wetterderivate aufgefangen werden.⁴⁰⁸

Der bilaterale (außerbörsliche) Handel erlaubt die spezifische Ausgestaltung der Produkte, die bei Energiederivaten in der Praxis oft benötigt wird. Der Bedarf nach diesen im Einzelfall anpassbaren Produkten lässt sich lediglich durch bilateral frei gestaltbare OTC-Geschäft decken.⁴⁰⁹

aa) *Forwards*

Die in der Praxis wohl gebräuchlichste Form von Derivategeschäften sind Forwards. Ein Forward-Kontrakt ist ein Festgeschäft, d.h. ein gegenseitiges **verbindliches Versprechen** von Käufer und Verkäufer, zu einem bestimmten Preis eine festgelegte Menge einer bestimmten Ware (z.B. Strom oder Gas) in einer genau fixierten Qualität zu liefern (Verkäufer) oder abzunehmen (Käufer).⁴¹⁰ Diese Versprechungen können erst am Ende der vereinbarten Laufzeit eingelöst

405 Zur generellen Typisierung von Derivaten vgl. Schuster, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 11 Rn. 24 ff. (mit speziellen Ausführungen zu Derivaten auf dem Großhandelsmarkt für Elektrizität unter Rn. 50 ff.); vgl. zu börslich und außerbörslich gehandelten Derivatetypen im Energiemarkt Zenke/Dessau, in: Theobald/Kühling, Energierecht, 107. Ergänzungslieferung Juli 2020, Energiehandel 140, Rn. 12 ff.; du Buisson/Zenke/Dessau, in: Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa: Öl, Gas, Strom, Derivate, Zertifikate, 3. Aufl., 2012, § 10 Rn. 13 ff.

406 Jahn/Reiner bzw. Köndgen/Schmies, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-handbuch, Band II, 5. Aufl. 2017, § 114 Rn. 2, 7 ff. sowie speziell § 113 Rn. 2 ff.; Jung, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), 2. Aufl. 2016, Vor. §§ 37e und 37g; Rn. 4 ff.

407 Vgl. zu den Motiven im Finanzbereich: Hull, Optionen, Futures und andere Derivate, 8. Aufl. 2012, S. 25 ff.; Rudolph/Schäfer, Derivative Finanzmarktinstrumente, 2. Aufl. 2010, S. 31.

408 Vgl. dazu Köhler/Büscher, in: Schwintowski, Bankrecht, 5. Aufl. 2018, Kap. 22, Rn. 74 f.; sowie: Hull, Optionen, Futures und andere Derivate, 8. Aufl. 2012, S. 934, 939.

409 Zenke/Dessau, in: Theobald/Kühling, Energierecht, 107. Ergänzungslieferung Juli 2020, Energiehandel 140 Rn. 77; nach umfassender Beleuchtung von Vor- und Nachteilen letztlich auch: Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 69 ff.

410 Schüwer, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 1 Rn. 5; vgl. auch Rudolph/Schäfer, Derivative Finanzmarktinstrumente, 2. Aufl. 2010, S. 25 f.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

bzw. eingefordert werden.⁴¹¹ Sofern das Geschäft ein Handelsobjekt zum Gegenstand hat, wird der Vertrag als ein mit hinausgeschobenem Zeitpunkt zu erfüllender Kaufvertrag gemäß § 433 BGB qualifiziert.⁴¹² Dem steht nicht entgegen, dass in der Praxis derartige Verträge oft nicht durch Lieferung erfüllt, sondern durch ein Gegengeschäft glatt gestellt werden. Problematisch ist die Qualifizierung als Kaufvertrag, wenn anstelle der Lieferung der Ware eine Ausgleichszahlung vorgesehen ist. Ein Teil der Literatur hielt die Aussicht auf Gewinn für nicht mehr unter § 433 BGB subsumierbar.⁴¹³ Vielmehr seien diese Geschäfte als Verträge *sui generis* i. S. v. § 311 I BGB zu behandeln. Überwiegend wird heute jedoch davon ausgegangen, dass auch Gewinnaussichten Gegenstand eines Kaufvertrages sein können.⁴¹⁴ Hiernach sind Forwards allgemein als Kaufverträge i. S. v. § 433 BGB zu qualifizieren.

- 450 Aus terminologischer Sicht sind Forwards Festgeschäfte, die nicht an einer organisierten Börse zustande kommen.⁴¹⁵ Forward-Kontrakte werden individuell vereinbart und haben keine standardisierten Bedingungen.⁴¹⁶ Hiervon werden **Futures** abgegrenzt, die börsengehandelte Festgeschäfte mit hinausgeschobenem Erfüllungszeitpunkt bezeichnen.⁴¹⁷ Im Gegensatz zu Future-Kontrakten bieten Forwards den Vorteil, dass sie im Hinblick auf die Laufzeit, Kontraktvolumen und Währung durch individuelle Absprachen flexibler ausgestaltet werden können. Zudem entfallen (sofern keine entsprechenden vertraglichen Pflichten vereinbart werden) bezüglich der Forwards die bei Futures an den Börsen üblichen anfänglichen und nachträglichen Einschusspflichten („**Initial Margins**“ und „**Variation Margins**“), die der Absicherung von Ausfallrisiken dienen.⁴¹⁸ Soweit bestimmte OTC-Derivate geclärt werden müssen und die entsprechenden Parteien eines Vertrages nach der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates⁴¹⁹ (EMIR) clearingpflichtig sind bzw. werden, gilt dieser Besicherungsmechanismus auch entsprechend für solche Derivategeschäfte.

411 Hull, Optionen, Futures und andere Derivate, 8. Aufl. 2012, S. 28 ff.

412 Kraft, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, Rn. 19.87; zur Rechtsnatur (Rechtskauf) von Devisentermingeschäften vgl. Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, Diss. München 2001, S. 14 ff.

413 Kümpel, WM 1989, 1313, 1319; Menninger, WM 1994, 970, 973.

414 Westermann, in: MünchKomm-BGB, Band 4, 8. Aufl. 2019, § 433 Rn. 13 m. w. N.

415 Schüwer, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 1 Rn. 5.

416 Rudolph/Schäfer, Derivative Finanzmarktinstrumente, 2. Aufl. 2010, S. 25 ff.

417 Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 56 f.

418 Schüwer, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 1 Rn. 6.

419 Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 04.07.2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister; ABl. EU Nr. L 201/1 vom 27.07.2012.

bb) Optionen

Im Vergleich zu Festgeschäften sind Optionsgeschäfte **bedingte Termingeschäfte**. Dabei wird einer Vertragspartei gegen Zahlung einer Optionsprämie ein Wahlrecht, das so genannte Optionsrecht, eingeräumt, von dem Verkäufer der Option eine Leistung zu verlangen oder die Option verfallen zu lassen.⁴²⁰ Das Wahlrecht kann entweder jederzeit innerhalb einer bestimmten Frist (**amerikanische Option**), zu einem bestimmten Termin (**europäische Option**) oder an einem von mehreren fest vereinbarten Terminen (**Bermuda-Option**) vom Käufer ausgeübt werden. Darüber hinaus kann der Referenzkurs, welcher sich aus den durchschnittlichen Referenzkursen über die Laufzeit der Option ergibt, als Bezugswert vereinbart werden (**asiatische Option**).⁴²¹ Durch dieses Wahlrecht bieten die Optionen den Anwendern eine höhere Flexibilität. Wer beispielsweise noch nicht weiß, ob er eine bestimmte Energiemenge in der Zukunft benötigen wird (z. B. ein Produzent, der noch nicht weiß, ob er einen Auftrag bekommen wird) oder anbieten kann (z. B. ein Kraftwerksbetreiber, der noch nicht weiß, ob er Erzeugungskapazitäten in der Zukunft zur Verfügung hat), aber jetzt schon für die Kalkulation eine Grundlage benötigt, kann eine Option als Käufer bzw. Verkäufer einsetzen. Innerhalb von Optionsgeschäften kann privatautonom Vieles individuell gestaltet werden, etwa Volumen, Laufzeit, Referenzwert oder Sicherungsmechanismen.

451

Die **Rechtsnatur des Optionsvertrages** ist umstritten.⁴²² Nach der Doppelvertragstheorie sind der Optionsvertrag und die Ausübung oder der Verfall des Optionsrechts bzw. dessen Veräußerung zwei rechtlich voneinander unabhängige Rechtsgeschäfte.⁴²³ Sowohl der BGH als auch die wohl herrschende Literatur folgen dagegen der Einheitstheorie.⁴²⁴ Hiernach soll nur ein einheitliches Rechtsgeschäft vorliegen. Entscheidend für die Einheitstheorie spricht, dass es der Wille der Vertragsparteien ist, eine einheitliche Gesamtabrede zu treffen.

452

420 Binder, in Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 37. Kapitel Rn. 15, 24; Hull, Optionen, Futures und andere Derivate, 8. Aufl. 2012, S. 31 ff.

421 Jahn/Reiner, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechtshandbuch, Band II, 5. Aufl. 2017, § 114, 24; Schüwer in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 1 Rn. 8; Rudolph/Schäfer, Derivative Finanzmarktinstrumente, 2. Aufl. 2010, S. 21 (zu den Kategorien generell) und S. 239 ff. (zum Pricing).

422 Jaskulla, Die Einführung derivativer Finanzinstrumente an den deutschen Wertpapierbörsen als Regelungsproblem, Diss. Frankfurt am Main 1995, S. 150 ff.; Armbruster, in: Erman, Bürgerliches Gesetzbuch, 15. Aufl. 2017, Vor. § 145 Rn 52.

423 BFH, Urt. v. 28. 11. 1984 I R 290/81, WM 1985, 621, 621 f.; OLG Köln, Urt. v. 15. 06. 1983 – 2 U 72/82, WM 1983, 1072, 1073; Hartung, Das Wertpapieroptionsgeschäft in der Bundesrepublik Deutschland, 1. Aufl. 1989, S. 178 ff.; Kümpel, WM 1985, 73, 73 f.

424 BGH, Urt. v. 22. 10. 1984 – II ZR 262/83, BGHZ 92, 317, 321 f. = WM 1984, 1598, 1599 und BGH, Urt. v. 16. 11. 1987 – II ZR 24/87, BGHZ 102, 204, 207 = WM 1988, 144, 146 f.; Bork, in: Staudinger, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Buch 1. Allgemeiner Teil (2020), Vor. § 145–156, Rn. 69 f.; Kraft, in Kümpel/Mühlbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019 Rn. 19.96.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Dies gilt insbesondere für die Situation des Stillhalters, der sich mit Abschluss des Optionsvertrages dazu verpflichtet, dem Ausübungsverlangen des Optionserwerbers nachzukommen. Der Optionsvertrag ist folglich ein einheitlicher atypischer gegenseitiger Vertrag gemäß §§ 311, 320 ff. BGB, dessen Abwicklung in zwei Schritten erfolgt.⁴²⁵ Zunächst wird ein Optionsrecht begründet. Im zweiten Schritt hat der Optionserwerber dann die Möglichkeit, den Basiswert zu erwerben. Dabei steht der Erwerb unter der aufschiebenden Bedingung der Ausübung des Optionsrechts.

- 453 Bei Optionsgeschäften wird zwischen so genannten **Kaufoptionen (Call Options)** und **Verkaufsoptionen (Put Options)** differenziert. Bei einer Kaufoption hat der Optionskäufer das Recht, eine bestimmte Anzahl eines Basiswerts zu einem vorher festgelegten Kurs (**Basispreis, „Strike“**) zu kaufen.⁴²⁶ So lässt sich z. B. das Risiko einer Preissteigerung von Strom für einen zukünftig höheren Energiebedarf absichern. Andererseits kann der Käufer auch auf steigende Kurse spekulieren, um das Optionsrecht mit Gewinn zu veräußern. Die Verkaufsoption beinhaltet das Recht, einen Basiswert zu dem vorher vereinbarten Basispreis an den Verkäufer der Verkaufsoption zu veräußern.
- 454 Die **Rechtsnatur des Optionsrechtes** ist umstritten. Zum Teil wird das Optionsrecht als Kaufvertrag qualifiziert, der unter der aufschiebenden Bedingung der Ausübung des Optionsrechts steht.⁴²⁷ Nach anderer Ansicht handelt es sich um einen Offertenvertrag.⁴²⁸ Die herrschende Meinung behandelt das Optionsrecht wie ein eigenständiges Gestaltungsrecht, bei dem der Optionskäufer die Möglichkeit hat, ein zuvor bestimmtes Recht in Kraft zu setzen.⁴²⁹ Die zu zahlende Optionsprämie stellt auf Käuferseite den maximalen Verlust und auf Verkäuferseite den höchsten Gewinn dar.⁴³⁰

425 Busche, in: MünchKomm-BGB, Band 1, 8. Aufl. 2018, Vor. § 145 Rn. 74 f.

426 Schüwer, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 1 Rn. 8; Rudolph/Schäfer, Derivative Finanzmarktinstrumente, 2. Aufl. 2010, S. 21.

427 OLG Bamberg, Urt. v. 17.04.1989 – 4 U 146/88, NJW-RR 1989, 1449, 1449 ff.; Ellenger, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Einf. v. § 145 Rn. 23; Bork, in: Staudinger, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Buch 1. Allgemeiner Teil (2020), Vor. § 145–156 Rn. 71.

428 Bork, in: Staudinger, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Buch 1. Allgemeiner Teil (2020), Vor. § 145–156 Rn. 69 f.

429 BGH, Urt. v. 05.11.2014 – XII ZR 15/12, BGHZ 203, 148, 149 ff.; BGH, Urt. v. 22.10.1984 – II ZR 262/83, BGHZ 92, 317, 321 f. = WM 1984, 1598, 1598; BGH, Urt. v. 19.12.1989 – XI ZR 121/88, WM 1990, 94, 95; Busche, in: MünchKomm-BGB, Band 1, 8. Aufl. 2018, Vor. § 145 Rn. 70 f.; Bork, in: Staudinger, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Buch 1. Allgemeiner Teil (2020), Vor. § 145–156 Rn. 73; Köhler/Büscher, in: Schwintowski, Bankrecht, 5. Aufl. 2019, Kap. 22, 105.

430 Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 54 f.

cc) *Swaps*

Ein Swap ist ein als Festgeschäft ausgestaltetes Termingeschäft, das auf den 455 **Austausch von Risiken** gerichtet ist.⁴³¹ Swaps wurden ursprünglich zur Absicherung von Währungs- und Zinsänderungsrisiken entwickelt.⁴³² Im Warenengeschäft sind Swaps ebenfalls möglich, wenn auch nicht so gebräuchlich wie Forwards und Optionen. Üblicherweise werden von zwei Parteien feste gegen variable Zahlungen getauscht („Fix-for-Floating-Swaps“). Dabei werden zwischen den Vertragspartnern regelmäßig nur Geldzahlungen ausgetauscht, ohne dass bestehende Verträge berührt werden.⁴³³

Beispiele aus dem Energiemarkt sind, neben den Fix-for-Floating-Swaps auch 456 **Indexswaps**, die sich nach dem Preis bzw. dem Wert einer Ware oder einem Warenindex richten können („**Commodity Swaps**“). Hierbei wird nicht mit den Waren selbst gehandelt, sondern lediglich mit der Risikoposition in diesen Waren. Hat sich beispielsweise ein Unternehmen verpflichtet, für eine physische Stromlieferung eines Dritten den entsprechenden an einer Börse notierten Spotpreis zu bezahlen und möchte dieses Unternehmen das Risiko absichern, kann es mit einem Stromhändler einen Fix-for-Floating-Indexswap abschließen. Nach den Bedingungen dieses „Austauschvertrages“ zahlt das Unternehmen dem Stromhändler einen vorher vereinbarten Festpreis pro Megawattstunde, während der Stromhändler an das Unternehmen den an den Phelix⁴³⁴ geknüpften Betrag pro Megawattstunde bezahlt, den das Unternehmen auch an seinen Stromlieferanten bezahlen muss.⁴³⁵ Eine Verteilung des Preisrisikos auf dem Energiemarkt ist durch besagten Handel mit Risikopositionen in Form flexibler Kombinationen von diversen Swaps möglich.⁴³⁶

431 Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, Diss. München 2001, S. 19.

432 Allgemein zu den Währungs- und Zinsswaps vgl. Rudolph/Schäfer, Derivative Finanzmarktinstrumente, 2. Aufl. 2010, S. 166 bzw. S. 130 ff.

433 Vgl. hierzu Schüwer, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 1 Rn. 7; Zenke/Dessau, in: Theobald/Kühling, Energierecht, 107. Ergänzungslieferung Juli 2020, Energiehandel 140 Rn. 22 ff.; Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 57.

434 Der Physical Electricity Index (Phelix) bezeichnet den täglich veröffentlichten Preisindex für Grundlast (Phelix Base) und Spitzenlast (Phelix Peak) am Strom-Spotmarkt (Marktgebiet Deutschland und Österreich). Der Phelix wird von der EPEX SPOT ermittelt und ist beispielsweise der Basiswert für den Phelix-Future der EEX. Siehe hierzu (und zu weiteren detaillierten Indexbeschreibungen) <https://www.eex.com/de/märkte/handel/indizes> (10.01.2021).

435 Eine Beschreibung von Beispielen findet sich bei Zenke/Dessau, in: Theobald/Kühling, Energierecht, 107. Ergänzungslieferung Juli 2020, Energiehandel 140 Rn. 23 ff.

436 Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 58.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Die Rechtsnatur von Indexswaps ist wie die von Zinsswaps zu behandeln.⁴³⁷ Es handelt sich somit ebenfalls um einen atypischen Vertrag mit Dauerschuldcharakter nach § 311 I BGB.

c) Strukturierte Lieferverträge und „Exotische“ Derivate

- 457 Speziell im Bereich der finanziell abgewickelten Derivate sind der Phantasie der Verwender keine Grenzen gesetzt. Derivateverträge ermöglichen, unbedingte oder bedingte Zahlungspflichten an das Resultat von Berechnungen auf Grundlage einer vereinbarten mathematischen Formel zu knüpfen, die beispielsweise auf Preisindizes Bezug nehmen kann.
- 458 Nur drei Beispiele: (1) Ein Kraftwerksbetreiber kauft Gas zu variablen Preisen ein und verkauft den produzierten Strom ebenfalls zu variablen Preisen am Markt. Um sich gegen relative Schwankungen zwischen Gas- und Strompreisen abzusichern, die den Verkauf von Strom unattraktiv machen oder sogar zu Verlusten führen können, kann z. B. ein so genannter Spark Spread Swap abgeschlossen werden, mit dem die Preisdifferenz fixiert werden kann.⁴³⁸ (2) Ein Gashändler verkauft über einen Zeitraum von einem Jahr an Hub 1 eine bestimmte Gasmenge zum variablen Preis 1 (geknüpft an einen Hub 1 Marktpreisindex). Die entsprechende Menge kauft er zuvor von Hub 2 zu einem variablen Preis 2 (geknüpft an einen Hub 2 Marktpreisindex) ein. Sofern der variable Preis an Hub 2 über dem variablen Preis an Hub 1 liegt, macht der Gashändler Verlust. Hiergegen kann er sich mit einem Basisswap absichern, bei dem in seiner einfachsten Form der variable Preis 1 gegen den variablen Preis 2 getauscht wird.⁴³⁹ (3) Ein Aluminiumhersteller benötigt große Mengen Strom für seine Produktion und möchte daher einen Stromliefervertrag abschließen, in dem das Niveau des geschuldeten jeweiligen Strompreises an den jeweiligen Marktpreis für Aluminium gekoppelt wird.

437 Bei Zinsswaps vereinbaren die Parteien den Austausch von Zahlungen rechnerischer Zinsen auf einen vereinbarten Nominalbetrag. So kann ein Unternehmen das Risiko hoher Zinsen ausschließen, indem es den variablen Zinssatz gegen einen festen Zinssatz tauscht (*Schüwer*, in: *Zerey, Finanzderivate*, 4. Aufl. 2016, § 2 Rn. 1; *Maulshagen/Maulshagen*, BB 2000, 243, 244). Der Zinsswap begründet lediglich Zahlungsverpflichtung. Mangels eines Tausch- oder Kaufgegenstandes kann der Zinsswap folglich nicht als Tausch- oder Kaufvertrag eingeordnet werden. Da mit dem Zinsswap ebenso wenig die Übernahme von Zinsschulden gegenüber einem Dritten übernommen wird, handelt es sich auch nicht um eine Erfüllungs- oder Schuldübernahme. Die Qualifikation als Darlehensvertrag scheidet aufgrund der mangelnden entgeltlichen Überlassung von Kapital genauso aus. Insofern bleibt nur, den Zinsswap als Vertrag sui generis nach § 311 I BGB zu qualifizieren (*Köhler/Büscher*, in: *Schwinowski, Bankrecht*, 5. Aufl. 2018, Kap. 22, Rn. 99 ff.; *Kraft*, in: *Kümper/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht*, 5. Aufl. 2019 Rn. 19.115; *Maulshagen/Maulshagen*, BB 2000, 243, 244).

438 Vgl. Beispielfall bei *Bergschneider/Karasz/Schumacher*, Risikomanagement im Energiehandel, 2. Aufl. 2001, S. 151.

439 Einen komplexeren Beispielfall beschreiben *Bergschneider/Karasz/Schumacher*, Risikomanagement im Energiehandel, 2. Aufl. 2001, S. 151 f.

Auch wenn hier nicht auf die große Vielzahl der „**exotischen“ Derivate** bzw. **strukturierten Lieferverträge** eingegangen werden kann⁴⁴⁰, machen die Beispiele deutlich, dass die Hauptprobleme in diesen Fällen meist weniger im Bereich der rechtlichen Machbarkeit liegen. Speziell auf Grundlage des ISDA-Rahmenvertrages und des DRV lassen sich – mit gewissen Anpassungen – grundsätzlich auch komplexe, finanziell abgewickelte Derivategeschäfte dokumentieren. Die Herausforderung in diesen Fällen ist oft zunächst, einen angemessenen Preis zu berechnen oder einen entsprechenden Vertragspartner zu finden. 459

2. Rechtliche Wirksamkeit von Derivategeschäften

a) Unvollkommene Verbindlichkeiten/Spiel und Wette (§ 762 BGB)

aa) Tatbestand

Derivategeschäfte, mit denen spekulative Gewinne erzielt werden können, sind immer daraufhin zu prüfen, ob sie **Spiel oder Wette** im Sinne § 762 I 1 BGB darstellen. Aufgrund des aleatorischen Charakters und der darin liegenden Gefährlichkeit von Spiel und Wette erklärt § 762 I 1 BGB Wett- und Spielverträge für unverbindlich.⁴⁴¹ Bei einem Spiel verfolgen die Parteien ein Wagnis, dessen Zweck die Unterhaltung oder die Gewinnerzielung ist.⁴⁴² Die Wette unterscheidet sich vom Spiel allein durch den Vertragszweck. Während bei der Wette ein Meinungsstreit oder eine Behauptung bekräftigt wird, steht bei dem Spiel der Gewinn im Vordergrund.⁴⁴³ Da der Handel mit Energiederivaten ebenfalls der Gewinnerzielung dienen kann, kommt eine Subsumtion unter den Begriff des Glücksspiels prinzipiell dort infrage, wo der Gewinn oder Verlust im Wesentlichen vom Zufall abhängt.⁴⁴⁴ 460

bb) Wirtschaftlich berechtigte Geschäfte

Für den Derivatehandel – gerade auch zwischen Großunternehmen im Energiebereich – bedeutet die Möglichkeit eines unverbindlichen Vertrages erhebliche 461

440 Zu den Grundlagen, Erscheinungsformen und „exotischen“ Variationen von Preisrискоманagemen-Instrumenten im Energiebereich vgl. *Bergschneider/Karasz/Schumacher*, Risikomanagement im Energiehandel, 2. Aufl. 2001, S. 89 ff.; im Hinblick auf weitere Möglichkeiten der exotischen Optionen und strukturierten Derivate: *Kraft*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, Rn. 19.184 ff.

441 § 762 I BGB lautet: „Durch Spiel oder durch Wette wird eine Verbindlichkeit nicht begründet. Das aufgrund des Spieles oder der Wette Geleistete kann nicht deshalb zurückgefordert werden, weil eine Verbindlichkeit nicht bestanden hat.“

442 BGH, Urt. v. 18.01.1988 – II ZR 72/87, BGHZ 103, 84, 90; *Habersack*, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, Band 6, § 762 Rn. 5; *Sprau*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 762 Rn. 2.

443 *Sprau*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 762 Rn. 3; *Köhler/Büscher*, in: Schwintowski, Bankrecht, 5. Aufl. 2018, Kap. 22, Rn. 83; *Jung*, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), 2. Aufl. 2016, § 37e Rn. 4.

444 RG, Urt. v. 26.02.1935 – II 241/34, RGZ 147, 112, 115; BGH, Urt. v. 18.01.1988 – II ZR 72/87, WM 1988, 323, 325; *Kümpel*, WM 1997, 49, 54 m. w. N.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Unsicherheit. Dem wirkt die Rechtsprechung sowie die herrschende Literatur entgegen, indem sie „**wirtschaftlich berechtige Geschäfte**“ aus dem Anwendungsbereich des § 762 BGB ausnimmt.⁴⁴⁵ Dazu zählen insbesondere Sicherungsgeschäfte, mit denen ausschließlich Verlusten aus nicht vorhersehbaren Schwankungen der Marktlage für zumindest eine Vertragspartei vorgebeugt werden soll.⁴⁴⁶ Dieses Ziel verfolgen die Vertragsparteien in der Regel bei Abschluss eines Warentermingeschäftes, um den Kaufpreis benötigter Energieressourcen abzusichern. Etwas Anderes gilt, wenn die Vereinbarungen rein spekulativen Charakter haben.⁴⁴⁷ Dies wurde von der Rechtsprechung für Termingeschäfte angenommen, wenn die Transaktion keine Verbindung zum Geschäftsbetrieb der Vertragspartner hatte.⁴⁴⁸ Das Kriterium der wirtschaftlichen Berechtigung bedarf in jedem Fall einer individuellen und damit aufwendigen Prüfung, um den Geschäften mit Derivaten die Rechtsunsicherheit zu nehmen. Andere Stimmen erwähnen die Gefahr, aufgrund von solchen, lediglich wirtschaftlichen, Erwägungen die Privatautonomie zu beschränken und dem Gesetzeswortlaut durch konturenlose Wertungen die Bestimmtheit zu entziehen.⁴⁴⁹ Jedoch gilt gerade der gesetzte Zweck der Überprüfung anhand der wirtschaftlichen Berechtigung der rechtssicheren Normenanwendung und Ausweitung der Privatautonomie.⁴⁵⁰

cc) Privilegierung von Finanztermingeschäften nach WpHG

- 462 Die von § 762 BGB ausgehende Unsicherheit hinsichtlich der Verbindlichkeit des Geschäfts hat der Gesetzgeber erkannt und mit § 99 WpHG (ursprünglich § 37e WpHG) eine Lösung angeboten.⁴⁵¹ Voraussetzung hierfür ist, dass der Handel mit Energiederivaten ein **Finanztermingeschäft**, also gem. § 99 S. 2

445 RG, Urt. v. 28.03.1923 – I 420/17, RGZ 107, 22, 24; RG, Urt. v. 15.06.1927 – I 336/26, RGZ 117, 267, 269; BGH, Urt. v. 11.10.1988 – XI ZR 67/88, BGHZ 105, 263, 267; Engel, in: Staudinger, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Buch 2. Recht der Schuldverhältnisse §§ 741–764 (2015), Vor. § 762 Rn. 7; Kämpel, WM 1997, 49, 54.

446 BGH, Urt. v. 11.10.1988 – XI ZR 67/88, BGHZ 105, 263 = NJW 1989, 300, 301; RG, Urt. v. 28.03.1923 – I 420/17 – RGZ 107, 22, 24.

447 RG, Urt. v. 26.02.1935 – II 241/34, RGZ 147, 112, 114.

448 RG, Urt. v. 08.12.1934 – I 143/34, RGZ 146, 190, 193; BGH, Urt. v. 11.10.1988 – XI ZR 67/88, BGH, NJW 1989, 300, 301.

449 So argumentiert etwa *Servatius*, WM 2004, 1804, 1807; auch: *Reiner/Schacht*, WM 2010, 337, 339.

450 Köhler/Büscher, in: Schwintowski, Bankrecht, 5. Aufl. 2018, Kap. 22, Rn. 85 m. w. N.

451 § 99 WpHG lautet: „Gegen Ansprüche aus Finanztermingeschäften, bei denen mindestens ein Vertragsteil ein Unternehmen ist, das gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Finanztermingeschäfte abschließt oder deren Abschluss vermittelt oder die Anschaffung, Veräußerung oder Vermittlung von Finanztermingeschäften betreibt, kann der Einwand des § 762 des Bürgerlichen Gesetzbuchs nicht erhoben werden. Finanztermingeschäfte im Sinne des Satzes 1 und der §§ 100 und 101 sind die derivativen Geschäfte im Sinne des § 2 Absatz 3 und Optionsscheine.“ Vgl. hierzu *Schäfer*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Aufl. 2020, § 20 Rn. 23 und 27.

WpHG ein **Derivat i.S.v. § 2 III WpHG** darstellt und ein Vertragspartner gewerbsmäßig solche Geschäfte abschließt. Der Anwendungsbereich dieser Privilegierung wurde bereits mit der Ausweitung des Derivatebegriffes durch das Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz (FRUG) vom 16.07.2007 (BGBL.I 2007, S.1330) erheblich ausgedehnt und deckt insbesondere Termingeschäfte mit Waren ab.

Gem. § 2 III WpHG sind nun u.a. folgende Geschäfte als **derivative Geschäfte** zu qualifizieren (Auszug):

„1. als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Preis oder Maß eines Basiswertes ableitet (Termingeschäfte) mit Bezug auf die folgenden Basiswerte: [...] f) Berechtigungen nach § 3 Nummer 3 des Treibhausgas-Emissionshandelsgesetzes, Emissionsreduktionseinheiten nach § 2 Nummer 20 des Projekt-Mechanismen-Gesetzes und zertifizierte Emissionsreduktionen nach § 2 Nummer 21 des Projekt-Mechanismen-Gesetzes, soweit diese jeweils im Emissionshandelsregister gehalten werden dürfen (Emissionszertifikate); [...];“

2. Termingeschäfte mit Bezug auf Waren, Frachtsätze, Klima- oder andere physikalische Variablen, Inflationsraten oder andere volkswirtschaftliche Variablen oder sonstige Vermögenswerte, Indices oder Messwerte als Basiswerte, sofern sie a) durch Barausgleich zu erfüllen sind oder einer Vertragspartei das Recht geben, einen Barausgleich zu verlangen, ohne dass dieses Recht durch Ausfall oder ein anderes Beendigungsergebnis begründet ist, b) auf einem organisierten Markt oder in einem multilateralen oder organisierten Handelssystem geschlossen werden und nicht über ein organisiertes Handelssystem gehandelte Energierohstoffprodukte im Sinne von Absatz 20⁴⁵² sind, die effektiv geliefert werden müssen, oder c) [...];“.

Die Gewerbsmäßigkeit wird vorherrschend mit der selbständigen Finanzgeschäftstätigkeit beschrieben, die nach außen erkennbar und auf Dauer angelegt ist, sowie gegen Entgelt und nicht freiberuflich erfolgt.⁴⁵³

Während es beim **physischen Handel** zur tatsächlichen Übergabe der Ware kommt (sofern kein Gegengeschäft abgeschlossen wird), verfolgen die Vertragsparteien mit der **finanziellen Abwicklung** von Verträgen das Ziel einer von Preisschwankungen abhängigen Auszahlung. Alle Arten von Geschäften mit genereller oder optionaler finanzieller Abwicklung sind daher bei Vorliegen der

463

452 Diese Definition in § 2 XX WpHG lautet wie folgt: „Energierohstoffprodukt im Sinne dieses Gesetzes ist ein Energierohstoffprodukt im Sinne des Artikels 2 Absatz 4 der Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober 2011 über die Integrität und Transparenz des Energierohstoffmarkts (ABl. L 326 vom 08.12.2011, S. 1), sowie der Artikel 5 und 6 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565.“

453 Jung, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), 2. Aufl. 2016, § 37e Rn. 9f.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

sonstigen Voraussetzungen des § 99 WpHG vom Spiel- und Wetteinwand ausgenommen.

- 464 Gewöhnliche oder strukturierte Strom- oder Gashandelsgeschäfte, die in jedem Fall eine physische Erfüllung vorsehen, profitieren daher nicht von § 99 WpHG. Für diese Art von Geschäften dürfte jedoch auch der Spiel- und Wetteinwand nach § 762 BGB kein Problem sein, da sie in aller Regel wirtschaftlich berechtigte Geschäfte sind und keinen spekulativen Charakter haben.

b) *Derivatehandel trotz fehlender Erlaubnis nach KWG*

- 465 Für den Handel mit Derivaten bedürfen Unternehmen unter Umständen einer Erlaubnis nach § 32 KWG, soweit sie gewerbsmäßig Bankgeschäfte betreiben oder Finanzdienstleistungen erbringen wollen.⁴⁵⁴ Werden Geschäfte ohne die erforderliche Erlaubnis nach § 32 KWG abgeschlossen, kann die Bundesanstalt gegen diese Unternehmen nach § 37 KWG vorgehen.⁴⁵⁵ Sie kann eine sofortige Einstellung des Geschäftsbetriebs und die unverzügliche Abwicklung der betroffenen Geschäfte verlangen. **Zivilrechtlich** bleiben die Geschäfte bis dahin grundsätzlich **weiterhin wirksam**.⁴⁵⁶

c) *Verstoß gegen das Indexierungsverbot*

- 466 Langfristige Verträge, die unter anderem zwischen Energie- und Industrieunternehmen abgeschlossen werden, enthalten manchmal **Preisanpassungsklauseln**. Dabei wird der Preis in der Regel an einen Index angeknüpft, der die

454 § 32 I 1 KWG lautet: „Wer im Inland gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Bankgeschäfte betreiben oder Finanzdienstleistungen erbringen will, bedarf der schriftlichen Erlaubnis der Aufsichtsbehörde [...].“

455 § 37 I 1 KWG lautet: „Die Bundesanstalt kann die sofortige Einstellung des Geschäftsbetriebs und die unverzügliche Abwicklung dieser Geschäfte gegenüber dem Unternehmen und den Mitgliedern seiner Organe anordnen, wenn 1. ohne die nach § 32 erforderliche Erlaubnis Bankgeschäfte betrieben oder Finanzdienstleistungen erbracht werden, 2. ohne die nach Artikel 14 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 erforderliche Zulassung als zentrale Gegenpartei Clearingdienstleistungen erbracht werden, 3. ohne die nach Artikel 16 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 erforderliche Zulassung die Tätigkeit als Zentralverwahrer ausgeübt wird, 4. ohne die nach Artikel 25 Absatz 2 der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 erforderliche Anerkennung die in Abschnitt A des Anhangs zur Verordnung (EU) Nr. 909/2014 genannten Kerndienstleistungen erbracht werden oder 5. nach § 3 verbotene Geschäfte betrieben werden.“

456 Fischer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, Kreditwesengesetz, 5. Aufl. 2016, § 32 Rn. 30 ff., der unerlaubte Geschäfte für grundsätzlich wirksam hält, da sich das Verbot nur gegen das Institut richtete. Ausführlich hierzu Schwennicke, in: Schwennicke/Auerbach, KWG, 4. Aufl. 2021, § 32 Rn. 91 ff. (m. w. N.), der im Hinblick die zivilrechtlichen Folgen (§ 134 BGB) danach differenziert, ob sich die Strafbarkeit verbotswidriger Geschäfte nur gegen das ohne Erlaubnis handelnde Unternehmen (Geschäft wirksam) oder gegen den Inhalt des verbotswidrigen Geschäfts richtet (Geschäft unwirksam). Eine Nichtigkeit nach § 134 BGB sei zudem dann in Betracht ziehen, wenn ein Festhalten am Vertrag gerade die Schädigung oder Gefährdung der anderen Vertragspartei aufrechterhalten würden.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Preisentwicklung am Markt am besten berücksichtigt.⁴⁵⁷ Bei der Auswahl eines Indexes sind die Vertragsparteien an die Vorgaben des **Preisklauselgesetzes** (PrKG) gebunden.⁴⁵⁸ Nach § 1 I PrKG⁴⁵⁹ wird die Zulässigkeit einer Preisklausel nach zwei wesentlichen Elementen bestimmt: der Vergleichbarkeit der Produkte sowie der unmittelbaren und selbsttätigen Anpassung. Die Vergleichbarkeit besteht, solange nicht an einen schuld fremden güter- oder leistungsbezogenen Index angeknüpft wird.⁴⁶⁰ An der Vergleichbarkeit fehlt es daher z. B. bei der Anknüpfung des Strompreises an den Aluminiumpreisindex. Das Kriterium der Unmittelbarkeit und Selbständigkeit der Anpassung verlangt einen vertraglich vorgesehenen Automatismus in der Preis anpassung.⁴⁶¹ Daneben ist eine solche Klausel auch kumulativ nach dem korrelierenden Rechtsgebiet der §§ 305 ff. BGB zu überprüfen. Sie ist stets an Angemessenheit und Transparenz, § 307 I BGB, zu messen. Dies gilt nach § 310 I BGB auch dann, wenn ein Unternehmer Vertragspartner wird, sofern die Anpassungsklausel von beiden Parteien bei voller Kenntnis der Umstände und Folgen vertraglich eingebunden wurde.⁴⁶²

Das **Indexierungsverbot muss jedoch nicht beachtet werden**, wenn die Legal ausnahme des § 5 PrKG eingreift.⁴⁶³ Hierunter fallen neben dem gesamten Geld- und Kapitalverkehr alle in § 1 XI 1 und 2 KWG genannten Finanzinstrumente und Derivate und damit u. a. auch typische Emissionshandelsgeschäfte und Warentermingeschäfte.⁴⁶⁴ Auf tatsächliche physische Lieferung gerichtete Warentermingeschäfte, die nicht unter die Ausnahme für Finanzinstrumente (einschließlich der Unterkategorie „Derivate“) fallen, sind hiervon ausgenommen und müssen § 1 I PrKG somit grundsätzlich beachten.

467

Weitere Legal ausnahmen sind in den §§ 3 bis 7 PrKG geregelt. Im Hinblick auf die grenzüberschreitende Natur des Energiegroßhandels ist zudem die in § 6

468

457 Martens, JUS 2014, 105, 107.

458 Vgl. insgesamt zum Thema Preis anpassungsklauseln Hilber, BB 2011, 2691, 2691 ff.; sowie zum PrKG Grüneberg, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Anhang zu § 245 (PrKG).

459 § 1 I PrKG lautet: „Der Betrag von Geldschulden darf nicht unmittelbar und selbsttätig durch den Preis oder Wert von anderen Gütern oder Leistungen bestimmt werden, die mit den vereinbarten Gütern oder Leistungen nicht vergleichbar sind.“

460 Vogler, NJW 1999, 1236, 1237 mit Vergleich zu § 3 WährG.

461 Schmidt-Räntschat, NJW 1998, 3166, 3167.

462 Hilber, BB 2011, 2691 2691. Zu weiteren Voraussetzungen für solche Klauseln am Beispiel der Kopplung von Gas- und Heizölpreis: BGH, Urt. v. 24. 03. 2010 – VIII ZR 178/08, BGHZ 185, 96 Rn. 26 f.; BGH, Urt. v. 09. 05. 2012 – XII ZR 79/10, NJW 2012, 2187, 2189.

463 § 5 PrKG lautet: „Zulässig sind Preisklauseln im Geld- und Kapitalverkehr, einschließlich der Finanzinstrumente im Sinne des § 1 XI KWG sowie die hierauf bezogenen Pensions- und Darlehensgeschäfte.“

464 Vgl. hierzu allgemein Leidner, in: BeckOGK, Stand: 01. 11. 2020, § 5 Preisklauselgesetz Rn. 1 ff. und (zu Finanzinstrumenten generell) Rn. 11 f.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

PrKG⁴⁶⁵ geregelte Ausnahme vom Indexierungsverbot für Verträge mit Gebietsfremden von Bedeutung, das dazu dient, Wettbewerbsnachteile für die deutsche Exportwirtschaft zu vermeiden.⁴⁶⁶

- 469 Nach § 8 PrKG⁴⁶⁷ behält eine gegen die Vorschriften des PrKG verstößende Preisklausel bis zur rechtskräftigen gerichtlichen Feststellung des Verstoßes ihre Wirkung.⁴⁶⁸ Unwirksamkeit tritt also erst ab diesem Zeitpunkt und nur mit Wirkung für die Zukunft ein. Das Indexierungsverbot steht somit in zeitlicher Hinsicht zur Disposition der Parteien bzw. einer Partei.
- 470 Als Alternative zur insbesondere aus diesem Grunde mit Rechtsunsicherheit verbundenen Inanspruchnahme einer der im PrKG geregelten Legalaußnahmen ist eine automatische Indexierungsklausel durch eine Ermessensentscheidung der Parteien zu ersetzen.⁴⁶⁹ So kann dem Käufer eine Anpassungsoption zu einem vereinbarten Zeitpunkt bei Senkung und dem Verkäufer bei einer Steigerung des Warenmarktpreises eingeräumt werden.

VI. Handelssicherheiten

1. Grundlage für Sicherungspflicht

- 471 Die **Stellung von Sicherheiten** nimmt im nationalen wie internationalen Handelsgeschäft eine wichtige Rolle ein und war bereits seit der Enron-Krise verstärkt in den Fokus gerückt.⁴⁷⁰ Handelssicherheiten werden in der Praxis meist parallel zu den Verhandlungen von Rahmenverträgen besprochen. Sofern die Parteien nach ihrer Risikoeinschätzung zum Ergebnis kommen, dass eine Sicherheit gefordert werden soll, wird dies meist rein faktisch zur Bedingung des Vertragsschlusses gemacht, ohne dass hier eine gesonderte Vereinbarung getroffen wird, auf deren Grundlage eine Besicherung gefordert werden könnte.
- 472 Unabhängig hiervon besteht ein solches Besicherungsrecht aber dann, wenn auf Grundlage eines EFET-Rahmenvertrages Strom oder Gas gehandelt wird und ursprünglich keine Sicherheit gefordert wurde. Nach § 17.1 EFET kann eine

465 § 6 PrKG lautet: „Zulässig sind Preisklauseln in Verträgen von gebietsansässigen Unternehmern (§ 14 des Bürgerlichen Gesetzbuches) mit Gebietsfremden.“ Dies entspricht materiell § 2 I 4 PaPkG.

466 Vgl. hierzu ausführlich *Leidner*, in: BeckOGK, Stand: 01. 11. 2020, § 6 Preisklauselgesetz Rn. 1 ff.

467 § 8 PrKG lautet: „Die Unwirksamkeit der Preisklausel tritt zum Zeitpunkt des rechtskräftig festgestellten Verstoßes gegen dieses Gesetz ein, soweit nicht eine frühere Unwirksamkeit vereinbart ist. Die Rechtswirkungen der Preisklausel bleiben bis zum Zeitpunkt der Unwirksamkeit unberührt.“

468 Zu den streitigen Auffassungen zu § 8 PrKG im Gesetzgebungsverfahren: *Reul*, Mitt-BayNot 2007, 445, 450.

469 BGH, Urt. v. 09. 05. 2012 – XII ZR 79/10, NJW 2012, 2187, 2187 f.; *Grüneberg*, in: *Palandt*, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Anh. zu § 245 (PrKLG), § 1 Rn. 3; *Schmidt-Räntsche*, NJW 1998, 3166, 3167.

470 *Mayfeld*, in: *Horstmann/Cieslarczyk*, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 8 Rn. 59; *Fried*, Energiehandel zeigt sich nach der Enron-Pleite risikobewusster, Handelsblatt vom 07. 03. 2003, S. B 6.

neue Sicherheit oder die Erhöhung einer Sicherheit verlangt werden, wenn eine Partei nach Treu und Glauben der Überzeugung ist, dass ein relevantes Ereignis (Material Adverse Change) vorliegt. Hierbei ist besonders zu beachten, dass die Auflistung von Ereignissen, die einen Material Adverse Change darstellen, auch die so genannte „Impaired Ability to Perform“ erfasst. Diese lässt schon die Vermutung einer wesentlichen Beeinträchtigung der Leistungsfähigkeit des Vertragspartners genügen.⁴⁷¹

Zu Credit Support Annexen, die eine weitere Grundlage für die Bestellung und 473 regelmäßige Anpassung von Sicherheiten sein können, wurde in Rn. 361 bereits Stellung genommen.

2. Arten von Handelssicherheiten

a) Übersicht: Internationale Gepflogenheiten

Eine generelle Aussage, welche Sicherheiten in welchen Ländern bevorzugt 474 werden, lässt sich nur schwer treffen. Es kann jedoch festgestellt werden, sofern man von Credit Support Annexen einmal absieht, dass in aller Regel **Personal-sicherheiten** (z. B. Bürgschaften, Garantien oder Patronatserklärungen) bevorzugt werden.⁴⁷² Je nach Bonität der Muttergesellschaft des Vertragspartners werden diese Sicherheiten durch die Muttergesellschaft selbst als „Parent Company Guarantee“ („PCG“), durch ein Kreditinstitut als „Bank Guarantee“ oder als „Letter of Credit“ („LoC“) gegeben. Andere denkbare Sicherheiten wie etwa Sicherungsübereignungen, die Verpfändung von Kontoguthaben oder Wertpapieren oder gar Grundpfandrechte sind bei Handelsgeschäften nicht üblich.

b) Personalsicherheiten als Handelssicherheiten

aa) Bürgschaften

Bürgschaften sind im Energiehandelsbereich innerhalb Deutschlands eine verbreitete Sicherheit. Wegen ihrer Besonderheiten, insbesondere des Grundsatzes der Akzessorietät, ist jedoch bei der Formulierung aus Sicht des Sicherungsnehmers besondere Vorsicht geboten. Aus diesem Grund werden im internationalen Handelsgeschäft auch Garantien bevorzugt.⁴⁷³ Der rechtliche Charakter kann wie folgt zusammengefasst werden:

Mit der Übernahme einer Bürgschaft verpflichtet sich der Bürge einseitig gegenüber dem Gläubiger eines Dritten (Hauptschuldner), persönlich mit seinem gesamten Vermögen für die Erfüllung einer Verbindlichkeit des Dritten einzustehen, § 765 I BGB. Die Bürgschaft begründet sodann ein eigenes Schuldver-

471 § 17.2 (h) EFET – „If in the reasonable and good faith opinion of the Requesting Party, the ability of the Relevant Entity to perform ist obligations under the Agreement [...] is materially impaired.“; vgl. zu weiteren Einzelheiten zu § 17 EFET insgesamt unter Rn. 354 f.

472 Vgl. zu Personalsicherheiten auch Pilgram/Dessau, in: Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa: Öl, Gas, Strom, Derivate, Zertifikate, 4. Aufl. 2017, § 18 Rn. 24 ff.

473 Hoffmann, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 29. Kapitel, D. Garantie Rn. 1.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

hältnis, durch welches der Bürge gegenüber dem Gläubiger eine eigene Verpflichtung eingeht und stellt daher eine Sicherung der Forderung des Gläubigers bei **Zahlungsunfähigkeit** oder **Zahlungsunwilligkeit** des Hauptschuldners dar. Aus dem Sicherungscharakter der Bürgschaft folgt jedoch, dass der Hauptschuldner und der Bürge keine Gesamtschuldner sind und die Bürgschaftsschuld (auch Hilfsschuld) grundsätzlich subsidiär zur Schuld des Hauptschuldners ist.⁴⁷⁴

- 477 Die Bürgschaft ist eine **akzessorische Sicherheit**. Dies bedeutet, dass der Umfang der Verpflichtung aus der Bürgschaft von dem Bestand und dem Umfang der verbürgten Schuld abhängig ist.⁴⁷⁵ Weiterhin müssen Bürgschaftsgläubiger und Gläubiger der Hauptforderung identisch sein. Sollte die Hauptschuld nicht entstanden oder bereits wieder erloschen sein, besteht auch keine Verbindlichkeit des Bürgen unter der Bürgschaftserklärung. Aus diesem Grunde ist besonderer Wert auf eine genaue Formulierung des Sicherungszweckes der Bürgschaft zu legen. Zu achten ist zum Beispiel darauf, dass im Falle der Besicherung von Ansprüchen aus künftigen Liefergeschäften oder Energiederivaten alle Zahlungsansprüche aus dem Rahmenvertrag und den jeweiligen Einzelabschlüssen vom Sicherungszweck der Bürgschaft erfasst sind. Bei ungenauer Formulierung des Sicherungszweckes besteht ansonsten die Gefahr, dass Ansprüche nicht mehr von der Bürgschaft erfasst sein könnten. Besonders ist auch darauf zu achten, dass Ansprüche, die aus der Beendigung des Handelsvertrages bestehen, gesichert sind. Auch und gerade Ansprüche nach erfolgtem Netting, die ja eine Beendigung, Bewertung und Verrechnung der vertraglichen Ansprüche voraussetzen, sollten durch den Wortlaut klar erfasst werden, damit die Ansprüche aus der Bürgschaft nicht aufgrund der Akzessorietät erlöschen.⁴⁷⁶
- 478 Grundsätzlich gilt, dass eine die Ansprüche nicht weiter konkretisierende Globalklausel, die die Haftung des Bürgen auf alle Forderungen des Gläubigers gegen den Hauptschuldner erstreckt, grundsätzlich nach § 307 I und II BGB unzulässig ist, da der Bürge auf diese Weise ein unkalkulierbares Risiko übernimmt. Sie benachteiligt den Bürgen entgegen den Geboten von Treu und

474 Sprau, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Einf. v. § 765 Rn. 2; Habersack, in MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, § 771 Rn. 1.

475 Nobbe, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band 2, 5. Aufl. 2017, § 91 Rn. 239; Sprau, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Einf. v. § 765 Rn. 1.

476 Die folgende Formulierung stellt ein Beispiel für die Vereinbarung eines weiten Sicherungszwecks im Falle der Besicherung von Ansprüchen aus Derivaten dar: „Die Bürgschaft dient zur Besicherung aller bestehenden, künftigen, bedingten und befristeten Ansprüche des [Gläubigers] gegen den [Hauptschuldner] im Zusammenhang mit dem Rahmenvertrag [genaue Bezeichnung] und allen unter Zugrundelegung dieses Rahmenvertrages abgeschlossenen und zukünftig abgeschlossenen Einzelabschlüssen, einschließlich etwaiger Ansprüche aus einer Beendigung des Rahmenvertrages.“

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Glauben unangemessen und ist mit wesentlichen Grundgedanken der gesetzlichen Regelung nicht vereinbar.⁴⁷⁷

Gleichwohl kann ein solch weiter Sicherungszweck (Globalbürgschaft) auch 479 wirksam durch einen **Formularvertrag** vereinbart werden. Das gilt jedenfalls dann, wenn der Bürge, z.B. als Geschäftsführer, Allein- oder Mehrheitsgesellschafter des Hauptschuldners (nicht aber als Kommanditist oder GmbH-Gesellschafter ohne maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftsführung), auf den Abschluss desselben einwirken kann und bestimmenden Einfluss auf die in Zukunft begründeten Verbindlichkeiten nehmen kann.⁴⁷⁸ Im Falle der Sicherheitenstellung für Verbindlichkeiten aus Energiehandelsverträgen handelt es sich in aller Regel bei dem Bürgen um ein solches Unternehmen, welches innerhalb eines Konzernes Einfluss auf das das Handelsgeschäft abschließende Unternehmen hat, so dass gegen eine formularmäßige Bürgschaft mit dem oben genannten weiten Sicherungszweck keine Bedenken bestehen.

Als weitere Folge der Akzessorietät kann der Bürge alle **Einreden**, die dem Hauptschuldner zustehen, gegenüber dem Gläubiger geltend machen (§ 768 BGB). Weiterhin kann der Bürge die **Zahlung unter der Bürgschaft verweigern**, solange der Hauptschuldner das der Bürgschaftsschuld zugrundeliegende Rechtsgeschäft, d.h. vorliegend der jeweilige Energiehandelsvertrag, durch Anfechtung beseitigen (§ 770 I BGB) oder der Gläubiger sich durch Aufrechnung befriedigen kann (§ 770 II BGB). Auf die Geltendmachung der vorgenannten Einreden kann der Bürge jedoch bei der Übernahme der Bürgschaft durch Individualvereinbarung verzichten.⁴⁷⁹ Der generelle formularmäßige Verzicht des Bürgen auf die Einreden des § 768 I 1 BGB und § 770 BGB ist dagegen nach wohl h.M. unter Umständen unwirksam.⁴⁸⁰ Dies gilt nach der Rspr. des BGH 480

477 BGH, Urt. v. 18.05.1995 – IX ZR 108/94, BGHZ 130, 19 Rn. 31; BGH, Urt. v. 13.11.1997 – IX ZR 289/96, BGHZ 137, 153, 156; Fischer in: Lwowski/Fischer/Langenbucher, Das Recht der Kreditsicherung, 9. Aufl. 2011, § 9 Rn. 92 ff.; Wurmnest, in: MüchKomm-BGB, Band 2, 8. Aufl. 2019, § 307 Rn. 235.

478 BGH, Urt. v. 18.05.1996 – IX ZR 108/94, NJW 1995, 2553, 2555; Fischer, in: Lwowski/Fischer/Langenbucher, Das Recht der Kreditsicherung, 9. Aufl. 2011, § 9 Rn. 99; Nobbe, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band 2, 5. Aufl. 2017, § 91 Rn. 203; Wurmnest, in: MüchKomm-BGB, Band 2, 8. Aufl. 2019, § 307 Rn. 236.

479 Hoffmann, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 29. Kapitel, § 770 Rn. 2; Nobbe, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band 2, 5. Aufl. 2017, § 91 Rn. 301; Wurmnest, in: MüchKomm-BGB, Band 2, 8. Aufl. 2019, § 307 Rn. 235.

480 Hoffmann, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 29. Kapitel, B. Bürgschaft Rn. 2; Nobbe, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band 2, 5. Aufl. 2017, § 91 Rn. 300; Vogt, in: Graf von Westphalen: Vertragsrecht und AGB-Klauselwerke, 45. Ergänzungslieferung 2020, Bürgschaft, Rn. 42 ff.; Wurmnest, in: MüchKomm-BGB, Band 2, 8. Aufl. 2019, § 307 Rn. 235; a. A. etwa Nossek, NJW 2015, 1985, 1987 f.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

jedenfalls für den formularmäßigen Ausschluss des § 770 II BGB.⁴⁸¹ In diesem Fall wird der Vertrag aufgrund der mit einem solch umfangreichen Ausschluss verbundenen weitgehenden Aufhebung der Akzessorietät der Bürgschaft regelmäßig nicht mehr als Bürgschaft, sondern als eine nicht-akzessorische Personal-sicherheit einzuordnen sein (insbesondere als Garantievertrag).⁴⁸²

Einem Bürgen steht außerdem grundsätzlich die Einrede der Vorausklage zu (§ 771 BGB). Diese ist das Recht, die Zahlung zu verweigern, solange nicht der Gläubiger eine Zwangsvollstreckung gegen den Hauptschuldner in dessen bewegliches Vermögen ohne Erfolg versucht hat. Die **Einrede der Vorausklage** steht jedoch einem Kaufmann nicht zu, sofern die Bürgschaft für ihn ein Handelsgeschäft ist (§ 349 HGB). Dies ist bei einer Bürgschaft im Rahmen des Energiehandels wohl stets der Fall. Ein Kaufmann kann sich die Einrede der Vorausklage bei der Bürgschaftsübernahme vorbehalten,⁴⁸³ was in der Praxis allerdings unüblich ist.

- 481 Aufgrund der Akzessorietät der Bürgschaft bestehen Besonderheiten bezüglich der **Übertragung der Hauptforderung** und der Bürgschaft. Soweit der Bürge den Gläubiger befriedigt, geht die Bürgschaft in dieser Höhe unter und die besicherte Forderung in dieser Höhe im Rahmen einer *cessio legis* auf den Bürgen über.⁴⁸⁴ Zusammen mit der Forderung gehen auch alle für sie bestellten weiteren akzessorischen Sicherheiten auf den Bürgen über. Gegenüber der Geltendmachung der Forderung durch den Bürgen kann der Hauptschuldner alle Einreden und Einwendungen erheben, die ihm auch gegen den früheren Gläubiger zugestanden haben.
- 482 Sollte die besicherte Hauptforderung abgetreten werden, geht umgekehrt aufgrund der Akzessorietät auch die Berechtigung aus der Bürgschaft auf den neuen Gläubiger über. Das ist speziell in den Fällen zu beachten, in denen die Ansprüche gemäß § 19 EFET übertragen werden.
- 483 Im **Banken- und Versicherungsbereich** wurden und werden Bürgschaften oftmals als „**Bürgschaften auf erstes Anfordern**“ ausgestaltet.⁴⁸⁵ Hierdurch ver-

481 BGH, Urt. v. 24. 10. 2017 – XI ZR 600/16, NJW 2018, 857, 859; BGH, Urt. v. 16. 01. 2003 – IX ZR 171/00, NJW 2003, 1521, 1522. Dagegen hat der BGH – allerdings in älteren Entscheidungen – gegen den formularmäßigen Ausschluss der Einrede nach § 770 I BGB keine Bedenken erhoben. Vgl. BGH, Urt. v. 19. 09. 1985 – III ZR 214/83, NJW 1986, 43, 46.

482 Hoffmann, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 29. Kapitel, B. Bürgschaft Rn. 2.

483 Piekenbrock, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020) Rn. 4/1129d.

484 Einschränkend Schwab, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, § 812 Rn. 199, der die Bürgschaft und die Garantie auf erstes Anfordern in der bereicherungsrechtlichen Rückabwicklung gleichstellen will, d. h. der Bürge soll auf die Geltendmachung eines Aufwendungsersatzanspruches gegenüber dem Hauptschuldner gemäß §§ 675, 670 BGB beschränkt sein.

485 Federlin, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, 45. Aufl. 2011 2019 Rn. 812.215.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

pflichtet sich eine Bank oder Versicherung als Bürge, den Bürgschaftsbetrag ohne Erhebung von Einwendungen oder Einreden auf erstes Anfordern des Gläubigers zu zahlen. Die Bürgschaft auf erstes Anfordern ist kein Sicherungsmittel eigener Art, sondern stellt lediglich eine besondere Form der Bürgschaft dar, die den Gläubiger bei der Durchsetzung privilegiert.⁴⁸⁶ Ihre Eigenart erschöpft sich darin, im Bürgschaftsprozess bis zur Grenze des Rechtsmissbrauchs Einwände des Bürgen gegen die Zahlungspflicht zunächst auszuschließen.⁴⁸⁷ Einreden und Einwendungen gegen die Inanspruchnahme, abgesehen von dem Einwand des Nichtbestehens der Hauptforderung, kann der Bürge grundsätzlich erst in einem Rückforderungsprozess geltend machen. Bei der Bürgschaft auf erstes Anfordern geht es gerade darum, den Bürgen schnellstmöglich in Anspruch zu nehmen, ohne die Modalitäten des Bürgschaftsfalles umfassend prüfen zu müssen.⁴⁸⁸ Lediglich den formellen Bürgschaftsfall hat der Bürgschaftsgläubiger durch schlüssige Dokumentation (etwa durch Beleg der Entstehung des Zahlungsanspruches durch die Bürgschaftsurkunde) darzulegen. Allerdings bleibt es auch in dem Rückforderungsprozess bei der Beweislastverteilung, die bei einer Bürgschaft ohne „auf erstes Anfordern“ bestehen würde.⁴⁸⁹

Nicht einheitlich wurde in der Vergangenheit die Frage beantwortet, ob auch Nicht-Banken und -Versicherungen eine Bürgschaft auf erstes Anfordern übernehmen können. Zunächst urteilte der BGH, dass Bürgschaften auf erstes Anfordern allein Banken und Versicherungen vorbehalten seien.⁴⁹⁰ Das Gericht korrigierte diese Rechtsprechung dahingehend, dass die Übernahme einer Bürgschaft auf erstes Anfordern durch Individualvereinbarung aufgrund der Privatautonomie grundsätzlich nun für jedermann zulässig ist.⁴⁹¹ Dem Bürgen muss dabei jedoch das erweiterte Risiko der Bürgschaft auf erstes Anfordern in eindeutiger Art und Weise bewusstgemacht werden. Daher kann dem Gläubiger eine Aufklärungspflicht obliegen, wenn der Bürge unerfahren ist, also keine geschäftliche Expertise bezüglich dieser Sonderform der Bürgschaft besitzt.⁴⁹² Verletzt der Gläubiger diese Aufklärungspflicht, so liegt lediglich eine gewöhnli-

484

486 BGH, Urt. v. 08.07.2008 – XI ZR 230/07, NJW-RR 2009, 378, 379; *Sprau*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Einf. v. § 765 Rn. 14.

487 *Pieckenbrock*, in Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020) Rn. 4./1259c.

488 *Schulz/Mettke*, WM 2014, 54, 55; *Habersack*, in MünchKomm-BGB, Band 56, 67. Aufl. 2013/2017, § 765 Rn. 98; *Sprau*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Einf. v. § 765 Rn. 14 und 14a.

489 BGH, Urt. v. 28.06.2007 – VII ZR 199/06, NZBau 2007, 635, 636; *Habersack*, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, § 765 Rn. 104.

490 BGH v. 05.07.1990 – IX ZR 294/89, WM 1990, 1410, 1411; *Sprau*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, 76. Aufl. 2017, Einf. v. § 765 Rn. 14.

491 BGH, Urt. v. 02.04.1998 – IX ZR 79/97, WM 1998, 1062; *Bülow*, Recht der Kreditsicherheiten, 98. Aufl. 2012 2017 Rn. 976.

492 *Habersack*, in: MünchKomm-BGB, Band 56, 76. Aufl. 2017, § 765 Rn. 100; *Pieckenbrock*, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020) Rn. 4./1257b.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

che Bürgschaft vor.⁴⁹³ Die formularmäßige Übernahme von Bürgschaften auf erstes Anfordern erachtet das Gericht bei Banken für zulässig.⁴⁹⁴ Zwar bezog der BGH diese Aussage zunächst nicht allein auf Banken, sondern auch auf erfahrene Bürgen, die aufgrund ihrer gewerblichen Tätigkeit mit diesem Rechtsinstitut vertraut sind, denkbar etwa bei im internationalen Handelsverkehr tätigen Unternehmen mit eigenen Rechts- und Finanzabteilungen.⁴⁹⁵ Mittlerweile hat allerdings die ständige Rechtsprechung des BGH zu Bauunternehmen zu Zweifeln an der AGB-Festigkeit formularmäßiger Vereinbarung von Bürgschaften auf erstes Anfordern geführt.⁴⁹⁶ Dies hat in der Praxis zu einem nicht unerheblichen Bedeutungsverlust dieses Bürgschaftstyps geführt.⁴⁹⁷

485–486 (*nicht belegt*)

bb) Garantien

487 Die **Garantie** ist ein **gesetzlich nicht geregelter formfreier Vertrag**, durch den sich der Garant gegenüber dem Gläubiger einseitig verpflichtet, für einen bestimmten wirtschaftlichen Erfolg oder das Risiko eines künftig eintretenden Schadens einzustehen.⁴⁹⁸ Der wesentliche Unterschied zu einer Bürgschaft besteht darin, dass die Garantie **nicht akzessorisch** zu einer Hauptschuld, sondern von dieser abstrakt ist.⁴⁹⁹ Die Garantie begründet daher eine von der Hauptschuld unabhängige Verpflichtung des Garanten, die dahin gehen kann, dass

493 BGH, Urt. v. 02. 04. 1998 – IX ZR 79/97, WM 1998, 1062; *Bülow*, Recht der Kreditsicherheiten, 89. Aufl. 20122017 Rn. 928.

494 BGH, Urt. v. 02. 04. 1998 – IX ZR 79/97, WM 1998, 1062, 1063, *A. Fuchs*, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGB-Recht: Kommentar zu den §§ 305–310 BGB und zum Unterlassungsklagengesetz, 12. Aufl. 2016, Teil 2, (15) Bürgschaftsverträge Rn. 22; *Fischer*, in: Lwowski/Fischer/Langenbucher, Das Recht der Kreditsicherung, 9. Aufl. 2011, § 9 Rn. 140.

495 BGH, Urt. v. 02. 04. 1998 – IX ZR 79/97, WM 1998, 1062, 1063; *Fischer*, in: Lwowski/Fischer/Langenbucher, Das Recht der Kreditsicherung, 9. Aufl. 2011, § 9 Rn. 140; *Piekenbrock*, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020) Rn. 4./1257c.

496 Vgl. hierzu *Fuchs*, in: Ulmer/Brandner/Hensen, AGB-Recht: Kommentar zu den §§ 305–310 BGB und zum Unterlassungsklagengesetz, 12. Aufl. 2016, Teil 2, (15) Bürgschaftsverträge Rn. 22.

497 *Habersack*, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 8. Aufl. 2020, § 765 Rn. 107 und (zu den Wirksamkeitsvoraussetzungen bei individualvertraglichen Vereinbarungen) § 765 Rn. 108.

498 BGH, Urt. v. 16. 04. 2002 – XI ZR 375/00, NJW 2002, 2234, 2236; BGH, Urt. v. 13. 06. 1996 – IX ZR 172/95, NJW 1996, 2569, 2570; BGH, Urt. v. 10. 02. 1999 – VIII ZR 70/98, NJW 1999, 1542, 1543; *Nobbe*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band 2, 5. Aufl. 2017, § 92 Rn. 2; *Sprau*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Einf. v. § 765 Rn. 16; *Habersack*, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, Vor. § 765 Rn. 16.

499 *Hoffmann*, Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 29. Kapitel, D. Garantie Rn. 2; *Sprau*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Einf. v. § 765 Rn. 17; *Habersack*, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, § 765 Rn. 61; *Federlin*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019 Rn. 8.209.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

der Gläubiger die versprochene Leistung auf jeden Fall erhalten soll. Aus diesem Grund sind Garantien besonders bei Energiehandelsgeschäften mit internationalem Handelspartner beliebt. Da diese ihrerseits durch Muttergesellschaften oder Banken oft nicht-akzessorische Garantien oder Letters of Credit stellen, wird im Gegenzug von der deutschen Partei ein ähnlich effektives Sicherungsmittel verlangt.

Anders als ein Bürge kann ein Garant grundsätzlich **keine Einreden oder Einwendungen** bezüglich der garantierten Hauptschuld, wie z.B. deren Verjährung, geltend machen. Der Garant kann jedoch in den Fällen, in denen die Hauptschuld nicht besteht oder erloschen ist, einen Rückzahlungsanspruch gegenüber dem Gläubiger haben, was durch Auslegung des Garantievertrages zu ermitteln ist. 488

Die Abstraktheit der Garantie hat auch **Auswirkungen auf ihre Übertragung**. Werden die garantierten Forderungen abgetreten (z.B. nach § 19 EFET), so gehen die Rechte aus der Garantie mangels akzessorischem Charakter nicht automatisch auf den neuen Gläubiger über.⁵⁰⁰ Vielmehr müssen die Rechte aus der Garantie gesondert abgetreten werden (§ 398 BGB), was jedoch bereits im Garantievertrag aufschiebend bedingt (§ 158 I BGB) durch die Zahlung erfolgen kann.⁵⁰¹ Weiterhin geht bei Zahlung durch den Garanten auch nicht die garantierte Forderung auf den Garanten im Wege einer *cessio legis* über. Der Garant bleibt vielmehr auf seinen Aufwendungseratzanspruch gegenüber dem Schuldner beschränkt, soweit ein solcher Anspruch besteht.⁵⁰² 489

Auch eine Garantie kann wie die Bürgschaft eine Verpflichtung zur **Zahlung auf erstes Anfordern** vorsehen (sog. Guarantee on First Demand). Wie bei der Bürgschaft war eine solche Verpflichtung nach höchstrichterlicher Rechtsprechung Kreditinstituten und Versicherungsgesellschaften sowie erfahrenen Großunternehmen mit eigenen Finanz- und Rechtsabteilungen vorbehalten, wenn sie formularmäßig ausgestaltet war.⁵⁰³ Mittlerweile wurde der Anwendungsbereich durch oberlandesgerichtliche Rechtsprechung auch auf sonstige Unternehmen erweitert, die nicht unmittelbar dem Finanzsektor angehören. Dazu gehören etwa anderweitig am internationalen Wirtschaftsverkehr teilnehmende Unternehmen (beispielsweise Aktiengesellschaften), die eigene Rechtsabteilungen besitzen oder sonstigen Rechtsrat einholen können, aber auch auf sonstige Kaufleute.⁵⁰⁴ Ohne weiteres ist die Garantie auf erstes Anfordern möglich, wenn zwischen den Parteien Garantiebedingungen individuell vereinbart 490

500 Samhat, in: MünchKomm-HGB, Band 6, 4. Aufl. 2019, Recht des Zahlungsverkehrs Rn. J 155.

501 Hoffmann, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 29. Kapitel, D. Garantie Rn. 14.

502 Hoffmann, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 29. Kapitel, D. Garantie Rn. 14.

503 BGH, Urt. v. 10.09.2002 – XI ZR 305/01, WM 2002, 2192, 2193.

504 So für die Kreditsicherungsgarantie: OLG Stuttgart, Urt. v. 01.12.2010 – 9 U 89/10, WM 2011, 691, 692; Schulz/Mettke, WM 2014, 54, 64; Pieckenbrock/Ludwig, in: Hellenr/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band 2 (Stand: Februar 2020), Rn. 4/1371.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

werden.⁵⁰⁵ Jedoch unterscheidet sich die Rechtsfolge einer Garantie auf erstes Anfordern wesentlich von der einer Bürgschaft. Mit der Übernahme einer solchen Garantie verzichtet der Garant auf das Recht, von dem Gläubiger den Nachweis zu verlangen, dass der Garantiefall tatsächlich eingetreten ist.⁵⁰⁶ Der Garant hat nur ein Leistungsverweigerungsrecht bei **offensichtlich rechtsmissbräuchlicher Inanspruchnahme** der Garantie.⁵⁰⁷ Erneut genügt es, vergleichbar mit der Bürgschaft auf erstes Anfordern, dass der Garantiebegünstigte lediglich den formellen Garantiefall darlegt.⁵⁰⁸ Ein Streit über die Berechtigung der Inanspruchnahme ist somit erst in einem Rückforderungsprozess auszutragen. Jedoch hat dieser Rückforderungsprozess grundsätzlich zwischen dem Schuldner und dem Gläubiger und nicht etwa zwischen dem Garanten und dem Gläubiger zu erfolgen.⁵⁰⁹ Der Garant kann in diesem Fall lediglich gegenüber dem Schuldner, also dem Garantieauftraggeber, einen Aufwendungsersatzanspruch geltend machen und auch nur dann, wenn die Aufwendungen subjektiv erforderlich waren.⁵¹⁰ Eine Umkehrung der Beweislast im Rückforderungsprozess folgt daraus hingegen nicht. Die Darlegungs- und Beweislast entspricht daher derjenigen bei der Bürgschaft auf erstes Anfordern.⁵¹¹ Im Fall der rechtsmissbräuchlichen Anspruchnahme hat der Garant einen Rückforderungsanspruch gegen den Begünstigten.⁵¹²

505 BGH, Urt. v. 23.01.1997 – IX ZR 297/95, NJW 1997, 1435, 1436; *Samhat*, in: Münch-Komm-HGB, Band 6, 4. Aufl. 2019, Recht des Zahlungsverkehrs Rn. J 170.

506 *Pieckenbrock/Ludwig*, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band 2 (Stand: Februar 2020), Rn. 4/1367; *Pilgram/Dessau*, in: Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa, 4. Aufl. 2017, § 18 Rn. 25f.; *Fischer*, in: Lwowski/Fischer/Langenbucher, Das Recht der Kreditsicherung, 9. Aufl. 2011, § 9 Rn. 220.

507 BGH, Urt. v. 08.03.1994 – IX ZR 144/83, BGHZ 90, 287, 292 = WM 1984, 689, 690; OLG Köln, Urt. v. 07.08.1986 7 U 146/86, WM 1988, 21, 22; *Sprau*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Einf. v. § 765 Rn. 25.

508 *Hoffmann*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 29. Kapitel, D Garantie Rn. 8; *Pieckenbrock/Ludwig*, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020), Rn. 4/1367; *Sprau*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Einf. v. § 765 Rn. 25.

509 BGH v. 10.11.1998 (XI ZR 370/97) – BGHZ 140, 49, 51 f. = NJW 1999, 570, 571 = WM 1998, 2522, 2523; *Hoffmann*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 29. Kapitel, D. Garantie Rn. 16.

510 *Habersack*, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, Vorb. § 765 Rn. 28; *Pieckenbrock/Ludwig*, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020), Rn. 4/1359 und Rn. 4/1372b.

511 *Habersack*, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, Vorb. § 765 Rn. 29; im Hinblick auf die unterschiedlichen Konstellationen von Rückforderungsansprüchen ausführlich: *Pieckenbrock/Ludwig*, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020), Rn. 4/1372b ff.

512 *Habersack*, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2013, Vorb. § 765 Rn. 28, 34.

Soweit Garantien auf erstes Anfordern als Allgemeine Geschäftsbedingungen zu sehen sind, sind **Restriktionen zu beachten**.⁵¹³ Dies wurde durch den 11. Zivilsenat des BGH bestätigt⁵¹⁴, der zur Frage der unangemessenen Benachteiligung gem. § 307 I BGB (§ 9 I AGBG a.F.) durch Garantien auf erstes Anfordern ausführt: „Das Streben des Gläubigers, sich mit Hilfe der nur durch den Rechtsmissbrauchseinwand begrenzten Vorleistungspflicht des Bürgen liquide Mittel zu verschaffen, ist daher nicht als berechtigt anzuerkennen [...]. Für das formularmäßige selbständige Garantieversprechen, auf erstes Anfordern des Gläubigers zu zahlen, gilt grundsätzlich nichts Anderes [Anmerkung des Verfassers: als für Bürgschaften auf erstes Anfordern]. Dafür spricht bereits die funktionelle Austauschbarkeit von Bürgschaft und Garantie.“⁵¹⁵

(nicht belegt)

492

cc) Patronatserklärungen

Patronatserklärungen kommen auch im Energiehandelsbereich immer wieder vor, sind jedoch seltener als Bürgschaften und Garantien.

Die Patronatserklärung ist eine einseitig verpflichtende Personalsicherheit *sui generis*, die durch einen Vertrag zwischen dem Patron, üblicherweise eine Mutter- oder Konzernobergesellschaft (seltener durch andere Dritte) und dem Gläubiger (meist einem Kreditgeber der Tochtergesellschaft) zustande kommt. Patronatserklärungen können ganz unterschiedliche Rechtsgehalte haben. Nur die „harte“ Patronatserklärung stellt jedoch eine **Kreditsicherheit im engeren Sinne** dar, weil nur sie eine primäre Zahlungsverpflichtung der Muttergesellschaft beinhaltet.⁵¹⁶ Üblicherweise werden im internationalen Handelsverkehr daher nur harte Patronatserklärungen als Sicherheiten akzeptiert.⁵¹⁷ Weiterhin ließe sich noch zwischen der konzerninternen und der konzernexternen Patronatserklärung unterscheiden. Erstere gilt lediglich als interne Verpflichtungserklärung gegenüber der Tochtergesellschaft und stellt somit keine Kreditsicherheit im engeren Sinne dar.⁵¹⁸

513 Samhat, in: MünchKomm-HGB, Band 6, 4. Aufl. 2019, Recht des Zahlungsverkehrs Rn. J 170 f.; Schulz/Metke, WM 2014, 54, 64; Oepen, NJW 2009, 1110, 1113; OLG Hamburg, Urt. v. 16.02.2006 – 10 U 23/05, IBRRS 54070 = OLG-Report 2006, 366; a. A. Graf von Westphalen, ZIP 2004, 1433, 1441.

514 BGH, Urt. v. 10.09.2002 – XI ZR 305/01, NJW 2002, 3627 f. = WM 2002, 2192 ff.

515 BGH, Urt. v. 10.09.2002 – XI ZR 305/01, NJW 2002, 3627, 3028 = WM 2002, 2192, 2194; vgl. hierzu auch Nielsen, EWiR § 3 AGBG 1/03, 349 f. mit Anmerkungen zu diesem Urteil.

516 BGH, Urt. v. 19.05.2011 – IX ZR 9/10, NZG 2011, 913, 915; Merkel/Richrath, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band 2, 5. Aufl. 2017, § 98 Rn. 9, 21; Bülow, Recht der Kreditsicherheiten, 9. Aufl. 2017 Rn. 1622.

517 Vg. Hoffmann, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 29. Kapitel, E. Patronatserklärung Rn. 4.

518 Wittig/Berger, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020), Rn. 4/2855; Sprau, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Einf. v. § 765 Rn. 21; Habersack, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, Vor. § 765 Rn. 49.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- 495 Die Vielzahl der anderen möglichen Patronatserklärungen, die oftmals unter dem Begriff der „weichen“ **Patronatserklärungen** zusammengefasst werden, **beinhalten keine Zahlungspflicht**, sondern allenfalls die Verpflichtung zum moralischen „Goodwill“.⁵¹⁹ Aus ihnen ist die Muttergesellschaft regelmäßig nur zur Zahlung von Schadensersatz verpflichtet, soweit die in der Patronatserklärung abgegebenen Aussagen fehlerhaft sind oder die Muttergesellschaft die nicht unmittelbar auf Zahlung gerichteten Pflichten aus der Patronatserklärung (z. B. Aufsichts- oder Berichtspflichten) verletzt.⁵²⁰
- 496 Mit einer harten Patronatserklärung verpflichtet sich ein Dritter (meist die Muttergesellschaft) (Patron), für eine **finanzielle Ausstattung der Tochtergesellschaft** (Protegé) zu sorgen, so dass diese jederzeit ihre Verbindlichkeiten gegenüber dem Gläubiger erfüllen kann. Dies bedeutet nicht, dass die Muttergesellschaft die Tochtergesellschaft nur einmalig mit dem Forderungsbetrag des Gläubigers ausstatten muss. Die von der Muttergesellschaft aufzuwendenden Mittel können im Einzelfall auch durchaus den Betrag der Schuld übersteigen, wenn dies notwendig ist, damit die Tochtergesellschaft als Schuldnerin ihrer Verpflichtung nachkommen kann.⁵²¹ Von diesem Risiko kann sich die Muttergesellschaft aber befreien, indem sie direkt die Verbindlichkeit gegenüber dem Gläubiger erfüllt.⁵²² Selbst wenn die Voraussetzungen der Dritteistungsbefugnis nach § 267 BGB nicht vorliegen, ergibt sich eine solche Berechtigung aus dem Zweck der Patronatserklärung.⁵²³
- 497 Des Weiteren besteht die Möglichkeit, wie dies bei Bürgschaften und Garantien üblich ist, eine **betragsmäßige Beschränkung** in die Patronatserklärung aufzunehmen.⁵²⁴ Einige Handelshäuser haben entsprechende Klauseln in ihren Standardformularen. Es ist jedoch im Interesse des Sicherungsnehmers, unbedingt darauf zu achten, dass nicht die Ausstattungsverpflichtung selbst beschränkt wird, sondern nur der sekundäre Zahlungsanspruch des Gläubigers aufgrund der Nichterfüllung der Ausstattungspflicht. Sofern dies nicht klargestellt ist und die Ausstattungsverpflichtung selbst vom Wortlaut betragsmäßig beschränkt

519 BGH, Urt. v. 19.05.2011 – IX ZR 9/10, NZG 2011, 913, 915.

520 Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl. 2019, § 302, Rn. 15; Stürner, in: Staudinger, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Buch 2. Recht der Schuldverhältnisse §§ 765–768 (2020), Vor. §§ 765–778, Rn. 453; Habersack, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, Vorb. § 765 Rn. 54; Fried, Die weiche Patronatserklärung, Diss. Berlin 1998, S. 207 ff.

521 Wittig/Berger, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020), Rn. 4/2875a und Rn. 4/2877; Fischer, in: Lwowski/Fischer/Langenbucher, Das Recht der Kreditsicherung, 9. Aufl. 2011, § 9 Rn. 255.

522 Habersack, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, Vorb. § 765 Rn. 50; Maier/Reimer/Etzbach, NJW 2011, 1110, 1113.

523 Rümker, WM 1974, 990, 992; vgl. Merkel/Richrath, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band 2, 5. Aufl. 2017, § 98 Rn. 13 wonach die Voraussetzungen des § 267 BGB vorliegen.

524 Wittig/Berger, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020), Rn. 4/2884; Tetzlaff, WM 2011, 1016, 1021.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

wird, wird der Sinn und Zweck der harten Patronatserklärung ad absurdum geführt. Die Ausstattung der Tochtergesellschaft mit genügend Mitteln, um die Zahlungsfähigkeit der Tochter zu bewahren, kann im Einzelfall eine vorher festgelegte Summe überschreiten und für den Patron zu nicht von vornherein bezifferbaren Zahlungspflichten führen.

Die harte Patronatserklärung begründet **keinen unmittelbaren Anspruch des Gläubigers** auf Leistung an sich selbst. Die Muttergesellschaft ist nur zur Leistung an die Tochtergesellschaft verpflichtet, vergleichbar einem unechten Vertrag zugunsten Dritter, § 329 BGB.⁵²⁵ Es ist allerdings nicht notwendig, dass der Gläubiger auf Erfüllung der Ausstattungspflicht klagt.⁵²⁶ Denn dem Gläubiger steht zugleich ein **einklagbarer Zahlungsanspruch gegenüber der Muttergesellschaft** zu, wenn diese ihrer Ausstattungspflicht nicht nachkommt. Dies gilt unabhängig davon, ob man diesen Anspruch als Schadensersatzanspruch⁵²⁷ oder eigenständige Vertragspflicht⁵²⁸ qualifiziert. Eine Nichterfüllung der Ausstattungspflicht ließe sich von dem Gläubiger im Falle der Eröffnung des Insolvenzverfahrens über die Tochtergesellschaft ohne Schwierigkeiten nachweisen. Hieraus folgt aber, dass die harte Patronatserklärung nur eine Sicherheit gegen die Zahlungsunfähigkeit der Tochtergesellschaft darstellt. Ist die Tochtergesellschaft lediglich zahlungsunwillig, besteht keine Einstandspflicht der Muttergesellschaft unter der harten Patronatserklärung.⁵²⁹ Daher wäre hier für den Sicherungsnehmer eine Bürgschaft oder Garantie klar vorteilhafter.

Zwischen dem mit der Insolvenz über das Vermögen der Tochtergesellschaft entstehenden Zahlungsanspruch des Gläubigers gegen die Muttergesellschaft und der Forderung des Gläubigers gegen die Tochtergesellschaft besteht wohl eine **Akzessorietät**.⁵³⁰ Diese bisher hauptsächlich in der Literatur vertretene Ansicht hat auch Einzug in die oberlandesgerichtliche Rechtsprechung gehalten.⁵³¹ Als Folge dieser Akzessorietät entfällt die Zahlungspflicht des Patrons,

525 Habersack, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, Vorb. § 765 Rn. 50; Maier-Reimer/Etzbach, NJW 2011, 1110, 1112.

526 Fischer, in: Lwowski/Fischer/Langenbucher, Das Recht der Kreditsicherung, 9. Aufl. 2011, § 9 Rn 254.

527 BGH, Urt. v. 30.01.1992 – IX ZR 112/91, BGHZ 117, 127, 133 = WM 1992, 501, 503; Hoffmann, in Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 29. Kapitel, E. Patronatserklärung Rn. 5 f.; weitere Nachweise in Schäfer, WM 1999, 153, 159, Fn. 59; vgl. hierzu auch Maier-Reimer/Etzbach, NJW 2011, 1110, 1114.

528 Habersack, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, Vorb. § 765 Rn. 52; Schäfer, WM 1999, 153, 160 f.

529 Wittig/Berger, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020) Rn. 4/2878.

530 Habersack, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, Vorb. § 765 Rn. 51; Hoffmann, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 29. Kapitel, E. Patronatserklärung Rn. 6; Larenz/Canaris, Lehrbuch des Schuldrechts, 13. Aufl. 1994, § 64 V 1b; a. A. Maier-Reimer/Etzbach, NJW 2011, 1110, 1113 wonach die Patronatserklärung nicht streng akzessorisch ist.

531 OLG München, Urt. v. 24.01.2003 – 23 U 4026/02, DB 2003, 711, 711; KG Berlin, Urt. v. 20.02.2012 – 8 U 20/11, DWW 2012, 133.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

wenn die Hauptschuld nicht besteht oder einredebehaftet ist.⁵³² Die Regeln bezüglich der Bürgschaft sind entsprechend anwendbar.⁵³³ Insbesondere kann der Patron alle dem Bürgen zustehenden Einwendungen geltend machen.⁵³⁴ In der Praxis sollte bei der Formulierung der Patronatserklärung das Bestehen einer etwaigen Akzessorietät daher berücksichtigt werden. Insbesondere sollte der Sicherungszweck weit genug formuliert werden und klarstellen, dass gegenwärtige und zukünftige Ansprüche und deren Surrogate gedeckt sind.⁵³⁵

- 500 Da es für die Unterscheidung zwischen einer weichen und harten Patronatserklärung entscheidend auf den Inhalt des geschlossenen Vertrages ankommt, ist beim Wortlaut der Patronatserklärung besonderer Wert auf die ausdrückliche Formulierung einer Verpflichtung des Patrons „zur Ausstattung mit Finanzmitteln“ zu legen.⁵³⁶

dd) Standby Letters of Credit

- 501 **Standby Letters of Credit** sind ein effektives und daher im internationalen Finanz- und Warenhandelsbereich beliebtes **Sicherungsmittel**.⁵³⁷ Hierbei handelte es sich ursprünglich der Sache nach um Garantien amerikanischer Banken. Ehemals aus bankaufsichtsrechtlichen Gründen und heute aus Tradition setzt die Zahlung im Sicherungsfall die Vorlage von bestimmten Dokumenten voraus, die im Standby Letter of Credit definiert sind und welche die Nicht- oder nicht ordnungsgemäße Erfüllung nachweisen.⁵³⁸ Häufig basieren diese Instrumente auf internationalen Standardregelwerken, die durch einen entsprechenden Verweis im Vertragstext einbezogen werden.⁵³⁹

532 OLG München, Urt. v. 24.01.2003 – 23 U 4026/02, DB 2003, 711, 711 f.

533 *Habersack*, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, Vorb. § 765 Rn. 51.; vgl. zu den Folgen einer Akzessorietät auf die Sicherheit Rn. 480.

534 Eine Einrede der Vorausklage kann der Patron jedoch aufgrund des § 773 I Nr. 3 BGB nicht geltend machen, so diese denn nicht eh gemäß § 349 HGB entfällt.

535 Vgl. hierzu Rn. 480.

536 Der typische Wortlaut einer harten Patronatserklärung lautet wie folgt: „Wir verpflichten uns, unsere Tochtergesellschaft finanziell so auszustatten, dass sie jederzeit in der Lage ist, alle bestehenden, künftigen, bedingten und befristeten Ansprüche des [Name des Gläubigers] im Zusammenhang mit dem [Bezeichnung des zugrundeliegenden Vertrages] fristgemäß zu erfüllen.“ In ähnlichem Wortlaut geprüft und anerkannt durch BGH, Urt. v. 22.09.2009 – XI ZR 286/08, NJW 2010, 144.

537 *Nielsen*, in: MünchKomm-HGB, Band 6, 4. Aufl. 2019 Rn. H 20 ff.; So für den Energiehandelsbereich auch *Mayfeld*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 8, Rn. 83.

538 *Hoffmann*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 29. Kapitel, D. Garantie Rn. 18.

539 *Nielsen*, in: MünchKomm-HGB, Band 6, 4. Aufl. 2019 Rn. H 21 f.; ausführlich zu den Einheitlichen Richtlinien und Gebräuchen für Dokumenten-Akkreditive (welche im Wesentlichen auf einen Letter of Credit anwendbar sind, lediglich den divergenten Schutzzweck für den Positivfall der Vertragserfüllung verfolgen), insbesondere für die 2006 verabschiedete ERA 600 (letzte Revision 2007 – ICC Publikation Nr. 600): *Segna*, in: Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2020, 10. Kapitel, Rn. 11 ff.; *Seeger*, in: Kämpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, Rn. 7.179.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Durch eine entsprechende Ausgestaltung des Standby Letters of Credit und insbesondere nicht zu hohe Anforderungen an die vorzulegenden Dokumente kann dieses Instrument dem Begünstigten denselben Schutz vor Nichterfüllung und dieselben Funktionen bieten, wie eine Garantie auf erstes Anfordern . ⁵⁴⁰	502
c) <i>Quasi-Sicherheiten: Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge/Organschaftserklärungen</i>	
Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge und die daraus resultierende Haftung des herrschenden Unternehmens führen dazu, dass beherrschende Unternehmen unter Hinweis auf gesetzliche Einstandspflichten für die beherrschten Unternehmen weitere Kreditsicherheiten meist verweigern. Für den Handelspartner der beherrschten Gesellschaft stellt sich daher die Frage, inwiefern solche Haftungsverhältnisse als „ Quasi-Sicherheiten “ akzeptabel sind und in welchen Punkten sie hinter Garantien oder Bürgschaften zurückstehen. Speziell ausländischen Handelspartnern fällt es oft schwer, diese Art von Quasi-Sicherheit anzuerkennen, da in anderen Ländern meist kein entsprechendes Konzept existiert und sie selbst dem deutschen Vertragspartner als Handelssicherheit meist eine Garantie, eine Patronatserklärung oder einen Letter of Credit stellen sollen. ⁵⁴¹	503
Ergänzend zu Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen stellen die beherrschenden Unternehmen (z.B. die Konzernmutter) den Vertragspartnern des beherrschten Unternehmens (z.B. der Trading-Tochter) in der Regel Organschaftserklärungen . Dies sind an den Handelspartner adressierte Schreiben, in denen gewisse Zusicherungen gemacht, Informationen gegeben bzw. Verhaltenspflichten akzeptiert werden, die die Position des Gläubigers verbessern sollen. In den Konzernen, die sich auf existierende Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge als Quasi-Sicherheiten berufen, existieren in aller Regel bereits hausinterne Muster. Um die Akzeptanz bei ausländischen Vertragspartnern zu erleichtern, sind diese Muster der Organschaftserklärungen (die übliche englische Bezeichnung ist Letters of Awareness) meist auch auf Englisch bzw. zweisprachig vorhanden und werden teilweise sogar durch zusätzliche erläuternde Abhandlungen ergänzt.	504
Beiden Unternehmensverträgen ist gemeinsam, dass die Obergesellschaft während der Laufzeit dieser Unternehmensverträge jeden entstehenden Jahresfehlbetrag der Untergesellschaft auszugleichen hat, soweit dieser nicht dadurch ausgeglichen wird, dass den Gewinnrücklagen der Untergesellschaft Beträge	505

⁵⁴⁰ Habersack, in: MünchKomm-BGB, Band 6, 7. Aufl. 2017, Vorb. § 765 Rn. 27; Piekenbrock/Ludwig, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band 2 (Stand: Februar 2020), Rn. 4/1366; Fischer, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band 2, 5. Aufl. 2017, § 121 Rn. 271.

⁵⁴¹ Mayfeld beobachtete schon vor einigen Jahren die Tendenz, dass Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge und Organschaftserklärungen zunehmend auch von ausländischen Vertragspartnern anerkannt werden, vgl. Mayfeld, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 8 Rn. 116.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

entnommen werden, die während der Vertragsdauer in diese Rücklagen eingestellt worden sind (§ 302 I AktG).⁵⁴² Inhaber dieses, auf Geldzahlung gerichteten, Anspruchs ist allein die Untergesellschaft und nicht etwa deren Gläubiger. Eine Insolvenz der Untergesellschaft wegen Überschuldung ist aufgrund des Ausgleichsanspruchs grundsätzlich nicht denkbar, solange die Obergesellschaft zum Ausgleich des Verlustes finanziell in der Lage ist.⁵⁴³ Hieraus folgt, dass ein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag nur eine Sicherheit gegen eine Überschuldung der Untergesellschaft darstellt, aber nicht vor deren Zahlungsunfähigkeit aufgrund fehlender Liquidität schützt. Ein solcher Vertrag bietet insbesondere auch keinen Schutz gegen eine Zahlungsunwilligkeit der Vertragspartei. Was den grundsätzlich fehlenden direkten Anspruch des Gläubigers gegen den Sicherheitengeber sowie den fehlenden Schutz vor einer Zahlungsunwilligkeit des Geschäftspartners angeht, sind Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge mit den dargestellten harten Patronatserklärungen vergleichbar.

- 506 Der Anspruch der Untergesellschaft auf Verlustausgleich besteht nur so lange, wie auch der Unternehmensvertrag besteht. Wird der Unternehmensvertrag beendet, etwa durch Aufhebung (§ 296 AktG) oder ordentliche bzw. außerordentliche Kündigung (§ 297 AktG), geht der Anspruch der Untergesellschaft unter. Der **Beendigung des Unternehmensvertrages** steht ein Gläubiger der Untergesellschaft jedoch nicht schutzlos gegenüber. Sofern die Forderung des Gläubigers vor Bekanntmachung der Eintragung der Beendigung des Unternehmensvertrages in das Handelsregister begründet worden ist, hat der jeweilige Gläubiger einen Anspruch gegen die Obergesellschaft, ihm in dieser Höhe Sicherheit zu leisten (§ 303 I AktG).⁵⁴⁴ Allerdings ist hierbei zu beachten, dass der Gläubiger das Bestehen der zu sichernden Forderung darzulegen und zu beweisen hat, soweit die Obergesellschaft das Bestehen bestreitet.⁵⁴⁵ Insoweit ist ein Anspruch auf Sicherheitsleistung nur begründet, wenn die besicherte Forderung tatsächlich besteht. Dies ist bereits der Fall, wenn ihr Entstehungsgrund

542 Die analoge Anwendung der Regelungen bezüglich Unternehmensverträgen bei GmbHs wurde durch die Neufassung des § 301 2 GmbHG und das Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG, v. 23. 10. 2008, BGBl. I S. 2026) ausdrücklich kodifiziert, fand aber bereits vorher Eingang in die Rechtsprechung, siehe: BGH, Urt. v. 14. 12. 1987 – II ZR 170/87, MDR 1988, 474; BGH, Beschl. v. 24. 10. 1988 (II ZB 7/88, BGHZ 105, 324, 336 = WM 1988, 1819, 1822; BGH, Urt. v. 11. 11. 1991 – II ZR 287/90, BGHZ 116, 37, 38 f = WM 1991, 2137, 2137.

543 Vgl. hierzu *Specovius/von Wilcken*, in: Gottwald/Haas, Insolvenzrechts-Handbuch, 6. Aufl. 2020, § 95 Rn. 21 m. w. N., die aufführen, dass der Ausgleichsanspruch zwar erst mit Ablauf des Geschäftsjahres entstehe (und dann auch sofort fällig werde), aber schon zuvor im Rahmen der Überschuldungsprüfung auf der Aktivseite zu verbuchen sei, da er der abhängigen Gesellschaft unentziehbar zustehe. Dies setzt freilich die Werthaltigkeit des Ausgleichsanspruches voraus.

544 Bzw. § 303 I analog im Fall einer GmbH. Zu weiteren Anwendungen der Analogie: *Altmeppen*, in MünchKomm-AktG, 5. Aufl. 2020, § 303 Rn. 36–38.

545 OLG Köln, Beschl. v. 26. 02. 2008 – 15 U 147/07, IBRRS 66194.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

gelegt ist; es schadet daher nicht, wenn noch einzelne Tatbestandselemente wie Fristablauf, Bedingung oder Fälligkeit fehlen.⁵⁴⁶ Umstritten ist, ob von dem Anspruch auf Besicherung auch bereits ausreichend anderweitig besicherte Forderungen⁵⁴⁷ des Gläubigers erfasst sind. Nach der in der Literatur vertretenen Auffassung soll die Geltendmachung des Anspruchs in diesem Fall eine unzulässige Rechtsausübung darstellen.⁵⁴⁸ Ein weiterer problematischer Punkt ist, inwiefern zum Zeitpunkt der Beendigung des Unternehmensvertrages im weitesten Sinne begründete aber noch nicht bezifferbare Ansprüche gedeckt sein können. Dies ist im Handels- und Derivatebereich deswegen von Bedeutung, da bei normalem Geschäftsverlauf, aber insbesondere auch bei vorzeitiger insolvenzbedingter Beendigung, Zahlungspflichten erst auf Grundlage von Indizes errechenbar sind bzw. von noch zu erfragenden Marktpreisen abhängen. Der Sicherungsnehmer hat ein großes Interesse daran, dass auch solche begründeten, aber noch nicht bezifferbaren Forderungen ebenfalls durch eine zu stellende Sicherheit abgedeckt sind, wobei auch hier die Begründetheit des Anspruchs zu prüfen ist, wenn die Forderungshöhe bestritten wird.⁵⁴⁹ Aufgrund dieser Unsicherheit sollte sich der Gläubiger in eigenem Interesse einen Anspruch auf Besicherung auch für diese Forderungen in einer Organschaftserklärung zusichern lassen.

Für die Geltendmachung des Anspruchs auf Sicherheitenbestellung muss sich der Gläubiger innerhalb von **sechs Monaten** ab Bekanntmachung der Eintragung der Beendigung des Unternehmensvertrages in das Handelsregister bei der Obergesellschaft melden.⁵⁵⁰ Eine bestimmte Form der Meldung oder eine Verifizierung von Art und Umfang des Anspruchs hat der Gläubiger dabei nicht zu befolgen.⁵⁵¹ Der Anspruch auf Sicherheitsleistung kann durch eine nicht selbstschuldnerische Bürgschaft⁵⁵² oder jede andere Sicherheit nach § 232 BGB erfüllt werden.⁵⁵³ Welche Sicherheit gewählt wird, kann die Obergesellschaft bestimmen. Stellt sie jedoch eine Bürgschaft, so bleibt ihr (sofern nicht anders vereinbart) die Einrede der Vorausklage erhalten, § 303 III AktG. Lehnt der Gläubiger

507

546 OLG Köln, Beschl. v. 26.02.2008 – 15 U 147/07, IBRRS 66194; Koch, in Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl. 2020, § 303 Rn. 3; Merkel/Richterath, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band 2, 5. Aufl. 2017, § 98 Rn. 70.

547 Piekenbrock/Ludwig, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band 2 (Stand: Februar 2020), Rn. 4/2963.

548 Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl. 2020, § 303 Rn. 8.

549 OLG Köln, Beschl. 26.02.2008 – 15 U 147/07, IBRRS 66194.

550 Gem. § 303 I AktG ist der relevante Zeitpunkt die Eintragung der Beendigung des Vertrages in das Handelsregister gem. § 10 HGB. Mit der Einführung des elektronischen Handelsregisters hat sich hier der Beginn der Frist zu Lasten der Gläubiger erheblich vorverlagert.

551 Aus Gründen der Beweisbarkeit sollte die schriftliche Form gewählt werden; so auch: Wittig/Wulfers, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020), Rn. 4/2937.

552 Im Falle der Abgabe einer Organschaftserklärung sollte daher im Interesse des Gläubigers die Verpflichtung zur Übernahme einer selbstschuldnerischen Bürgschaft oder einer Garantie (eventuell auf erstes Anfordern) vereinbart werden.

553 Altmeppen, in: MünchKomm-AktG, 5. Aufl. 2020, § 303, Rn. 34 f.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

nun wiederum diese, für die Obergesellschaft vorteilhafte, Bürgschaft ab, so verliert er seinen Sicherungsanspruch aus § 303 AktG.⁵⁵⁴ Dieser faktische Kontrahierungszwang wird jedoch dadurch entschärft, dass gerade in den wesentlichen Fällen der Insolvenz des Schuldners dem herrschenden Unternehmen die Einrede wegen § 773 I Nr. 3 BGB wiederum abgesprochen wird.⁵⁵⁵ Der Anspruch auf Sicherheitsleistung gegen die Obergesellschaft entsteht auch im Falle der **Insolvenz der Untergesellschaft**.⁵⁵⁶ Nach allgemeiner Ansicht wandelt sich der Anspruch auf Sicherheitsleistung in einen **unmittelbaren Zahlungsanspruch** gegen die Obergesellschaft um, wenn die Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen der Untergesellschaft mangels Masse abgelehnt wird oder diese wegen Vermögenslosigkeit aus dem Handelsregister gelöscht wird.⁵⁵⁷ Ob dies auch der Fall ist, wenn das Insolvenzverfahren über das Vermögen der Untergesellschaft tatsächlich eröffnet wird, entzieht sich einer einheitlichen Betrachtung.⁵⁵⁸ Insbesondere im Hinblick auf die Wertung des § 773 I Nr. 3 BGB sprechen gute Gründe dafür, dem Gläubiger auch in diesem Fall einen unmittelbaren Zahlungsanspruch zu gewähren.⁵⁵⁹

- 508 Zwar besteht der Anspruch auf Verlustausgleich nur für Verluste, die während der Laufzeit des Unternehmensvertrages angefallen sind.⁵⁶⁰ Etwaige Verlustvorträge vor Abschluss des Unternehmensvertrages sind nicht erfasst. Jedoch beeinträchtigt das Vorliegen von nicht ausgleichspflichtigen Verlustvorträgen bei einem Insolvenzverfahren über das Vermögen der Untergesellschaft den oben genannten Anspruch des Gläubigers auf Sicherheitsleistung nicht.⁵⁶¹
- 509 Zu einer bis dahin höchstrichterlich ungeklärten Thematik hat der BGH explizit Stellung bezogen und sich der bis dato und auch heute noch h. M. im Schrifttum

554 Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien – und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl. 2019, Aktiengesetz, § 303 Rn. 22.

555 Altmeppen, in: MünchKomm-AktG, 5. Aufl. 2020, § 303 Rn. 62 ff.

556 Wittig/Wulfers, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020) Rn. 4/2938; Merkel/Richrath, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band. 2, 5. Aufl. 2017, § 98 Rn. 72.

557 BGH, Urt. v. 11.11.1991 – II ZR 287/90, BGHZ 116, 37 = WM 1991, 2137, juris Rn. 10; BGH, Urt. v. 23.9.1991 – II ZR 135/90, BGHZ 115, 187 = NJW 1991, 3142, juris Rn. 21; Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl. 2019, § 303 AktG Rn. 24; Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl. 2020, § 303 Rn. 7; Stephan, in: Schmidt/Lutter AktG, 4. Aufl. 2020, § 303 Rn. 28; Servatius, in: Grigoleit AktG, 2. Aufl. 2020, § 303 Rn. 9.

558 Dafür Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl. 2019, § 303 AktG Rn. 25; Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl. 2020, § 303 Rn. 7; Stephan, in: Schmidt/Lutter AktG, 4. Aufl. 2020, § 303 Rn. 27; dagegen Hirte, in Groß-Komm. AktG, 4. Aufl. 2013, § 303 Rn. 12.

559 So auch Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl. 2019, § 303 AktG Rn. 25; Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl. 2020, § 303 Rn. 7; Stephan, in: Schmidt/Lutter AktG, 4. Aufl. 2020, § 303 Rn. 28.

560 Koch, in: Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl. 2020, § 302 Rn. 10.

561 Wittig/Wulfers, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020), Rn. 4/2953.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

angeschlossen.⁵⁶² Dabei geht es um eine Haftungsbegrenzung der Sicherheitsleistung aus § 303 AktG wegen des Problems der Endloshaftung bei Dauerschuldverhältnissen (vorliegend Stromlieferungsvertrag) aufgrund der vermeintlichen Regelungslücke (so BGH) in § 303 AktG. Diese schließt die Rechtsprechung nun durch entsprechende Anwendung der §§ 26, 160 HGB und § 327 IV AktG. Dadurch erfolgt eine Begrenzung auf Ansprüche, die innerhalb von 5 Jahren ab der Bekanntmachung der Eintragung der Beendigung des Vertrages fällig werden.⁵⁶³ Das beherrschte Unternehmen sei bei Beendigung des Unternehmensvertrages im „satzungsgemäßen Normalzustand zurückzulassen.“ Der BGH argumentiert, dass das beherrschende Unternehmen sich nicht der wirtschaftlichen Verantwortung entziehen dürfe. Bei Handelsverhältnissen (z. B. auf Grundlage eines EFET-Rahmenvertrags), die durch Close-out Netting beendet werden und bei denen alle Ansprüche aus laufenden Geschäften (unabhängig von deren Laufzeit) durch einen fälligen Close-out Anspruch gegen das beherrschte Unternehmen ersetzt wird, spielt diese Frage möglicherweise keine Rolle.

Der Unternehmensvertrag bedarf zu seiner Wirksamkeit der Schriftform, der Zustimmung der Haupt- bzw. Gesellschafterversammlung der Unter- und Obergesellschaft⁵⁶⁴ sowie der Eintragung in das jeweilige Handelsregister (§ 293 AktG). Durch das Zustimmungserfordernis der jeweiligen Gesellschaften besteht die Gefahr, dass durch nicht erkannte Nichtigkeit oder spätere Anfechtung der jeweiligen Gesellschafterbeschlüsse der Unternehmensvertrag nicht wirksam abgeschlossen worden ist. In diesem Fall besteht kein Verlustausgleichsanspruch der Untergesellschaft, selbst wenn der Unternehmensvertrag in das Handelsregister eingetragen worden ist.⁵⁶⁵ Etwas anderes gilt nur, wenn der jeweilige Unternehmensvertrag tatsächlich durchgeführt worden ist, d. h. eine Beherrschung oder Gewinnabführung tatsächlich erfolgte.⁵⁶⁶ In diesen Fällen kann sich die Obergesellschaft nicht rückwirkend auf die Unwirksamkeit des Unternehmensvertrages berufen.⁵⁶⁷ Allerdings hat die Problematik der fehlerhaften Verträge durch die Einführung des Freigabeverfahrens (§ 246a AktG) an

510

562 Vgl. für die h. M. etwa *Emmerich*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl. 2019, § 303 AktG Rn. 13b f.; *Koch*, in: Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl. 2020, § 303 Rn. 3; *Stephan*, in: Schmidt/Lutter AktG, 4. Aufl. 2020, § 303 Rn. 11.

563 BGH, Urt. v. 07. 10. 2014 – II ZR 361/13, NZG 2014, 1340; Auseinandersetzung mit der Entscheidung durch *Beck*, NZI 2015, 258 insb. 262; der BGH ließ dies bereits in einer mündlichen Verhandlung im Jahre 2009 anklingen (II ZR 80/08) – aufgrund einer Rücknahme der Revision gab es jedoch keine Urteilsverkündung; *Altmeppen*, MünchKomm-AktG, 5. Aufl. 2020, § 303 Rn. 27 ff.

564 Je nach Unternehmensform kann eine qualifizierte Mehrheit erforderlich sein.

565 *Emmerich*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl. 2019, § 291 AktG Rn. 28a f.

566 *Emmerich*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl. 2019, § 291 AktG Rn. 28b.

567 Für die GmbH in analoger Anwendung der aktienrechtlichen Bestimmungen: BGH, Urt. v. 11. 11. 1991 – II ZR 287/90, BGHZ 116, 37, 38 f. = WM 1991, 2137, 2137.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Bedeutung verloren; denn die Norm ordnet umfassenden Bestandsschutz für mangelhafte Unternehmensverträge an, wenn ihre Eintragung in das Handelsregister auf einem Freigabebeschluss beruht.⁵⁶⁸ Dieser wirkt unabhängig von einer Invollzugsetzung.⁵⁶⁹

- 511 Um dem Risiko zu entgehen, dass ein Unternehmensvertrag unwirksam und nicht durchgeführt worden ist, kann der Gläubiger sich von der Obergesellschaft die **Wirksamkeit** und erfolgte **Durchführung** des Unternehmensvertrages in der Organschaftserklärung **bestätigen lassen**. Die Unrichtigkeit dieser Auskunft kann zu einem Schadensersatzanspruch gegenüber der Obergesellschaft führen.⁵⁷⁰ Der Gläubiger hat jedoch den Nachweis zu erbringen, dass er bei richtiger Auskunft der Obergesellschaft von dem Rechtsgeschäft mit der Untergesellschaft Abstand genommen hätte und die Obergesellschaft an der unrichtigen Auskunft eine Schuld trifft.⁵⁷¹ Dieses Beweisrisiko bleibt dem Gläubiger erspart, wenn die Obergesellschaft einen Verzicht erklärt, sich gegenüber dem Gläubiger auf eine etwaige Unwirksamkeit zu berufen. Obwohl die Unwirksamkeit des Unternehmensvertrages klar in die Sphäre des Sicherungsgibers fällt, wird diese Zusicherung häufig nur sehr zögerlich oder gar nicht gegeben.
- 512 Umstritten ist, ob die Verlustausgleichspflicht der Obergesellschaft auch **Abwicklungsverluste** bei Auflösung oder Insolvenz der Untergesellschaft erfasst. Dies hängt davon ab, ob man den Unternehmensvertrag mit der Auflösung oder Insolvenz als beendet ansieht.⁵⁷² Um dieses Risiko im Interesse des Gläubigers auszuschließen, sollte die Obergesellschaft in der Organschaftserklärung versichern, dass sie etwaige Abwicklungsverluste ebenfalls trägt. Bei Verstoß kann der Gläubiger dann einen Schadensersatzanspruch geltend machen.

VII. OTC-Verträge in der Insolvenz

1. Überblick und Abgrenzung

- a) *Wirtschaftliche Hintergründe von insolvenzanknüpfenden Lösungs- und Netting-Klauseln*
- 513 Netting ist eines der ganz zentralen rechtlichen Themen des bilateralen Energiehandels. Durch Netting soll erreicht werden, dass im Insolvenzfall alle noch laufenden und unter einem Rahmenvertrag zusammengefassten Geschäfte ge-

568 Altmeppen, in MünchKomm-AktG, 5. Aufl. 2020, § 291 Rn. 195.

569 Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl. 2019, § 291 AktG Rn. 28a.

570 Wittig/Wülfers, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020) Rn. 4/2951.

571 Dies ist z. B. dann nicht der Fall, wenn die Obergesellschaft wegen einer plötzlichen Änderung der Rechtsprechung die Unwirksamkeit des Unternehmensvertrages nicht erkennen konnte; vgl. Wittig/Wülfers, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020), Rn. 4/2952.

572 Wittig/Wülfers, in: Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Band II (Stand: Februar 2020) Rn. 4/2956.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

meinsam beendet, bewertet und zu einem Betrag verrechnet („genettet“) werden.⁵⁷³ Ziel ist, dass solche Geschäfte, soweit insolvenzrechtlich zulässig, **nicht dem Wahlrecht des Insolvenzverwalters unterliegen**. Der Insolvenzverwalter könnte ansonsten bei Anwendbarkeit von § 103 InsO auf die Erfüllung ihm günstiger, laufender Geschäfte bestehen und hinsichtlich ungünstiger Geschäfte auf die Quote verweisen (so genanntes „**Cherry-Picking**“).⁵⁷⁴

Die Bedeutung von funktionierenden Netting-Vereinbarungen soll an einem Beispiel verdeutlicht werden: 514

A und B haben auf Grundlage eines EFET-Rahmenvertrages zwei Geschäfte abgeschlossen. Tagesaktuell bewertet und unter der hypothetischen Annahme der sofortigen Beendigung und Fälligkeit beläuft sich die offene Position von Partei A aus dem einen Geschäft („Geschäft 1“) auf eine Forderung in Höhe von 10 Mio. EUR. A ist hier „in-the-money“. Dagegen ist A beim anderen Geschäft („Geschäft 2“) „out-of-the-money“. Die Verbindlichkeit von A und damit die Forderung von Partei B aus diesem Geschäft beläuft sich auf 13 Mio. EUR. Bei sofortiger Beendigung der offenen Geschäfte und einfacher Saldierung könnte also B von A 3 Mio. EUR verlangen. Wird ein Insolvenzverfahren über das Vermögen von Partei B eröffnet, gilt, dass B's Insolvenzverwalter – ohne vertragliches oder gesetzliches Netting – auf Grundlage von § 103 InsO von A die Erfüllung des ihm günstigen Vertrages und damit 13 Mio. EUR fordern könnte. Partei A könnte er mit ihrer eigenen Forderung in Höhe von 10 Mio. EUR auf die Insolvenzquote verweisen. Bei einer Quote von z. B. 10 % hieße das, dass B von A 13 Mio. EUR und A von B lediglich 1 Mio. EUR fordern könnte.

Ohne Netting-Vereinbarung müsste A per Saldo einen Betrag von 12 Mio. EUR an B bezahlen. Sofern eine wirksame Netting-Vereinbarung getroffen wurde, müsste A lediglich 3 Mio. EUR bezahlen.

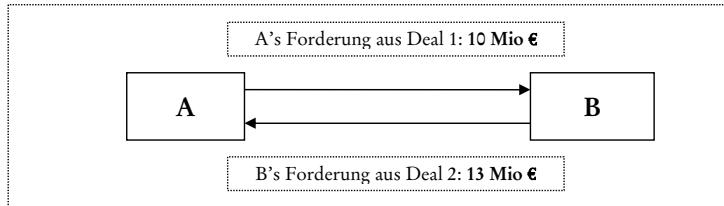
573 Ausführlich zum Thema Netting vgl. *Benzler*, Nettingvereinbarungen im außerbörslichen Derivatehandel, Diss. Baden-Baden 1999, S. 56 ff.; *Fuchs*, Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko, Diss. Bonn 2012, S. 45 ff.; zu Netting-Fragen speziell im Stromhandelsbereich siehe *Liesenhoff*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 10, Rn. 66 ff.; *Fried/Wulff*, ET 2003, 811, 812 ff.; *Riewe*, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 131 ff.; *Zenke/Pisani*, ET 2002, 851 ff.; zu Netting-Themen im Bereich OTC-Finanzderivate vgl. *Fried*, in: *Zerey*, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, §§ 16–26.

574 Nach § 103 (Wahlrecht des Insolvenzverwalters) gilt Folgendes: „(1) Ist ein gegenseitiger Vertrag zur Zeit der Eröffnung des Insolvenzverfahrens vom Schuldner und vom anderen Teil nicht oder nicht vollständig erfüllt, so kann der Insolvenzverwalter anstelle des Schuldners den Vertrag erfüllen und die Erfüllung vom anderen Teil verlangen. (2) Lehnt der Verwalter die Erfüllung ab, so kann der andere Teil eine Forderung wegen der Nichterfüllung nur als Insolvenzgläubiger geltend machen. [...]“. Zur Bedeutung von § 119 InsO und seiner Vorwirkung auf den Zeitraum vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens siehe Rn. 525 und Rn. 539 ff.

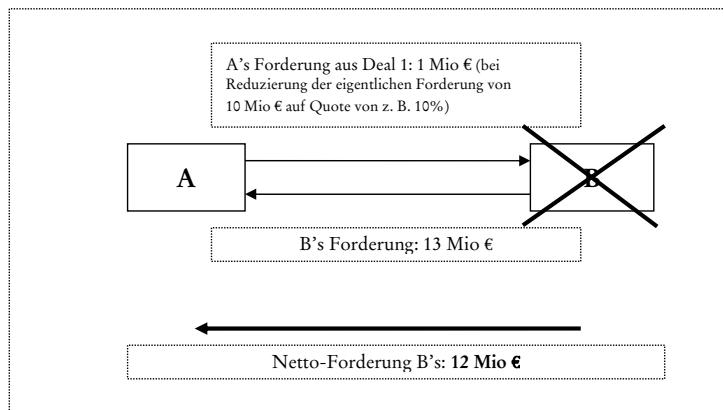
Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

515 Graphisch dargestellt, ergibt sich folgendes Bild:

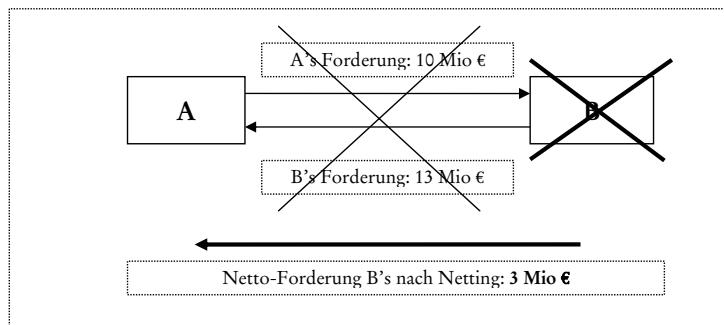
- Ausgangssituation vor B's Insolvenz (tagesaktuelle Bewertung der offenen Geschäfte; hypothetische Forderung bei angenommener vorzeitiger Beendigung):



- Situation ohne vertragliches oder gesetzliches Netting nach B's Insolvenz (Insolvenzverwalter macht von Wahlrecht Gebrauch):



- Situation mit Netting nach B's Insolvenz:



b) *Aufsichtsrechtliche Hintergründe*

Standardisierte Rahmenverträge mit Netting-Klauseln dienen zum einen natürlich dem generellen Risikomanagement.⁵⁷⁵ Für Finanzinstitute kommt noch der wichtige Zweck hinzu, aufsichtsrechtlich geforderte Großkreditrisiken beziehungsweise Eigenmittel auf Basis des Nettobetrages berechnen zu dürfen. Hintergrund ist, dass bei einem funktionierenden Netting die Werte der jeweiligen Transaktionen als Einheit angesehen werden können. Einzelheiten zur Anrechnung von Geschäften auf Netto-Basis ergeben sich insbesondere aus der Verordnung (EU) 575/2013 (Capital Requirements Regulation – CRR).⁵⁷⁶ Die konkreten Voraussetzungen für die Ermäßigung des Kreditäquivalenzbetrags bei Verwendung von Netting-Vereinbarungen finden sich in Art. 271–293 und 299 CRR.⁵⁷⁷

Nach der Anerkennung durch die zuständige Behörde kann eine risikomindernde Behandlung gewährt werden. Dazu müssen insbesondere die folgenden Voraussetzungen des Art. 296 CRR erfüllt sein: (1) die Vereinbarung muss so gestaltet sein, dass sie für alle erfassten Geschäfte **eine einzige rechtliche Verpflichtung** begründet und somit das Institut bei Ausfall des Vertragspartners nur einen Anspruch bzw. eine Zahlungsverpflichtung in Höhe des Saldos der positiven und negativen Merkmale der erfassten Einzelgeschäfte hat; (2) darüber hinaus hat das Institut den zuständigen Behörden durch Rechtsgutachten unter Berücksichtigung aller relevanten nationalen Rechtsvorschriften nachzuweisen, dass **auch bei einer rechtlichen Anfechtung der Netting-Vereinbarung keine Verpflichtungen oder Ansprüche begründet werden**, die über den unter (1) festgelegten Umfang hinaus gehen; (3) das Kreditrisiko wird gegenüber dem Vertragspartner **in einer einzigen rechtlichen Risikoposition in Bezug auf Kreditobergrenzen und dem internen Kapital zusammengefasst** und (4) es liegt keine Vereinbarung vor, die es der solventen (bzw. vertragserfüllenden) Partei ermöglicht, nicht oder nur mit Einschränkung zu zahlen, sofern sie gegenüber der insolventen (bzw. ausfallenden) Partei Schuld-

516

517

575 Ausführlich für den Bereich des Energiehandels: *Riewe*, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 143 f.

576 Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, veröffentlicht im Amtsblatt Nr. L 176 vom 27. 06. 2013, S. 1–337, berichtigt und vollständig ersetzt in Amtsblatt Nr. L 321 vom 30. 11. 2013, S. 6–342.

577 Die Regelungen für die Anerkennung der risikomindernden Effekte von vertraglichem Netting sowie der Anerkennung von Nettingvereinbarungen wurden auf europäischer Ebene harmonisiert. Vgl. zum Thema Netting bzw. Rechtsgutachten Art. 295 ff. CRR.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

nerin des Ausgleichsbetrags nach Close-out ist (**keine „Ausstiegs-“ bzw. „walk-away“-Klausel**).⁵⁷⁸

- 518 Sofern sich ein Institut von der Rechtswirksamkeit der Vereinbarung auf der Grundlage eines schriftlichen und mit einer Begründung versehenen Rechtsgutachtens überzeugt hat, können Geschäfte auf Basis des Nettobetrages angerechnet werden.⁵⁷⁹ Diesem Zweck dienen so genannte „**Netting-Opinions**“, die den Aufsichtsbehörden auf Verlangen vorzulegen sind.⁵⁸⁰ Sofern die Nettobemesungsgrundlage unter Berücksichtigung einer bestimmten Art von Aufrechnungsvereinbarung ermittelt werden soll, muss diese Absicht der BaFin und der Deutschen Bundesbank angezeigt werden. Das Institut muss zudem im Streitfall in der Lage sein, die Einbeziehung der Geschäfte in die Aufrechnungsvereinbarung beweisen zu können und muss hierzu über die erforderlichen Belege verfügen. Die Rechtswirksamkeit der Aufrechnungsvereinbarung und die Einbeziehung der Geschäfte sind laufend im Hinblick auf mögliche Änderungen der einschlägigen Rechtsvorschriften zu überprüfen.⁵⁸¹
- 519 Verträge können ohne bzw. ohne wirksame Netting-Klauseln abgeschlossen werden. Dann muss das Institut allerdings bereit sein, auf die Anrechnung zu verzichten und das Risiko brutto und ohne Verrechnung der Werte der Einzeltransaktionen anzusetzen. Sofern Rahmenverträge verwendet werden, für die positive Netting-Opinions existieren und vorausgesetzt, die für Netting wesentlichen Bestimmungen der Rahmenverträge (so genannte „*Core-Provisions*“) wurden nicht geändert, besteht kein Handlungsbedarf, wenn ein aktuelles Gutachten des jeweiligen Verbandes vorliegt. Sofern „Core-Provisions“ im Einzelfall wesentlich geändert werden und diese Änderungen vom Standard-Gutachten nicht mehr gedeckt sind, ist jedoch Vorsicht geboten. In diesem Fall können Ergänzungs-Gutachten hilfreich sein.

578 Vgl. hierzu *Fried*, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 16 Rn. 21; Art. 296 II (d) CRR lautet wie folgt: „d) der Vertrag enthält keine Klausel, die bei Ausfall einer Vertragspartei einer vertragserfüllenden Partei die Möglichkeit gibt, nur begrenzte oder gar keine Zahlungen in die Konkursmasse zu leisten, auch wenn die ausfallende Partei ein Nettogläubiger ist (sogenannte Ausstiegsklausel).“

579 *Fried*, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 16 Rn. 24.

580 Netting Opinions werden üblicherweise von den Sponsoren der Rahmenverträge (z. B. von EFET, ISDA, Die Deutsche Kreditwirtschaft (DK), Bankenvereinigung der Europäischen Union (FBE)) in Auftrag gegeben. Sie werden in der Regel den Verbänden und deren Mitgliedern zur Vorlage bei der entsprechenden Aufsichtsbehörde zur Verfügung gestellt.

581 Wurde die Rechtswirksamkeit und Durchsetzbarkeit des vertraglichen Nettings gegenüber einer der zuständigen Behörden nicht ausreichend nachgewiesen, so wird die Vereinbarung nicht risikomindernd berücksichtigt (Art. 296 II letzter Unterabsatz CRR).

c) *Netting-Arten*

Unter dem Oberbegriff Netting werden zwei unterschiedliche Typen von Aufrechnungsklauseln zusammengefasst, die strikt zu unterscheiden sind.⁵⁸² 520

aa) *Close-out Netting (Liquidations-Netting)*

Beim **Close-out Netting** geht es darum, bei vorzeitiger Beendigung des Handelsvertrages aufgrund besonderer Umstände den jeweiligen Wert, der einzelnen Transaktionen zugemessen wird, untereinander zu verrechnen. Es geht hierbei also nicht um Aufrechnung von bereits fälligen Ansprüchen, sondern um eine Verrechnung von Beträgen, die erst als Folge der vorzeitigen Beendigung laufender Verträge festgestellt wurden.⁵⁸³ 521

Eine Legaldefinition des Close-out Netting („Aufrechnung infolge Beendigung“) findet sich in Art. 2 I lit. n) der Finanzsicherheitenrichtlinie⁵⁸⁴ sowie in Art. 295 lit. a) der CRR.⁵⁸⁵ 522

bb) *Payment-Netting (Zahlungs-Netting)*

Beim **Payment-Netting** geht es, im Gegensatz zum hiervon streng zu trennenden Close-out Netting, um die Verrechnung von Forderungen, die im Rahmen des gewöhnlichen Geschäftsablaufes fällig werden und sich dann aufrechenbar gegenüberstehen. Close-out Netting dient dem Risiko-Management unter 523

582 Vgl. zu den Arten des Nettings: *Benzler*, Nettingvereinbarungen im außerbörslichen Derivatehandel, Diss. Baden-Baden 1999, S. 59 ff.; *Fuchs*, Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko, Diss. Bonn 2012, S. 45 f.; *Riewe*, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 138 ff.; *Zenke/Dessau*, in: *Theobald/Kühling*, Energierecht, 107. Ergänzungslieferung Juli 2020, Energiehandel 140 Rn. 260 ff.

583 Vgl. §§ 10.4, 10.5, 11.1 und 11.2 EFET; Section 5 (a), 6 (a) ISDA; Nr. 7, 8 und 9 DRV.

584 Richtlinie 2002/47/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten (ABL EU Nr. L 168 vom 27.06.2002, S. 43 ff.). Art. 2 I lit. n) der Finanzsicherheitenrichtlinie lautet: „Aufrechnung infolge Beendigung‘ („close out netting“) ist eine vertragliche Bestimmung im Rahmen der Bestellung einer Finanzsicherheit bzw. einer Vereinbarung, die die Bestellung einer Finanzsicherheit umfasst, oder – sofern nichts vereinbart wurde – eine Rechtsvorschrift, wonach der Eintritt eines Verwertungs- bzw. Beendigungsfalls (im Wege der Verrechnung, Aufrechnung oder auf andere Weise) Folgendes nach sich zieht: i) die entsprechenden Verpflichtungen werden entweder sofort fällig und in eine Zahlungsverpflichtung in Höhe ihres geschätzten aktuellen Werts umgewandelt oder beendet und durch einen entsprechenden Zahlungsanspruch ersetzt und/oder ii) der Wert der beiderseits fälligen finanziellen Verpflichtungen wird ermittelt, wobei die Partei mit den höheren Verbindlichkeiten den errechneten Nettosaldo an die andere Partei zu zahlen hat.“

585 Art. 295 lit. a) CRR lautet wie folgt: „bilaterale Schuldumwandlungsverträge zwischen einem Institut und seinem Vertragspartner, durch die gegenseitige Forderungen und Verbindlichkeiten automatisch so zusammengefasst werden, dass sich bei jeder Schuldumwandlung ein einziger Nettobetrag ergibt und so ein einziger neuer Vertrag entsteht, der alle früheren Verträge und alle aus diesen Verträgen erwachsenden Pflichten der Vertragsparteien ersetzt und für alle Seiten rechtsverbindlich ist;“.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

außergewöhnlichen Umständen (insbesondere der Insolvenz einer Vertragspartei) und führt durch vorzeitige Beendigung von Transaktionen zu fälligen Forderungen, die dann verrechnet werden. Hauptzweck des Payment-Nettings ist dagegen die Vereinfachung des Zahlungsverkehrs während des laufenden Geschäftsbetriebes. Planmäßig fällige Beträge sollen verrechnet werden, um zu vermeiden, dass beide Parteien am gleichen Tag jeweils an die andere Partei Beträge überweisen. Ob das Payment-Netting wie vorgesehen vereinbart werden soll, ist damit nicht in erster Linie eine Frage des Risiko-Managements, sondern vielmehr eine Frage der Organisation von Zahlungsflüssen.⁵⁸⁶

2. Funktionsweise und typische Elemente von Netting-Vereinbarungen

- 524 Netting-Vereinbarungen in standardisierten Rahmenverträgen bestehen üblicherweise aus vier Elementen:

- **Single Agreement Klausel:** Rahmenverträge enthalten üblicherweise eine Klausel, in der der Wille der Parteien zum Ausdruck kommt, dass alle auf Grundlage des Rahmenvertrages abgeschlossenen Einzeltransaktionen untereinander und gemeinsam mit dem Rahmenvertrag einen einheitlichen Vertrag bilden sollen.⁵⁸⁷
- **Beendigungsklausel:** Ein weiteres wesentliches Element ist eine insolvenzanknüpfende Beendigungsklausel. Diese Vertragsklausel sieht vor, dass im Insolvenzfall alle offenen Transaktionen unter dem Vertrag beendet werden sollen. Gegenüber deutschen Parteien wird üblicherweise auf den Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens abgestellt und für diesen Fall eine automatische Beendigung des Vertrages vereinbart.⁵⁸⁸
- **Positionenbewertung:** Im nächsten Schritt werden offene Positionen und Gegenpositionen nach vorgegebenen Maßstäben bewertet. Besonderheit beim Netting ist, dass nicht (nur) bereits fällige und aufrechenbar gegenüberstehende Forderungen zu bewerten sind, sondern insbesondere die Positionen aus noch laufenden Verträgen, die lediglich aufgrund der insolvenzbedingten, frühzeitigen Beendigung entstehen.

586 Vgl. § 13.3 EFET, Sec. 2(c) ISDA; Nr. 3 III DRV. Im Einzelfall kann jedoch auch Payment-Netting helfen, Risiken zu reduzieren. Ohne Payment-Netting kann u. U. das Risiko entstehen, dass die solvente Partei an einem bestimmten Tag die von ihr geschuldeten Beträge zahlt, während die insolvente Partei ihre am gleichen Tag fällige Überweisungen nicht mehr ausführen kann.

587 Siehe ausführlich hierzu Rn. 234 f.

588 Während bei eigenen Anträgen der insolventen Partei die Gefahr eines missbräuchlichen Insolvenzantrages kein Problem darstellt, stellen eventuell missbräuchliche Insolvenzanträge Dritter eine Gefahr für den Bestand von Rahmenverträgen dar. In diesen Fällen ist es nicht im Interesse der Parteien, ohne weiteres das gesamte Vertragsverhältnis zu beenden. Für Drittanträge enthalten Rahmenverträge daher in aller Regel ein Korrektiv in Form einer „Grace Period“ (vergleiche z. B. Sec. 5(a)(vii)(4) 1992 ISDA Master Agreement (30-Tages-Frist)) oder eines objektiven Insolvenz-Tests (z. B. Nr. 7 II DRV).

- **Netting und Abschlusszahlung:** Letzter Schritt ist die Verrechnung zur Bildung eines Nettobetrages (daher der Begriff „Netting“). Üblicherweise werden in den Endbetrag nicht nur die bewerteten Positionen der laufenden Geschäfte mit eingerechnet, sondern auch alle sonstigen Forderungen.

3. Insolvenzrechtliche Zulässigkeit

Die Frage ob Close-out Netting im Zusammenhang mit der (drohenden) Insolvenz eines Vertragspartners wirksam ist, ist eine der meist diskutierten und praktisch bedeutsamsten Rechtsfragen im Zusammenhang mit Rahmenverträgen. Für die Wirksamkeit der Netting-Vereinbarung ist in erster Linie das anwendbare nationale Insolvenzrecht maßgeblich. Dieses ist in aller Regel das **Ortsrecht des Insolvenzverfahrens** und damit grundsätzlich unabhängig vom deutschen Vertragsstatut.

Nach deutschem Insolvenzrecht hat der Insolvenzverwalter grundsätzlich gem. § 103 InsO die Wahl, ob er vor der Insolvenz abgeschlossene, beiderseits noch nicht vollständig erfüllte, Verträge erfüllen möchte, oder nicht. Sofern § 103 InsO auch für unter Rahmenverträgen zusammengefasste Geschäfte gelten würde, stünde es dem Insolvenzverwalter frei, für ihn günstige Geschäfte aufrecht zu erhalten, während ungünstige Geschäfte auf Kosten des Vertragspartners nicht weiter erfüllt würden. Dieses „Cherry Picking“⁵⁸⁹ des Insolvenzverwalters soll durch insolvenzwirksames Netting verhindert werden. Die von beiden Seiten im Vertrauen auf die einheitliche Beendigung zusammengefassten Geschäfte werden vollständig beendet und bewertet. Sämtliche positiven bzw. negativen Marktwerte werden im Zuge dessen zu einer **einheitlichen Ausgleichsforderung** zusammengefasst.

Die großen Standardrahmenverträge EFET, ISDA und DRV sehen allesamt Netting-Klauseln vor, die jahrelang auch Energiegroßhandels- bzw. Derivategeschäften zugrunde gelegt worden waren. Ob das vertragliche Netting nach deutschem Insolvenzrecht tatsächlich insolvenzwirksam ist, war über längere Zeit mangels eindeutiger gesetzlicher Vorgaben oder spezieller Rechtsprechung allerdings **nicht abschließend geklärt**. Aufgrund der gesetzlichen Aussage, dass in Rahmenverträgen zusammengefasste und nur einheitlich beendbare Geschäfte als einheitlicher Vertrag gelten (vgl. § 104 II 3 InsO a.F.), wurde indes aber mit guten Argumenten davon ausgegangen, dass Netting auch im Insolvenzfall grundsätzlich anerkannt werden sollte.⁵⁹⁰ Die Neufassung von § 104 InsO im Jahr 2016 schuf mit expliziten Vorgaben hier Rechtssicherheit für den

⁵⁸⁹ Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 16 Rn. 1.

⁵⁹⁰ Bejahend beispielsweise Jacoby, in: Jaeger, InsO, 2014, § 119 Rn. 42; Hess, Insolvenzrecht, 2. Aufl. 2013, § 104 Rn. 83 (Vorauflage); Jahn/Fried, in: MünchKomm-InsO, Band 2, 3. Aufl. 2013, § 104 Rn. 173a (Vorauflage); Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 26 Rn. 1; verneinend hingegen beispielsweise Marotzke, in: Heidelberger Kommentar, InsO, 8. Aufl. 2016, § 104 Rn. 16 (Vorauflage); Lüer, in: Uhlenbruck, Insolvenzordnung, 14. Aufl. 2015, § 104 Rn. 38 (Vorauflage); Wegener, in: Frankfurter Kommentar, InsO, 8. Aufl. 2015, § 104 Rn. 34 (Vorauflage).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Vorgaben entsprechende vertragliche Nettingvereinbarungen, deren Wirksamkeit nunmehr anerkannt ist.⁵⁹¹

- 528 Die Argumentation zur Wirksamkeit von Nettingvereinbarungen wurde zunächst nach einem (nicht netting-bezogenen) Urteil des BGH vom 15.11.2012 (Az.: IX ZR 169/11)⁵⁹² zu **insolvenzabhängigen Lösungsklauseln** auf den Prüfstand gestellt. In diesem Urteil hat der BGH im Rahmen von § 103 InsO eine automatische Beendigungsklausel in einem Energieliefervertrag für **unwirksam** erklärt, die an den Insolvenzantrag anknüpfte und somit das Wahlrecht des Insolvenzverwalters von vornherein ausschloss. Das Gericht sah solche vertraglichen Lösungsklauseln nur dann als zulässig an, wenn diese einem gesetzlich vorgesehenen Lösungsrecht entsprechen. Die Argumentation des Gerichts zieltet im Wesentlichen auf die Möglichkeit des Insolvenzverwalters im Rahmen von § 103 InsO ab, für die Insolvenzmasse Lieferverträge mit günstigen Konditionen beizubehalten. Im Zusammenhang mit Nettingvereinbarungen wurde argumentiert, dass für Verträge, die von § 104 InsO a.F. gedeckt sind, wegen der zwingenden gesetzlichen Beendigung sowieso nie ein Insolvenzverwalterwahlrecht bestanden hätte, das unterminiert werden könnte. Insoweit (und im Rahmen der Vorgaben von § 104 InsO a.F.) sei die vorzeitige Beendigung und Netting insgesamt kein Verstoß gegen §§ 103 i. V. m. § 119 InsO.⁵⁹³

a) Hintergrund des Reformvorhabens

- 529 Im Juni 2016 bezog der BGH erstmalig zu einer vertraglichen und insolvenzknüpfenden Nettingvereinbarung Stellung.⁵⁹⁴ In seinem **Urteil vom 09.06.2016** entschied der IX. Senat, dass wesentliche Teile der **DRV-Standard-Nettingklausel** im Widerspruch zu zwingenden gesetzlichen Vorgaben in § 104 InsO stehen und daher **unwirksam** sind.⁵⁹⁵
- 530 Das Urteil behandelte den Fall der Insolvenz einer englischen Gesellschaft, die mit zwei deutschen Gesellschaften Aktienoptionsgeschäfte, auf Grundlage des DRV 1993/2001, abgeschlossen hatte. Im Zeitpunkt der Insolvenzeröffnung über das Vermögen der englischen Gesellschaft, war diese „in-the-money“ (d.h. die bestehenden Geschäfte hatten aus Sicht der englischen Gesellschaft einen posi-

591 Bornemann, in: Frankfurter Kommentar, InsO, 9. Aufl. 2018, § 104 Rn. 34; Marotzke, in: Heidelberger Kommentar, InsO, 9. Aufl. 2018, § 104 Rn. 7, 16–18; Fried, in: Münch-Komm-InsO, Band 2, 4. Aufl. 2019, § 104 Rn. 173a.

592 BGH, Urt. v. 15.11.2012 – IX ZR 169/11, WM 2013, 274–276; vgl. hierzu auch die Urteilsbesprechung von Zarth, GWR, 2013, 72.

593 Vgl. Obermüller, ZInsO 2013, 476, 477; Fried, in Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 21 Rn. 2; Löffler, BB 2013, 1283, 1289.

594 BGH, Urt. v. 09.06.2016 – IX ZR 314/14, NJW 2016, 2328.

595 Aufgrund der grundsätzlich vergleichbaren Ausgestaltung der Netting-Klauseln betrifft die BGH-Entscheidung grundsätzlich auch den physischen Handel mit Strom oder Gas auf Grundlage der EFET-Rahmenverträge; siehe zur grundsätzlichen Bedeutung der Entscheidung auch Piekenbrock, BB 2016, 1795, 1797; Hübler, NZI 2016, 622, 625; Zoller, NJW 2016, 2335; Martens, Juris-PR-BKR 7/2016, Anm. 2.

tiven Marktwert). Sie beanspruchte daher Zahlung nach Nr. 7, 8 und 9 des DRV 1993/2001.⁵⁹⁶

Das Berufungsgericht gab diesem Begehrten statt.⁵⁹⁷ Der BGH erkannte zwar einen Ausgleichsanspruch an, allerdings auf gesetzlicher und nicht vertraglicher Rechtsgrundlage. Wie aus § 119 InsO folge, sei das in § 104 InsO (a.F.) geregelte Ausgleichsregime im Insolvenzfall gegenüber dem Rahmenvertrag vorrangig.⁵⁹⁸ Auch die ausdrückliche Erwähnung von Rahmenverträgen über Finanzleistungen in § 104 II 3 InsO (a.F.) eröffne nicht die Möglichkeit, über den in dieser Vorschrift vorgesehenen Regelungsrahmen hinaus Abweichungen von § 104 InsO vertraglich vorzusehen.⁵⁹⁹ Sinn und Zweck der §§ 119, 104 II InsO – gerade auch im Hinblick auf die Abweichungen vom gesetzlichen Regelfall des § 103 InsO – sei es, Kursspekulationen des Verwalters einerseits und allgemein Ungewissheiten für den Masseumfang andererseits zu verhindern.⁶⁰⁰ Vor diesem Hintergrund wäre es widersprüchlich, wenn einerseits die Masse durch § 104 II InsO (a.F.) geschützt werden soll, indem diese Vorschrift kein Insolvenzverwalterwahlrecht vorsieht, während andererseits die Parteien gerade diesen Zweck des Masseschutzes durch individualvertragliche Vereinbarungen umgehen könnten, indem sie eine von § 104 III InsO (a.F.) zulasten der Masse abweichende Berechnungsweise des Ausgleichsanspruchs vorsehen.⁶⁰¹

Demnach unzulässige Abweichungen zulasten der Masse sah der BGH in den DRV-Netting-Bestimmungen als gegeben an. Insbesondere die im Rahmenvertrag, nicht jedoch in § 104 III InsO (a.F.), vorgesehene Beschränkung eines von der solventen Partei auszugleichenden finanziellen Vorteils auf den von der insolventen Partei erlittenen Schaden (§ 8 II 1 DRV 1993/2001) sei geeignet, das durch § 104 III InsO (a.F.) gewährleistete Niveau des Masseschutzes abzusenken.⁶⁰² Zudem mache die Vorschrift des § 104 III InsO (a.F.) den Anspruch der Masse wegen Nichterfüllung nicht davon abhängig, dass tatsächlich ein in gleicher Weise gesichertes Deckungsgeschäft abgeschlossen werden konnte; vielmehr gebe § 104 InsO (a.F.) eine abstrakte Berechnungsmethode vor.⁶⁰³ Damit solle eine ausgewogene und rechtssichere Bewertung erreicht werden, welche durch die im DRV 1993/2001 vorgesehene konkrete Berechnungsweise nicht gleichermaßen erzielbar sei.⁶⁰⁴

Ob die abweichend von § 104 InsO (a.F.) bereits für den Fall des Antrags auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens getroffene Vereinbarung der auflösenden Bedingung wirksam ist, weil sie als solche die in § 104 InsO (a.F.) vorgesehenen

596 BGH, Urt. v. 09.06.2016 – IX ZR 314/14, NJW 2016, 2328–2335, Rn. 1–9.

597 OLG Frankfurt a.M., Urt. v. 05.12.2013 – 16 U 183/12, juris.

598 BGH, Urt. v. 09.06.2016 – IX ZR 314/14, NJW 2016, 2328–2335, Rn. 54.

599 BGH, Urt. v. 09.06.2016 – IX ZR 314/14, NJW 2016, 2328–2335, Rn. 60.

600 BGH, Urt. v. 09.06.2016 – IX ZR 314/14, NJW 2016, 2328–2335, Rn. 59.

601 BGH, Urt. v. 09.06.2016 – IX ZR 314/14, NJW 2016, 2328–2335, Rn. 60.

602 BGH, Urt. v. 09.06.2016 – IX ZR 314/14, NJW 2016, 2328–2335, Rn. 60.

603 BGH, Urt. v. 09.06.2016 – IX ZR 314/14, NJW 2016, 2328–2335, Rn. 71.

604 Hartmann, EWiR 2016, 535, 536.

531

532

533

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Rechtsfolgen nicht ändert⁶⁰⁵ hat der BGH hingegen ausdrücklich offengelassen.⁶⁰⁶

- 534 Aufgrund der Bedeutung des Themas für die Real- und Finanzwirtschaft meldeten sich kurzfristig sowohl das **Justiz**- als auch das **Finanzministerium** in einer gemeinsamen Stellungnahme zu Wort. Sollte sich ergeben, dass das Urteil über den Einzelfall hinaus Auswirkungen auf die Akzeptanz des Rahmenvertrags im Markt und bei Aufsichtsbehörden hat, sollten gesetzgeberische Maßnahmen für eine kurzfristige Klarstellung bzw. Präzisierung der betroffenen Vorschriften des Insolvenzrechts auf den Weg gebracht werden. Ziel sollte sein, dass die gängigen Rahmenverträge auch weiterhin im Markt und von Aufsichtsbehörden anerkannt werden.⁶⁰⁷
- 535 Parallel erließ die **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)** eine Allgemeinverfügung, nach der die „vertraglichen Nettingvereinbarungen“ „vereinbarungsgemäß abzuwickeln“ waren.⁶⁰⁸
- 536 In Anbetracht der Tatsache, dass Transaktionen unter den Rahmenverträgen laufend und in hoher Frequenz abgeschlossen werden und ein abrupter Stillstand dieser Aktivitäten zu nicht abschätzbaren Konsequenzen für die Liquidität der Märkte und letztlich auch für die Infrastrukturen der Finanzmärkte hätte führen können, sah die BaFin eine Gefährdung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte als gegeben an.⁶⁰⁹
- 537 Die Allgemeinverfügung wurde auf § 4a WpHG a.F. gestützt, wonach die BaFin befristete Anordnungen treffen darf, um Missstände zu verhindern, „die Nachteile für die Stabilität der Finanzmärkte bewirken oder das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte erschüttern können.“ Die Anordnung wurde bis Ende 2016 befristet.
- 538 Daher musste bis zu diesem Zeitpunkt, wie in der Stellungnahme von BMF und BMJV auch ausdrücklich klargestellt, „sichergestellt werden, dass die Bundesrepublik Deutschland auch weiterhin – wie sämtliche Mitgliedstaaten der EU –

605 Diese Frage wird in der Literatur größtenteils bejaht, vgl. Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 19 Rn. 22; siehe zudem; Jacoby, in: Jaeger, InsO, 2014, § 119 Rn. 41; von Wilmowsky, in: Kübler/Prüting/Bork, Kommentar zur Insolvenzordnung (Stand: Februar 2020), § 104 Rn. 125 ff., Zimmer/Fuchs, ZGR 2010, 597, 633.

606 BGH, Urt. v. 09.06.2016 – IX ZR 314/14, NJW 2016, 2328–2335, Rn. 55; Kurzberg, BKR 2016, 324, 326, bezeichnet dies als „höchst bedauerlich“.

607 Gemeinsame Stellungnahme des BMF und des BMJV vom 09.06.2016, https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/2016-06-09-gemeinsame-erklaerung.html (28.12.2020).

608 BaFin, Geschäftszeichen: ED WA-Wp 1000-2016/0001, „Allgemeinverfügung zu Netting-Vereinbarungen im Anwendungsbereich des deutschen Insolvenzrechts v. 09.06.2016“, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_160609_allgvfg_nettingvereinbarungen.html (28.12.2020), Ziff. I. Vgl. hierzu auch Schäfer, BKR 2016, 321, 322; vgl. BaFin, ED WA-Wp 1000-2016/0001 Ziff. II.2.b)ff).

609 BaFin, ED WA-Wp 1000-2016/0001, Ziff. II.2.c).

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

zu den Jurisdiktionen gehört, in denen Finanztermingeschäfte wirksam in die üblichen Rahmenverträge eingebunden werden können.“⁶¹⁰

b) Reform des § 104 InsO mit Wirkung seit dem 29. 12. 2016

Ein erster **Regierungsentwurf** lag bereits am 14.09.2016 vor.⁶¹¹ Neun Tage später wurde dieser als besonders eilbedürftig gekennzeichnet (vgl. Art. 76 II 4 GG) an den Bundesrat weitergeleitet. Weder dessen Stellungnahme vom 04.11.2016⁶¹² noch die Empfehlungen des Rechtsausschusses⁶¹³ führten zur Änderungen des ursprünglichen Entwurfes,⁶¹⁴ welcher sodann am 01.12.2016 vom Bundestag beschlossen worden ist. Die neue Fassung ist zum 29.12.2016 in Kraft getreten.⁶¹⁵ Verweise auf § 104 InsO beziehen sich im Folgenden (soweit nicht anders gekennzeichnet) auf diese neue Fassung, deren Hauptbestreben es ist, Rechtssicherheit wiederherzustellen.⁶¹⁶

Die Novelle behielt die bisherige Systematik bei und regelt Warenfixgeschäfte und Finanzleistungen im Rahmen von §§ 103 ff. InsO. Sie kombinierte sowohl Warenfixgeschäfte als auch Finanzleistungen in dem **neuen § 104 I InsO**. Dies bedeutet auch, dass die Regelung weiterhin eine (vorgehende) Spezialnorm im Hinblick auf das allgemeine Insolvenzverwalterwahlrecht nach § 103 InsO ist. Der Gesetzgeber hat damit das Konzept des gesetzlichen Nettings mit Insolvenzeröffnung grundsätzlich beibehalten. Nach § 104 I InsO werden Warenfixgeschäfte bzw. Finanzleistungen in diesem Fall beendet (Umwandlung des Erfüllungsanspruchs in eine Forderung wegen Nichterfüllung).

Darüber hinaus wurde die **Liste der Finanzleistungen** aktualisiert. § 104 I 3 InsO nennt im Wesentlichen die schon bisher erfassten Finanzleistungen. Die Liste enthält jedoch insbesondere durch **Verweis auf MiFID-Instrumente** eine Aktualisierung, die dazu beiträgt, insbesondere bei komplexeren Finanzderivaten mehr Klarheit über den Anwendungsbereich zu haben. So wird beispielsweise erreicht, dass auch Kreditderivate oder Derivate auf Emissionszertifikate sowie Finanzindizes und andere Messgrößen erfasst sind. Um Marktentwicklungen Rechnung tragen zu können, ist die Liste nach wie vor⁶¹⁷ nicht abschlie-

610 Gemeinsame Stellungnahme des BMF und des BMJV vom 09.06.2016 – https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/2016-06-09-gemeinsame-erklaerung.html (28.12.2020). Das ist in der Praxis überwiegend auf Erleichterung gestoßen, vgl. allein Braun, Abendblatt, Artikel vom 20.06.2016: <https://www.abendblatt.de/wirtschaft/article207707907/Ueberraschendes-Urteil-koennte-die-Banken-Milliarden-kosten.html> (28.12.2020); Piekenbrock, BB 2016, 1795, 1798.

611 RegE BT-Drs. 18/9983.

612 RegE BR-Drs. 548/16.

613 RegE BT-Drs. 18/10470.

614 Fried/Voelcker, Der Betrieb 2017, 300f.

615 Art. 5 I des Gesetzes zur Änderung der Insolvenzordnung und zur Änderung des Gesetzes, betreffend die Einführung der Zivilprozessordnung, BGBl. 2016, Teil I, Nr. 65, 28.12.2016, S. 3147 bis 3149.

616 RegE BT-Drs. 18/9983 S. 9, 13 und 19.

617 Vgl. bereits RegE BT-Drs. 12/7302, S. 168, zur Vorgängernorm in der KO.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

ßend. Nach § 104 III InsO können zudem neben Finanzleistungen nunmehr **ausdrücklich auch Warenfixgeschäfte** in einen Rahmenvertrag einbezogen werden.

- 542 § 104 II und III InsO befassen sich mit den **Rechtsfolgen einer gesetzlichen Beendigung**, die (sofern nicht vorher vertraglich beendet wurde) mit Eröffnung eines Insolvenzverfahrens greift. Diese Architektur behält damit insoweit auch den gesetzgeberischen Willen bei, im Anwendungsbereich von § 104 InsO das allgemeine Wahlrecht des Insolvenzverwalters auszuschließen. Die Möglichkeit einer Bewertung aufgrund von tatsächlich abgeschlossenen Ersatzgeschäften wird ausdrücklich erwähnt. Gem. § 104 II 3 InsO ist es zudem unter bestimmten Umständen möglich, auf Modellpreise zurückzugreifen.
- 543 Eine wichtige Neuerung für die Nutzer von Rahmenverträgen war ferner, dass **vertragliche Close-out Netting Bestimmungen ausdrücklich anerkannt** werden. Nach § 104 IV InsO können Vertragsparteien von den gesetzlichen Bestimmungen (§ 104 I und II InsO) abweichen. Geregelt ist beispielsweise, dass die Wirkungen nach § 104 I InsO auch vor der Verfahrenseröffnung eintreten können und dass für die Bestimmung des Markt- oder Börsenwertes eine bestimmte zeitliche Flexibilität besteht. Zudem können für die Bestimmung des Markt- oder Börsenwertes wiederum die Werte konkreterer und abstrakter Ersatzgeschäfte angesetzt werden.⁶¹⁸ Der Wortlaut des Gesetzes gestattet den Parteien ausdrücklich, solche abweichenden vertraglichen Bestimmungen zu treffen, sofern diese mit dem „**wesentlichen Grundgedanken**“ der ansonsten geltenden gesetzlichen Regelung vereinbar sind. Mit den dispositiven „jeweiligen gesetzlichen Regelungen“ sind die gesetzlichen Beendigungs- und Abwicklungsmechanismen gemeint.⁶¹⁹ Der Gesetzgeber sieht den wesentlichen Grundgedanken von § 104 InsO insbesondere darin, den solventen Vertragspartner vor den Unsicherheiten zu schützen, die mit dem Insolvenzverwalterwahlrecht nach § 103

618 Der Gesetzgeber hat diese Vorgaben ausdrücklich als Beispiele gekennzeichnet, um den Parteien Spielräume für die Vereinbarung praktikabler Verfahren einzuräumen, vgl. RegE BR-Drs. 548/16, S. 6 f.

619 RegE BR-Drs. 548/16, S. 11 („§ 104 Absatz 4 Satz 1 InsO-E stellt vor diesem Hintergrund klar, dass die Parteien von den gesetzlichen Bestimmungen abweichen können, soweit dies mit dem wesentlichen Grundgedanken der gesetzlichen Regelung vereinbar ist. [...] Da der Schutz der Insolvenzmasse nicht zu den primären Zwecken des § 104 InsO gehört, widerspricht nicht jede Benachteiligung der Masse den für § 104 Absatz 4 Satz 1 InsO-E maßgeblichen Grundgedanken des gesetzlichen Beendigungs- und Abwicklungsmechanismus.“) und S. 21. („Die Änderungen in Absatz 4 verstehen sich als Folgeänderung, die infolge der Neufassung der Absätze 1 und 2 erforderlich waren. Mit ihnen sind keine Änderungen, insbesondere keine Einschränkungen der durch § 104 Absatz 4 InsO abgesteckten Spielräume für privatautonom vereinbarte Abweichungen vom gesetzlichen Beendigungs- und Abweichungsmechanismus verbunden.“).

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

InsO verbunden sind.⁶²⁰ Sowohl bei Warenfixgeschäften als auch bei Finanzleistungen kann diese Unsicherheit dadurch behoben werden, dass unter einem Rahmenvertrag (z.B. EFET-Rahmenvertrag oder DRV) eine Beendigung und eine gleichzeitige Bewertung und Verrechnung der Geschäfte stattfindet und sich die solvente Partei sodann anderweitig zu den entsprechenden Markt- oder Börsenpreisen eindecken kann.

Der Bundesverband deutscher Banken (BdB) hat die Neufassung des § 104 InsO zum Anlass genommen, mit dem DRV 2018 eine aktualisierte und an die neuen gesetzlichen Vorgaben angepasste Fassung des Deutschen Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte zu veröffentlichen.⁶²¹

Intertemporal unterscheidet das Änderungsgesetz abhängig vom Insolvenzantragszeitpunkt drei verschiedene Phasen. Dies ergibt sich daraus, dass es die Geltung der neuen Regelung in zwei Schritten vorsah:⁶²² Für Insolvenzverfahren, die vor dem 10.06.2016 beantragt wurden, gilt § 104 InsO a. F. Für Insolvenzen, die am oder nach dem 29.12.2016 beantragt wurden, gilt § 104 InsO in seiner vollständigen neuen Fassung. Für den Zwischenzeitraum wurde demgegenüber eine rückwirkende Übergangsregelung eingeführt, welche bestimmte in der Allgemeinverfügung getroffene Anordnungen in Gesetzesform gießt,⁶²³ und die hier ignoriert werden soll.

c) Auswirkungen für den Energiehandel

Der Inhalt und die zügige Umsetzung der Novelle sind von der Praxis und den betroffenen Industrie-, Handels- und Bankenverbänden begrüßt und mit Erleichterung aufgenommen worden.⁶²⁴

620 RegE BR-Drs. 548/16, S. 6. Es wird zudem betont, dass bei der Bestimmung der wesentlichen Grundgedanken auch die Vorgaben europäischen Rechts und insbesondere der Finanzsicherheiten-Richtlinie (2002/47/EG) zu beachten sind (vgl. S. 12f).

621 Bergfort/Köhling, BKR 2019, 12, 13 ff.

622 Vgl. Artt. 1, 2 des Gesetzes zur Änderung der Insolvenzordnung und zur Änderung des Gesetzes, betreffend die Einführung der Zivilprozessordnung, BGBl. 2016, Teil I, Nr. 65 S. 3147.

623 Vgl. Art. 5 des Gesetzes zur Änderung der Insolvenzordnung und zur Änderung des Gesetzes, betreffend die Einführung der Zivilprozessordnung, BGBl. 2016, Teil I, Nr. 65 S. 3149.

624 Vgl. etwa die Stellungnahme diverser Industrie- bzw. Berufsverbände (z.B. Stellungnahmen von BGA (Bundesverband Großhandel, Außenhandel, Dienstleistungen e. V.), DAV (Deutscher Anwaltsverein), DAI (Deutsches Aktieninstitut e. V.), BDEW (Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft), VKU (Verband kommunaler Unternehmen), BDI (Bundesverband der Deutschen Industrie e. V.), DK (Die Deutsche Kreditwirtschaft) und EFET (European Federation of Energy Traders), je vom August 2016); kritisch gegenüber der konkreten Fassung der Reform hingegen (mit verschiedenen Begründungsansätzen) BAKInsO (Bundesarbeitskreis Insolvenzgerichte e. V.), VID (Verband Insolvenzverwalter Deutschland e. V.) und DNotV (deutscher Notarverein e. V.), ebenfalls aus dem August 2016. Sämtliche genannten Stel-

544

545

546

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

- 547 Die vom **Anwendungsbereich** des § 104 InsO erfassten einzelnen Geschäftstypen richten sich nach dessen **Absatz 1**. Die Überschrift der neuen Fassung behielt hier die Stichworte „Fixgeschäfte“ und „Finanzleistungen“ bei und wurde durch „vertragliches Liquidationsnetting“ ergänzt. Im Hinblick auf den **Energiehandel** ergibt sich folgendes Bild:
- 548 § 104 I 1 InsO ist – bis auf kleinere redaktionelle Anpassungen – wortgleich geblieben. Nach wie vor sind von § 104 I 1 InsO nicht alle Warenhandelsgeschäfte, sondern eben **nur Warenfixgeschäfte** umfasst, die in der Praxis im normalen Handelsverkehr bzw. bei normalen Lieferketten wohl in aller Regel Ausnahmen sind. Bei normalen Verträgen dürfte die sofortige Kündigung bzw. die sofortige Umwandlung des Lieferanspruchs in einen Schadensersatzanspruch (wie z.B. nach § 8 EFET) eine klare Ausnahme sein. Unter normalen Umständen ist das Interesse des Käufers an einer leicht verspäteten Lieferung typischerweise größer als das Interesse an einer sofortigen Kündigung. Üblicherweise sehen Kauf- und Lieferverträge daher auch eine je nach Produkt kürzere oder längere Nachfristsetzung vor, die der Qualifikation eines Fixgeschäftes entgegensteht.⁶²⁵

aa) § 104 I 1 InsO: Warenbegriff

- 549 Zunächst fallen ausschließlich **Geschäfte über Waren** in den Anwendungsbereich von § 104 I 1 InsO. Als Regelungszweck des § 104 I 1 InsO wird angesehen, im Bereich von Waretermingeschäften das Wahlrecht des Insolvenzverwalters zugunsten des Gläubigers einzuschränken.⁶²⁶ § 104 InsO a.F. wurde damit begründet, dass bei Fixgeschäften für den (solventen) Käufer aufgrund dieses Wahlrechts keine Unsicherheit darüber bestehen soll, ob er Deckungsgeschäfte

lungnahmen sind auf der Seite des BMJV abrufbar, vgl. https://www.bmjjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/Drittes_Gesetz_zur_Aenderung_der_Insolvenzordnung.html (10.01.2021).

625 Aus diesem Grunde geht auch die teilweise geäußerte Kritik fehl, § 104 InsO n.F. würde zu einer ausufernden Anwendbarkeit des Nettingprivilegs führen, vgl. etwa die Stellungnahme des VID vom 26.07.2016, wonach Inhalt und Umfang „kaum mehr greifbar“ seien und einer weiteren Ausweitung des Anwendungsbereichs „Tür und Tor“ offen stünden (S. 5); vgl. auch den Beitrag von *Köndgen*, in der öffentlichen Anhörung des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz vom 09.11.2016, abgedruckt in der Berichterstattung aus Ausschuss und Plenum, Webarchiv des Deutschen Bundestags – <https://www.bundestag.de/recht> (11.01.2020), der „Dammbrüche“ befürchtete und ausführte: „Erst Strom, dann Rohstoffe, dann ist da kein Halten mehr.“ Diese Kritik kann auch nicht dadurch gerechtfertigt werden, dass über den Verweis auf Finanzinstrumente nach MiFID bestimmte Waretermingeschäfte unter § 104 InsO fallen; trotz der Komplexität dieser Verweisung sind hier nur solche Geschäfte mit Warenbezug gemeint, die derivativen Charakter haben, da sie z.B. statt Erfüllung eine Barabwicklung vorsehen, letztlich nicht Lieferzwecken dienen oder über bestimmte Plattformen (z. B. OTF/MTF) gehandelt werden. Normale Liefergeschäfte im industriellen Bereich oder im Groß- und Einzelhandel sind hiervon in aller Regel nicht betroffen.

626 *Cymutta*, in: Kölner Kommentar zur InsO, Band 2, 1. Aufl. 2017, § 104 Rn. 1; *Fried*, in: MünchKomm-InsO, Band 2, 4. Aufl. 2019, § 104 Rn. 1.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

tätigen kann.⁶²⁷ Dies gilt gleichermaßen für die Neufassung die – wie die a.F. – gleichzeitig auch darauf abzielt Spekulationen des Insolvenzverwalters zu vermeiden und insoweit Unwägbarkeiten für die solvante Partei zu vermeiden.⁶²⁸ Dieser Zweck und das Bedürfnis der solventen Partei für eine effektive Steuerung von mit Preisschwankungen verbundenen Risiken wird in der Gesetzesbegründung der Bundesregierung ausdrücklich erwähnt.⁶²⁹

Der Warenbegriff ist im Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens vor allem im Hinblick auf **Strom- und Gasgroßhandelsgeschäfte** intensiv diskutiert worden. Es wurde insbesondere erörtert, ob sich über Bilanzkreise abgewickelte Strom- und Gashandelsgeschäfte auf „Waren“ beziehen und insoweit klassische „Lieferungen“ sein können.⁶³⁰ Vor diesem Hintergrund hat auch der Bundesrat in seiner Stellungnahme vom 04.11.2016 die Regierung um Prüfung gebeten, ob Energiehandelsgeschäfte nach dem Wortlaut des Reformentwurfes hinreichend sicher erfasst sind.⁶³¹

Der Rechtsausschuss sah in seiner Beschlussempfehlung im Ergebnis keinen Klarstellungs- bzw. Änderungsbedarf: Strom und Energie seien als Waren anzusehen und Energiegroßhandelsgeschäfte seien, bei Vorliegen der weiteren Voraussetzungen, entsprechend unter § 104 I 1 InsO zu fassen.⁶³² Soweit man hier anderer Ansicht sei und das Recht auf Bilanzkreisbuchungen als Rechtskauf (statt Warenkauf) qualifizieren wolle, käme nach Ansicht des Rechtsausschusses eine (ebenfalls von § 104 I InsO gedeckte) Finanzleistung nach § 104 I 3 Nr. 5

627 Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuss), BT-Drs. 12/7302, S. 167 ff.

628 Andres, in: Andres/Leithaus, InsO, 4. Aufl. 2018, § 104 Rn. 1; Cymutta, in: Kölner Kommentar zur InsO, Band 2, 1. Aufl. 2017, § 104 Rn. 1.

629 RegE BR-Drs. 548/16, S. 6 und S. 14.

630 Vgl. hierzu *Bretthauer/Garbers/Streit*, NZI 2017, 953, 956 f., die die Wareneigenschaft auch in diesem Fall bejahen und dafür plädieren, dass § 104 I 1 InsO auch dann nicht ausgeschlossen sein soll, wenn die Parteien in den Einzelverträgen keinen bestimmten Ausspeisepunkt für die Lieferung des Stroms oder des Erdgases, sondern vielmehr eine Verschaffung durch Umbuchung der entsprechenden Gas- oder Strommengen vereinbaren; vgl. ferner die ausführliche Erläuterung zur Abwicklung typischer Energiegroßhandelsgeschäfte *Behrens/Glück*, ZInsO 2016, 2321, 2325 ff., die im Ergebnis eine gesetzgeberische Klarstellung vorschlagen (Aufnahme von „Handelsgeschäfte über Strom und Gas“ neben den dort erwähnten „Finanzleistungen“ in § 104 I 2 InsO). Einen anderen Ansatz wählt Bornemann, der die Ansicht vertritt, dass mit der Neufassung des § 104 InsO solche Verträge jedenfalls als Finanzleistungen i. S. v. § 104 I 3 Nr. 5 InsO (Typus: Optionen und Rechte auf Lieferung nach § 104 I a) zu qualifizieren seien, da es um die Verschaffung von Rechten gehe; vgl. *Bornemann*, in: *Graf-Schlicker*, InsO, 5. Aufl. 2020, § 104 Rn. 17.

631 RegE BR-Drs. 548/16, S. 1.

632 Beschlussempfehlung und Bericht des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz, BT-Drs. 18/10470, S. 12 f. So auch bereits die Literatur zur alten Fassung, vgl. auch v. *Wilnowsky*, in: *Kübler/Prüting/Bork*, Kommentar zur Insolvenzordnung (Stand: Februar 2020), § 104 Rn. 57 m. w. N.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

i. V. m. I 1 InsO in Betracht (Rechtskauf/Recht auf Lieferungen nach § 104 I 1 InsO).⁶³³

bb) § 104 I 1 InsO: Warenfixgeschäfte

- 552 Sofern tatsächliche physische Lieferungen Gegenstand von EFET-Verträgen sind bzw. man mit den genannten Argumenten auch bei Bilanzkreisbuchungen von einem Geschäft über „Waren“ ausgeht, bleibt die Frage zu beantworten, ob es sich bei solchen EFET-basierten Geschäften um Fixgeschäfte handelt. Die Formulierung des § 104 I 1 InsO ist wortgleich mit der alten Fassung und die Formulierung „genau zu einer fest bestimmten Zeit“ bzw. „innerhalb einer fest bestimmten Frist“ entspricht damit nach wie vor den Formulierungen in § 361 BGB a. F. und § 376 HGB.⁶³⁴ Ein **Fixgeschäft** liegt dann vor, wenn die Einhaltung einer genau bestimmten Leistungszeit wesentlicher Inhalt der vertraglichen Pflichten ist und das Geschäft mit der zeitgerechten Leistung „steht und fällt“ (so genanntes **relatives Fixgeschäft**)⁶³⁵ oder die Einhaltung der Leistungszeit für die Erfüllung der Leistung schlechthin entscheidend ist und die Leistung nicht nachholbar ist (so genanntes **absolutes Fixgeschäft**).⁶³⁶ § 104 I InsO a.F. erfasste beide Fälle.⁶³⁷ Aufgrund der identischen Einbindung von Fixgeschäften in § 104 InsO gilt dies auch für die neue Fassung.⁶³⁸ Ob ein Fixgeschäft im konkreten Einzelfall vorliegt, ist im Wege der Auslegung zu ermitteln.
- 553 Strom- und Gaslieferungen nach den jeweiligen EFET-Rahmenverträgen können Fixgeschäfte im Sinne des § 104 InsO sein. Beim EFET-Strom wandelt sich bereits bei einer teilweisen Nichtlieferung einer vereinbarten Menge der **Primäranspruch** gemäß § 8.1 EFET-Strom in einen allein auf dieses Geschäft bezogenen Anspruch um.

633 Beschlussempfehlung und Bericht des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz, BT-Drs. 18/10470, S. 13. Vor dem teleologischen Hintergrund der Norm ist der Warenbegriff daher nicht zwingend mit dem Sachbegriff des § 90 BGB gleichzusetzen. Das entspricht auch dem in anderen Kontexten vertretenen Begriffsverständnis. So geht beispielsweise die BaFin in ihren Erläuterungen zu den von ihr erlassenen Verwaltungsanweisungen für das Risikomanagement in deutschen Kreditinstituten (MARisk) davon aus, dass der Warenbegriff auch den Strom- und CO₂-Handel erfasst (vgl. Erläuterungen zu AT 2.3e MARisk). Vgl. zum Warenbegriff und der Erstreckung von § 104 I 1 InsO auf die im Energiegroßhandel üblichen Vertragstypen Bornemann, in: Graf-Schlicker, InsO, 5. Aufl. 2020, § 104 Rn. 15 ff. m. w. N.

634 Fried, in: MünchKomm-InsO, Band 2, 4. Aufl. 2019, § 104 Rn. 103.

635 BGH, Urteil v. 17.01.1990 – VIII ZR 292/88, BGHZ 110, 88, 96 = NJW 1990, 2065, 2067; RG, Urteil v. 30.04.1924 – I 540/23, RGZ 108, 158, 158f.; RG, Urteil v. 27.05.1902, II 32/02, RGZ 51, 348, 348.

636 Grüneberg, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 271 Rn. 17.

637 Fried, in: MünchKomm-InsO, Band 2, 4. Aufl. 2019, § 104 Rn. 103; Stuhlmacher/Draxler/Littbarski/Sessel-Zsebik, in: Schöne, Vertragshandbuch Stromwirtschaft, 2. Aufl. 2014, Kap. 4E, Rn. 243; implizit auch v. Wilmowsky, in: Kübler/Prüting/Bork, Kommentar zur Insolvenzordnung (Stand: Februar 2020), § 104 Rn. 64; Knoferl, in: Uhlenbrück, Insolvenzordnung, 15. Aufl. 2019, § 104 Rn. 37f.

638 So auch Berberich, in: Beck'scher Online-Kommentar InsO, Fridgen/Geiwitz/Göpfert, 21. Edition, Stand: 15.10.2020, § 104 Rn. 15; Bornemann, in: Graf-Schlicker, InsO, 5. Aufl. 2020, § 104 Rn. 14; Fried, in: MünchKomm-InsO, Band 2, 4. Aufl. 2019, § 104 Rn. 103; Knoferl, in: Uhlenbrück, InsO, 15. Aufl. 2019, § 104 Rn. 37f.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

genen **Schadensersatzanspruch** um. Eine Erfüllung der Primärpflicht ist dann nicht mehr möglich, die Leistung also nicht nachholbar. Somit ist ein Fixgeschäft gegeben.⁶³⁹

Für EFET-Gas wurde dasselbe Konzept gewählt. Bei Minder- bzw. Mehrlieferungen sowie bei Minder- bzw. Mehrnahmen wandelt sich die Primärpflicht direkt in eine auf Grundlage von Marktpreisen zu errechnende Kompensationspflicht um.⁶⁴⁰

Auch die Natur des Vertrages spricht für ein Fixgeschäft. Üblicherweise sind die Lieferungen einer bestimmten Strom- oder Gasmenge über einen festgelegten Zeitraum dem Käufer geschuldet.⁶⁴¹ Selbst ein kurzzeitiges Ausbleiben der vertraglich geschuldeten Lieferung führt in der Praxis mangels einer Speichermöglichkeit zu einer teilweisen (subjektiven) Unmöglichkeit der Leistung.⁶⁴² Der Käufer muss augenblicklich ein Deckungsgeschäft tätigen bzw. auf vom Netzbetreiber bereitgestellte Energiemengen zurückgreifen. Da eine **bloß vorübergehende Leistungsstörung** insoweit eine **dauerhafte Unmöglichkeit** nach sich zieht,⁶⁴³ handelt es sich um ein **absolutes Fixgeschäft**.⁶⁴⁴ Nur die zu leistenden verbleibenden Strom- oder Gasmengen werden weiterhin geschuldet.

Dass die Leistungen für die Vergangenheit nicht nachholbar und deshalb teilweise unmöglich sind, gilt allerdings auch für Dauerschuldverhältnisse, ohne

554

555

556

639 Vgl. hierzu *Bretthauer/Garbers/Streit*, NZI 2017, 953, 955; *Behrens/Glück*, ZInsO 2016, 2321, 2324; *Liesenhoff* in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 10, Rn. 89, 91 ff., der auch ausführlich zur Sonderstellung von nicht ausgeübten Optionen Stellung nimmt; *Fried/Wulff*, ET 2003, 811, 812 f. (Fn. 14); *Stuhlmacher/Draxler/Littbarski/Sessel-Zsebik*, in: Schöne, Vertragshandbuch Stromwirtschaft, 2. Aufl. 2014, Kap. 4E, Rn. 24.

640 Vergleiche § 8a EFET-Gas, der die Fälle Underdelivery, Underacceptance, Overdelivery und Overacceptance regelt. Grundlage sind „arms-length sales/purchases from a third party“.

641 Z. B. eine Monatsbandlieferung 5 MW (sog. Monatsbaseload).

642 Sowohl im Strom- als auch im Gasbereich ist es in der Regel nicht möglich bzw. vorgesehen, auf Speicher zurückzugreifen, die dann durch eine Nachlieferung wieder gefüllt werden könnten.

643 Vgl. *Grüneberg*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 271 Rn. 17.

644 So auch *Stuhlmacher/Stappert*, in: Bartsch/Röhling/Salje/Scholz, Stromwirtschaft, 2. Aufl. 2008, Kap. 69 Rn. 30 bzw. *Liesenhoff*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 1. Aufl. 2006, Kapitel 10, Rn. 26. Ob es sich um ein relatives oder ein absolutes Fixgeschäft handelt lassen *Stuhlmacher/Draxler/Littbarski/Sessel-Zsebik*, in: Schöne, Vertragshandbuch Stromwirtschaft, 2. Aufl. 2014, Kap. 4 E, Rn. 242, offen, wobei ihr Verweis auf § 376 HGB eher für eine Einordnung als relatives Fixgeschäft spricht; hieran anlehnd mit Verweis auf *Stuhlmacher/Stappert* für ein relatives Fixgeschäft sodann auch *Riewe*, Die EFFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 270. Dagegen spricht allerdings, dass es sich dann um eine gänzlich andere Leistung handelt, was gerade Merkmal eines absoluten Fixgeschäfts ist, vgl. *Grüneberg*, in: Palandt, 79. Aufl. 2020, § 271 Rn. 17; *Krüger*, in: Münch-Komm-BGB, 8. Aufl. 2019, § 271 Rn. 14; der Vertragszweck kann in dieser Konstellation, wie für ein absolutes Fixgeschäft typisch, vgl. *Ernst*, in: MünchKomm-BGB, Band 2, 8. Aufl. 2019, § 286 Rn. 43, gerade nicht mehr erreicht werden.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

dass man hierbei von Fixgeschäften spricht.⁶⁴⁵ Bei den nach dem EFET-Rahmenvertrag vereinbarten Stromlieferungen handelt es sich jedoch ohnehin in der Regel nicht um Dauerschuldverhältnisse. In Betracht käme zwar, dass ein Dauerschuldverhältnis in Form eines Sukzessivlieferungsvertrages vorliegt. Dieser setzt jedoch voraus, dass die Gesamtliermenge nicht von vornherein festgelegt ist, wie dies etwa bei einem allgemeinen Bezugsvertrag oder Versorgungsvertrag der Fall ist.⁶⁴⁶ Die Einzelabschlüsse nach dem EFET-Rahmenvertrag legen hingegen Liefermenge und Lieferzeitraum (z. B. über einen bestimmten Monat) von vornherein fest. Diese zeitliche und mengenmäßige Eingrenzbarkeit ist gerade das Wesensmerkmal der Commoditisation der Waren Strom und Gas durch den Energiehandel. Daher handelt es sich hierbei um **zeitlich gestreckte Kaufverträge und nicht um Dauerlieferungsverträge**.⁶⁴⁷

- 557 An der Qualifikation der Einzelgeschäfte als Fixgeschäfte nach dem EFET-Rahmenvertrag ändert wohl auch § 10.5 (d) des EFET-Rahmenvertrages nichts. Dieser sieht eine **Gnadenfrist** vor, die nach Beginn der Leistungsstörung verstreichen muss, bevor der Rahmenvertrag gekündigt werden kann. Diese Vorschrift sieht nicht einen Aufschub der Lieferpflicht an sich vor, sondern ist eine Voraussetzung der Beendigung des Rahmenvertrages insgesamt.
- 558 Die somit denkbare Anwendung des § 104 I 1 InsO auf typische Energiehandelsgeschäfte unter dem EFET-Rahmenvertrag wird auch durch die eingangs geschilderte Zielrichtung der Norm gedeckt, bei einem Wahlrecht des Insolvenzverwalters notwendig werdenden Deckungsgeschäfte zu vermeiden und eine Spekulationsmöglichkeit des Insolvenzverwalters auszuschließen.
- 559 Ob Strom- und Gaslieferungsverträge, die nicht auf Grundlage des EFET-Rahmenvertrags geschlossen worden sind und eine Nachfrist nach Leistungsstörung (*grace period*) als Voraussetzung für eine Kündigung vorsehen, auch in den Anwendungsbereich des § 104 InsO fallen, ist im Einzelfall zu prüfen. Typischerweise liegt kein Fixgeschäft vor, wenn der Vertrag erst nach Fristsetzung kündbar ist.⁶⁴⁸

645 Vgl. BGH, Urt. v. 11.01.1953 – II ZR 126/52, BGHZ 10, 187, 189; *Grüneberg*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, § 286 Rn. 12.

646 *Grüneberg*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Überbl. v. § 311 Rn. 28; Stromversorgungsverträge, die dem Kunden jeweils die Strommenge zur Verfügung stellen, die dieser benötigt, sind nicht Gegenstand des EFET-Rahmenvertrages. Bei ihnen wird ganz überwiegend die spezielle Bestimmung des § 105 InsO für anwendbar erachtet.

647 *Grüneberg*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 79. Aufl. 2020, Überbl. v. § 311 Rn. 27.

648 In seinem Urteil zu insolvenzabhängigen Lösungsklauseln (BGH v. 15.11.2012 – IX ZR 169/11 – WM 2013, 274–276) hat der BGH den Energieliefervertrag mit der insolventen Gesellschaft als Endabnehmer jedenfalls unter § 103 InsO und nicht unter § 104 InsO subsumiert. Das Urteil enthält jedoch keine Hinweise auf die Abgrenzung von § 103 InsO zu § 104 InsO (a. F.) und dementsprechend keine Diskussion der Fixgeschäfte-Thematik.

cc) § 104 I 2, 3 InsO: Finanzleistungen

§ 104 InsO gilt auch für Geschäfte über **Finanzleistungen**, die einen Markt- oder Börsenpreis haben und für die eine bestimmte Zeit oder bestimmte Frist vereinbart war, die nach der Eröffnung des Verfahrens eintritt oder abläuft. § 104 I 3 InsO zählt **Beispiele** von Geschäften auf, die unter den Begriff der Finanzleistungen fallen, wobei die Aufzählung insoweit nicht abschließend ist („insbesondere“).

Für den Bereich des Energiehandels könnten insbesondere folgende „Finanzleistungen“ relevant sein:

- § 104 I 3 Nr. 2 InsO: Die Lieferung von „Finanzinstrumenten“ bezieht sich auf Finanzinstrumente im Sinne von Anhang I Abschnitt C der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II). Hierzu gehören u. a. auch Emissionszertifikate, die aus Anteilen bestehen, deren Übereinstimmung mit den Anforderungen der Richtlinie 2003/87/EU (*Emissionshandelssystem*) anerkannt ist.⁶⁴⁹ Da § 104 I 2 InsO tatbestandlich für Finanzleistungen eine bestimmte Zeit oder Frist für die künftige Leistung fordert, sind hiervon keine Geschäfte mit sofortiger Erfüllung, sondern **nur Termingeschäfte mit hinausgeschobener Erfüllung** (z. B. Forwards oder Kassageschäfte) gedeckt.⁶⁵⁰ 561
- § 104 I 3 Nr. 3 InsO: Diese Regelbeispiele erfassen **Geldleistungen**, deren Höhe sich unmittelbar oder mittelbar durch (z. B.) eine Rechnungseinheit oder den Preis anderer Güter oder Leistungen bestimmt. Insbesondere lit. b) betrifft generalklauselartig den Komplex der Festgeschäfte mit marktvariablen Zahlungsverpflichtungen.⁶⁵¹ Hierunter können, je nach Ausgestaltung, finanziell abgewickelte Warenderivate fallen (z. B. Cap oder Floor auf Strom-, Gas-, Kohle- oder Ölpreis, Swap zwischen verschiedenen Preisen oder Preis-Indices etc.).⁶⁵² In der Gesetzesbegründung werden auch Geschäftstypen wie z. B. Derivate auf Klimavariablen, Frachtsätze, Inflationsraten oder andere makroökonomische Variablen genannt.⁶⁵³ 562
- § 104 I 3 Nr. 4 InsO: Dieses Regelbeispiel deckt **Lieferungen und Geldleistungen aus derivativen Finanzinstrumenten** ab. Der Begriff „derivative Finanzinstrumente“ verweist laut Gesetzesbegründung ebenfalls auf **Anhang I Abschnitt C der MiFID II**, wobei der Regierungsentwurf klarstellt, dass mit „derivativen Finanzinstrumenten“ nur die in den Nummern 4–10 genannten 563

649 *Berberich*, in: Beck'scher Online-Kommentar InsO, Fridgen/Geiwitz/Göpfert, 21. Edition, Stand: 15. 10. 2020, § 104 Rn. 19af.; *Fried*, in: MünchKomm-InsO, Band 2, 4. Aufl. 2019, § 104 Rn. 126f.

650 *Fried*, in: MünchKomm-InsO, Band 2, 4. Aufl. 2019, § 104 Rn. 116. Vgl. auch *Berberich*: in: Beck'scher Online-Kommentar InsO, Fridgen/Geiwitz/Göpfert, 21. Edition, Stand: 15. 10. 2020, § 104 Rn. 18f.

651 *Bornemann*, in: Graf-Schlicker, InsO, 5. Aufl. 2020, § 104 Rn. 33.

652 Vgl. *Berberich*, in: Beck'scher Online-Kommentar InsO, Fridgen/Geiwitz/Göpfert, 21. Edition, Stand: 15. 10. 2020, § 104 Rn. 22.

653 Vgl. (ohne Nennung einer konkreten Zuordnung zu § 104 I 3 Nr. 1–5 InsO) RegE BR-Drs. 548/16, S. 8.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

Instrumente zu verstehen seien.⁶⁵⁴ Die in Anhang I Abschnitt C Nr. 11 MiFID II genannten Emissionszertifikate werden in der Gesetzesbegründung somit zwar ausgenommen, können aber u. U. von § 104 I 3 Nr. 2 InsO bzw., wenn sie Gegenstand von Derivategeschäften sind, über Anhang I Abschnitt C Nr. 4 MiFID II erfasst sein. Ob der Gesetzgeber mit dem Verweis auf den Begriff der „Finanzinstrumente“ nach MiFID II gleichzeitig auf die ergänzenden Ausführungen in der EU-Verordnung Nr. 1287/2006 vom 10.08.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG (**MiFID I-DurchführungsVO**) abstellen wollte, ist nicht eindeutig zu beantworten und gegebenenfalls im Einzelfall zu prüfen, zumal die MiFID I-DurchführungsVO mittlerweile durch die Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates (ABl. EU Nr. L87 vom 31. März 2017, S. 1 ff.) (**MiFID II-ErgänzungsVO**) aktualisiert wurde. Im Zusammenhang mit § 104 InsO hat die Verwendung des Begriffs Finanzinstrument privilegierende Wirkung, wohingegen im eigentlichen Anwendungsbereich der MiFID die Qualifizierung als Finanzinstrument bestimmteaufsichtsrechtliche Pflichten auslöst und daher rechtliches Handeln eher einschränkt. Aus diesen Gründen könnte man argumentieren, dass weitere Definitionen aus der bzw. den MiFID-Durchführungs- bzw. -ErgänzungsVOs allenfalls Anhaltspunkte sein können und insgesamt dann nicht heranzuziehen sind, wenn sie primär mit dem Regelungszweck der MiFID zusammenhängen, ohne für die Durchsetzung des wesentlichen Grundgedankens von § 104 InsO notwendig zu sein.

Im Hinblick auf **physisch oder finanziell abgewickelte Energiederivate** sind insbesondere folgende MiFID-Finanzinstrumente zu beachten (die Nummerierung entspricht derjenigen in Anhang I Abschnitt C MiFID II; die folgende Aufzählung ist exemplarisch und auf Energiehandelsprodukte beschränkt):

- (1) Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf (u. a.) Emissionszertifikate oder andere Derivat-Instrumente, finanzielle Indizes oder Messgrößen, die effektiv geliefert oder bar abgerechnet werden können;
- (2) Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps, Termingeschäfte (Forwards) und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die bar abgerechnet

⁶⁵⁴ RegE BR-Drs. 548/16, S. 17. Zudem gilt (wie bei 104 I 3 Nr. 2 InsO), dass Lieferungen aus diesen Instrumenten nicht erfasst werden, sofern sie Finanzinstrumente oder vergleichbare Rechte zum Inhalt haben, bei denen die Absicht besteht, eine Beteiligung an einem Unternehmen zum Zwecke der dauerhaften Verbindung aufzubauen. Insofern schließt die Absicht des Erwerbs einer Unternehmensbeteiligung die Anwendung des § 104 I 3 Nr. 4 InsO aus. Vgl. RegE BR-Drs. 548/16, S. 18; *Berberich*: in: Beck'scher Online-Kommentar InsO, Fridgen/Geiowitz/Göpfert, 21. Edition, Stand: 15. 10. 2020, § 104 Rn. 24; *Knof*, in: Uhlenbrück, Insolvenzordnung, 15. Aufl. 2019, § 104 Rn. 51, 61.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

- werden müssen oder auf Wunsch einer der Parteien bar abgerechnet werden können (ohne dass beispielsweise⁶⁵⁵ ein Beendigungsereignis vorliegt);
- (3) Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die effektiv geliefert⁶⁵⁶ werden können, vorausgesetzt, sie werden an einem geregelten Markt, über ein MTF (Multilateral Trading Facility/multilaterales Handelssystem) oder über ein OTF (Organised Trading Facility/organisiertes Handelssystem) gehandelt. Ausdrücklich ausgenommen davon sind über ein OTF gehandelte Energiegroßhandelsprodukte, die effektiv geliefert werden müssen.⁶⁵⁷
- (4) Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps, Termingeschäfte (Forwards) und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die effektiv geliefert werden können, die jedoch nicht in Nummer 6 oben genannt sind und die **nicht kommerziellen Zwecken dienen bzw. die die Merkmale anderer derivativer Finanzinstrumente aufweisen**. Gemeint sind hiermit z. B. physisch erfüllbare Handelsgeschäfte, die aber letztlich nicht zu der eigentlich vereinbarten physischen Lieferung führen sollen, sondern zur Erzielung eines Gewinns vor dem eigentlichen Liefertermin durch Gegengeschäfte glattgestellt bzw. durch Weiterverkauf wieder aus den Büchern genommen werden sollen. Voraussetzung für das Vorliegen „nicht kommerzieller Zwecke“ ist eine gewisse Standardisierung der Kontrakte, da nur so kurzfristig die eigentlich vereinbarte Lieferung vermieden werden kann.⁶⁵⁸ Nur zur Illustration: In der Vergangenheit kam es vor, dass z. B. Hedge Fonds Verträge über die Lieferung großer Gas- oder Metallmengen abgeschlossen haben. In vielen Fällen war offensichtlich, dass eine Erfüllung der Verträge durch Abnahme der gekauften Waren mangels Lager- bzw. Speicherkapazitäten gar nicht möglich gewesen wäre und diese Geschäfte oder Rechte daraus zur Erzielung eines Gewinns an Dritte übertragen oder durch Gegengeschäfte im Ergebnis rückgängig gemacht werden sollten. D. h. der eigent-

⁶⁵⁵ Der Begriff „Ware“ ist in Art. 2 Abs. 1 der MiFID I-DurchführungsVO bzw. in Art. 2 Nr. 6 der MiFID II-ErgänzungsVO wie folgt definiert: „Ware“ bezeichnet Güter fun- gibler Art, die geliefert werden können; dazu zählen auch Metalle sowie ihre Erze und Legierungen, landwirtschaftliche Produkte und Energien wie Strom;“.

⁶⁵⁶ Mit der Möglichkeit der Barabrechnung sind insbesondere sogenannte „cash settlement options“ gemeint, die einer Partei oder beiden Parteien das Recht geben, statt einer tatsächlichen Lieferung des Gegenstandes des Vertrags (z. B. Terminkauf (Forward) bezüglich Strom, Gas oder Kohle) die Differenz zwischen dem vereinbarten Preis und dem Marktpreis der Ware zu zahlen. Bei Preissteigerungen kann sich so beispielsweise der Käufer ohne Verluste im Markt eindecken, indem er den zuvor vereinbarten Forward-Preis und die vom Verkäufer zu zahlende Differenz auf den Marktpreis einsetzt, um die Ware zu beschaffen.

⁶⁵⁷ Der Verweis auf die Börse bzw. die Handelsplattformen ist eine bewusste Einschränkung, die normale bilaterale Liefer- und Handelsgeschäfte ausnimmt. Auch der Begriff „Finanzinstrumente“ legt nahe, dass es sich bei den betroffenen Kontrakten nicht um normale Kauf-/Verkaufsverträge über Güter handeln soll.

⁶⁵⁸ Weitere Indizien für die Zielrichtung der Formulierung könnten Art. 38 Abs. 1 der MiFID I-DurchführungsVO bzw. Art. 7 Abs. 1 der MiFID II-ErgänzungsVO geben.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

lich vereinbarte kommerzielle Zweck (Lieferung der Ware) sollte gar nicht erreicht werden.

- (5) Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Klimavariablen, Frachtsätze, Inflationsraten oder andere offizielle Wirtschaftsstatistiken, die bar abgerechnet werden müssen oder auf Wunsch einer der Parteien bar abgerechnet werden können.
- 564 § 104 I 3 Nr. 5 InsO: In Nr. 5 werden schließlich noch einmal ausdrücklich „**Optionen und andere Rechte auf Lieferung** nach Satz 1“ (d.h. also auch Rechte auf Warenlieferungen) genannt.⁶⁵⁹ Dieses Regelbeispiel gewährleistet, dass auch exotische und komplexe Transaktionen (zum Beispiel Swaptionen oder mehrstufige Optionen) von den Wirkungen des § 104 InsO erfasst werden können, sofern diese die allgemeinen Anforderungen an ein Finanzleistungsge- schäft erfüllen.⁶⁶⁰ Umfasst werden sollen ausweislich der Gesetzesbegründung insbesondere auch solche Optionsgeschäfte⁶⁶¹, die u.U. schon von einer Partei vollständig erfüllt sind.⁶⁶² Der Verweis auf § 104 I 1 InsO („Optionen und andere Rechte auf Lieferung nach Satz 1“) könnte als Verweis auf Warengeschäfte oder auf Warenfixgeschäfte gesehen werden, je nachdem ob man bei der Bezugnahme auf „Lieferungen nach Satz 1“ den Fokus auf das Merkmal „Ware“ oder „Fixgeschäft über Waren“ legt. Die Gesetzesbegründung ist hier nicht eindeutig,

659 Den Wirkungen des § 104 InsO unterfällt aber lediglich der Optionsvertrag, welcher das Ausübungsrecht gewährt, einen Vertrag über den Basiswert zustande zu bringen, nicht aber der aufgrund der Option geschlossene Vertrag. Vgl. *Berberich*, in: Beck'scher Online-Kommentar InsO, Fridgen/Geiwitz/Göpfert, 21. Edition, Stand: 15. 10. 2020, § 104 Rn. 25.

660 *Berberich*, in: Beck'scher Online-Kommentar InsO, Fridgen/Geiwitz/Göpfert, 21. Edition, Stand: 15. 10. 2020, § 104 Rn. 25a; *Bornemann*, in: Graf-Schlicker, InsO, 5. Aufl. 2020, § 104 Rn. 35.

661 Art. 39 der MiFID I-DurchführungsVO enthält hierzu folgende Erläuterungen: „Derivate in Abschnitt C Ziffer 10 des Anhangs I zur Richtlinie 2004/39/EG Zusätzlich zu den in Anhang I Abschnitt C Ziffer 10 der Richtlinie genannten Derivatekontrakten fallen alle auf den nachfolgenden Basiswerten aufgebauten Derivatekontrakte unter diesen Abschnitt, sofern die anderen in diesem Abschnitt und in Artikel 38 Absatz 3 genannten Kriterien erfüllt sind: a) Telekommunikations-Bandbreite; b) Lagerkapazität für Waren; c) Übertragungs- oder Transportkapazität in Bezug auf Waren, sei es nun über Kabel, Rohrleitung oder auf sonstigem Wege; d) eine Erlaubnis, ein Kredit, eine Zulassung, ein Recht oder ein ähnlicher Vermögenswert, der bzw. die direkt mit der Lieferung, der Verteilung oder dem Verbrauch von Energie in Verbindung stehen, die aus erneuerbaren Energiequellen gewonnen wird; e) eine geologische, eine umweltbedingte oder eine sonstige physikalische Variable; f) ein sonstiger Vermögenswert oder ein sonstiges Recht fungibler Natur, bei dem es sich nicht um ein Recht auf Dienstleistung handelt, der bzw. das übertragbar ist; g) ein Index oder ein Maßstab, der mit dem Preis, dem Wert oder dem Volumen von Geschäften mit einem Vermögenswert, einem Recht, einer Dienstleistung oder einer Verpflichtung in Verbindung steht.“ Vgl. hierzu auch Art. 8 MiFID II-ErgänzungsVO.

662 RegE BR-Drs. 548/16, S. 17 f. Diese Erwähnung soll für Rechtssicherheit sorgen, um die Streitfrage der Abdeckung von einseitig bereits voll erfüllten Optionen für § 104 InsO zu klären. Es wird auch erwähnt, dass Optionen typischerweise schon durch den sehr weit gefassten § 104 I 3 Nr. 4 InsO (i. V. m. dem Finanzinstrumenten-Begriff aus MiFID II) erfasst sein dürften.

scheint aber eine Präferenz für eine weite Auslegung zu haben, durch die auch physisch abgewickelte Warenoptionen gedeckt wären, die keine Fixgeschäfte sind. Als Grund wird wiederum das von § 104 InsO geschützte Bedürfnis der solventen Partei gesehen, sich möglichst schnell Klarheit über das Schicksal auch einer Option auf Warengeschäfte zu verschaffen, soweit es sich dabei um markt- oder börsengängige Geschäfte über die Lieferung von Waren handelt, denn auch hier sei der Vertragsgegner schutzwürdig (RegE BT-Drs. 18/9983, S. 19).⁶⁶³ Vor diesem Hintergrund (Schutz der solventen Partei vor Unwägbarkeiten) lässt sich argumentieren, auch markt- oder börsengängige physisch erfüllte Warenoptionen, die keine Fixgeschäfte sind, unter § 104 I 3 Nr. 5 i. V. m. S. 1 InsO zu fassen. In diesem Zusammenhang wollte der Gesetzgeber mit § 104 I 3 Nr. 5 InsO vor allem den Ernergiegroßhandel erfassen.⁶⁶⁴ Umfasst werden sollte jedenfalls der Energiegroßhandel auf Märkten, die auf Grundlage der REMIT reguliert werden.⁶⁶⁵ Insofern scheitert die Erfassung von Energiehandelsprodukten i. S. v. Art. 2 Nr. 4 REMIT von den Wirkungen des § 104 InsO jedenfalls nicht daran, dass die entsprechenden Kontrakte die Anforderungen an ein Warenfixgeschäft nach § 104 I 1 InsO nicht erfüllen.⁶⁶⁶

dd) Rahmenverträge für Warengeschäfte

Bis zur Neufassung des § 104 InsO war ungeklärt, ob sich das Privileg der Anerkennung von in Rahmenverträgen zusammengefassten Geschäften über Finanzleistungen (vgl. § 104 II 3 InsO a. F.) auch auf **in Rahmenverträgen zusammengefasste Warenfixgeschäfte** erstreckt.⁶⁶⁷ Diese Streitfrage hat der Gesetzgeber in § 104 III InsO positiv entschieden, indem im Hinblick auf dieses Privileg auf „Geschäfte nach Absatz 1“ und damit auf Warenfixgeschäfte und Finanzleistungen Bezug genommen wird.

565

ee) Gemische Rahmenverträge

Auch die alte Streitfrage, wie mit Rahmenverträgen umzugehen ist, die sowohl von § 104 InsO gedeckte als auch nicht von der Norm erfasste Geschäftstypen beinhalteten (sogenannte „**Gemischte Rahmenverträge**“/„**Mixed Master Agreements**“) hat der Gesetzgeber durch die Reform beendet.⁶⁶⁸ § 104 III 2 InsO verlangt nunmehr, dass nur die von § 104 I InsO abgedeckten Geschäftstypen einen einheitlichen Vertrag bilden. Dies betont die Bedeutung der Geschäftstypen und kann zu einer unbeabsichtigten Aufspaltung des Handelsportfolios führen. Da für die nicht von § 104 I InsO gedeckten Geschäftstypen die allgemei-

566

⁶⁶³ Mit dieser Argumentation auch *Bornemann*, in: Frankfurter Kommentar, InsO, 9. Aufl. 2018, § 104 Rn. 76 nach dem auch Verträge von § 104 I 3 Nr. 5 InsO umfasst sind, welche durch physische Lieferung zu erfüllen sind.

⁶⁶⁴ RegE BT-Drs. 18/9983, S. 19.

⁶⁶⁵ RegE BT-Drs. 18/9983, S. 19.

⁶⁶⁶ So auch *Bornemann*, in: Frankfurter Kommentar, InsO, 9. Aufl. 2018, § 104 Rn. 76.

⁶⁶⁷ Vgl. zur entsprechenden Diskussion zu § 104 InsO a. F. etwa *Fried*, in: *Zerey, Finanzderivate*, 4. Aufl. 2013, § 21 Rn. 25.

⁶⁶⁸ Vgl. zum Stand der Diskussion vor der Reform von § 104 InsO *Fried*, in: *Zerey, Finanzderivate*, 4. Aufl. 2016, § 21 Rn. 44.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

nen Bestimmungen gelten, hätte der Insolvenzverwalter insoweit ein Wahlrecht (während er allerdings das Netting des von § 104 I InsO gedeckten Teils anerkennen müsste). Die Gefahr von gemischten Rahmenverträgen sollte in der Praxis allerdings durch die o. g. Klarstellungen der Begriffe „Warenfixgeschäfte“ bzw. „Finanzleistungen“ reduziert sein.

4. Anfechtbarkeit von Netting-Vereinbarungen

- 567 Die Frage der **Anfechtbarkeit von Netting-Vereinbarungen** ist bereits hinsichtlich der Altfassung in der Literatur diskutiert worden.⁶⁶⁹ Die vorherrschende Meinung ging davon aus, dass ein im Lichte von § 104 InsO (a.F.) zulässiges Netting die Anfechtbarkeit nicht generell ausschließt. Für die Neufassung des Netting-Regimes unter § 104 InsO waren die zur a.F. gefundenen Ergebnisse jedoch zu überdenken. Zunächst soll ein Überblick über relevante Anfechtungstatbestände gegeben werden (siehe a) unten), bevor die Frage geprüft wird, ob die ausdrückliche Nennung von Zulässigkeitsvoraussetzungen vertraglicher Nettingvereinbarungen in § 104 IV InsO in diesem Umfang eine Anfechtung ausschließt (siehe b) unten). Abschließend soll dann die (bereits im Hinblick auf § 104 InsO a.F. geführte) Frage erörtert werden, ob eine Anfechtung jedenfalls insoweit ausgeschlossen sein sollte, als das vertragliche Netting eine dem gesetzlichen Netting (nach § 104 II InsO) vergleichbare Situation schafft (siehe c) unten).

a) Überblick über die Anfechtungstatbestände

- 568 Durch die Insolvenzanfechtung wird der Insolvenzverwalter mit der Möglichkeit ausgestattet, Rechtshandlungen, durch die vor der Eröffnung des Insolvenzverfahrens die Insolvenzmasse geschmälert wurde, rückgängig zu machen. Dazu müssen die Voraussetzungen eines Anfechtungstatbestandes gemäß §§ 129 ff. InsO vorliegen.
- 569 Voraussetzung aller Anfechtungstatbestände ist, dass eine **anfechtbare Rechts-handlung** (§ 129 InsO) vorliegt, die wirtschaftlich die Position der anderen Gläubiger unmittelbar oder mittelbar verschlechtert, indem sie ihre Befriedigungsmöglichkeit aus dem Schuldnervermögen einschränkt. Die anfechtbare Rechtshandlung muss vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens vorgenommen worden sein. Rechtshandlungen, die nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens zulasten der Masse vorgenommen werden, sind schon gemäß §§ 80, 81 InsO nicht wirksam.
- 570 Ferner muss einer der in den §§ 130 ff. InsO aufgeführten Anfechtungsgründe vorliegen. Ob ein Anfechtungsgrund vorliegt, hängt stark vom Einzelfall ab. In

⁶⁶⁹ Vgl. dazu *Lüer*, in: Uhlenbruck, Insolvenzordnung, 14. Aufl. 2015, § 104 Rn. 39 (Vorauflage); *Wegener*, in: Frankfurter Kommentar zur Insolvenzordnung, 8. Aufl. 2015, § 104 Rn. 3 (Vorauflage); *Fuchs*, Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko, Diss. Bonn 2012, S. 136–152; *Jahn/Fried*, in: MünchKomm-InsO, Band 2, 3. Aufl. 2013, § 104 Rn. 170–170b (Vorauflage); *Fried*, in: Zerey, Finanzderivate, 3. Aufl. 2013, § 22 (Vorauflage).

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Aufrechnungsfällen ohne besonderes Schuldnerfehlverhalten kommt vor allem den Tatbeständen der §§ 130, 131 InsO besondere Bedeutung zu.⁶⁷⁰

Der Abschluss einer Nettingvereinbarung könnte zunächst unter den Anfechtungstatbestand der **kongruenten Deckung** (§ 130 InsO) fallen. In objektiver Hinsicht setzt § 130 InsO zunächst voraus, dass die fragliche Rechtshandlung dem Insolvenzgläubiger Sicherung oder Befriedigung gewährt oder ermöglicht. Diese Voraussetzung erfüllt eine Netting-Vereinbarung, denn sie gestattet die Aufrechnung oder schafft zumindest eine Aufrechnungslage.⁶⁷¹ Entscheidend ist daher die subjektive Seite, nämlich ob der Vertragspartner von der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners wusste oder zumindest die Umstände kannte, die zwingend die Zahlungsunfähigkeit nahelegen (§ 130 III InsO). Als **relevanter Zeitpunkt** für die Kenntnis der Zahlungsunfähigkeit kommen bei Netting-Vereinbarungen zwei Zeitpunkte in Betracht: Zunächst ließe sich auf den Abschluss des Rahmenvertrages abstellen, der in der Regel weit vor der Krise des Vertragspartners und damit außerhalb der Anfechtungsfrist liegen wird.⁶⁷² Nach der Grundregel des § 140 I InsO ist allerdings auf den Zeitpunkt abzustellen, in dem die rechtlichen Wirkungen eintreten, das wäre hier der Zeitpunkt der Kündigungserklärung bzw. des Bedingungseintritts in Form der Insolvenz bei automatischer Beendigung. Dieser steht meist in engem zeitlichen Zusammenhang zur Zahlungsunfähigkeit und zur Kenntnis davon⁶⁷³, sodass diese Voraussetzung der Insolvenzanfechtung immer erfüllt wäre und ein erhebliches Anfechtungsrisiko begründete.⁶⁷⁴ Nach § 140 III InsO bleibt jedoch bei einer bedingten oder befristeten Rechtshandlung der Eintritt der Bedingung oder des Termins als Zeitpunkt der Vornahme einer Rechtshandlung außer Betracht. Diese Norm ist auch auf die Bedingung des Eintritts der Zahlungsunfähigkeit bzw. Insolvenz anwendbar.⁶⁷⁵ Es kommt daher im Ergebnis auf den zugrundeliegenden Vertrag und damit in Bezug auf Netting-Vereinbarungen auf den Abschluss des Rah-

571

670 Vgl. von Wilmowsky, in: Kübler/Prütting/Bork, Kommentar zur Insolvenzordnung (Stand: Februar 2020), § 104 Rn. 104; dort sowie vor allem in Rn. 111 auch zur Systematisierung der Anfechtungsgründe in die zwei „Zweige“ „Schuldnerfehlverhalten“ und „Gläubigerbegünstigung“.

671 Fuchs, Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko, Diss. Bonn 2012, S. 145 f.; vgl. zur Aufrechnung: Kayser/Freudenbach, in: MünchKomm-InsO, Band 2, 4. Aufl. 2019, § 130 Rn. 9.

672 Vgl. Fuchs, Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko, Diss. Bonn 2012, S. 147; Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 22 Rn. 7.

673 Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 22 Rn. 7.

674 Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, Diss. Berlin 2015, S. 385; Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 22 Rn. 8.

675 So die wohl herrschende Meinung, vgl. etwa, von Wilmowsky, in: Kübler/Prütting/Bork, Kommentar zur Insolvenzordnung (Stand: Februar 2020), § 104 Rn. 101; Fuchs, Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko, Diss. Bonn 2012, S. 148 f.; Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 22 Rn. 8; Dauernheim, in: Frankfurter Kommentar, InsO, 9. Aufl. 2018, § 140 Rn. 16.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

menvertrags mit der Aufrechnungsmöglichkeit an.⁶⁷⁶ Das gilt sowohl für automatische Beendigungsklauseln als auch für Aufrechnungen, bei denen noch eine entsprechende Erklärung während der Krise erforderlich ist.⁶⁷⁷

- 572 Damit kommt eine Anfechtung nach § 130 InsO nur in Betracht, wenn die Netting-Vereinbarung im maßgeblichen 3-Monats-Zeitraum abgeschlossen worden ist und der Vertragspartner zu diesem Zeitpunkt von den Schwierigkeiten wusste.
- 573 Subjektive Erleichterungen gegenüber § 130 InsO sieht § 131 InsO vor; stellt dafür aber höhere objektive Anforderungen an das Vorliegen einer sog. **inkongruenten Deckung**: Eine inkongruente Deckung liegt vor, wenn dem Gläubiger eine Befriedigung oder Sicherung gewährt wird, die ihm nicht oder nicht in der Art oder nicht zu der Zeit zusteht.⁶⁷⁸ Umstritten ist, ob dies für den Abschluss von Netting-Vereinbarungen per se anzunehmen ist. Stellt man darauf ab, dass sich die Inkongruenz aus dem Umstand ergibt, dass dem Vertragspartner etwas gewährt wird, worauf er keinen Anspruch hatte,⁶⁷⁹ dürfte die Erleichterung nach § 131 InsO regelmäßig zu bejahen sein, weil die Netting-Vereinbarung dem Vertragspartner eine Befriedigung für seine Forderungen einräumt, die er in der Weise sonst nicht gehabt hätte. Fragt man hingegen danach, ob sich der Abschluss der Aufrechnungsvereinbarung in die bisherige Geschäftsbeziehung der Vertragsparteien einfügt, oder ob sie, gemessen hieran, unüblich ist,⁶⁸⁰ wäre die Frage der Inkongruenz eine solche des Einzelfalls: Netting-Vereinbarungen, die innerhalb des Drei-Monats-Zeitraums abgeschlossen wurden, wären dann insoweit kongruent, als sie den bisherigen Gepflogenheiten zwischen den Beteiligten entsprechen.⁶⁸¹ Sofern die entsprechenden Voraussetzungen gegeben sind,

676 *Fuchs*, Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko, Diss. Bonn 2012, S. 148. Insbesondere ist nicht auf die Einzelabschlüsse abzustellen, da hinsichtlich dieser Transaktionen gar keine Aufrechnung erfolgt, sondern nur in Bezug auf die gegenseitigen Nettopositionen, vgl. *Fried*, MünchKomm-InsO, Band 2. 4. Aufl. 2019, § 104 Rn. 212.

677 *Fried*, in: *Zerey*, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 22 Rn. 8; a. a. *Dauernheim*, in: Frankfurter Kommentar, InsO, 9. Aufl. 2018, § 140 Rn. 10; ablehnend hinsichtlich solcher Netting-Vereinbarungen, bei denen eine Erklärung zur Aufrechnung erforderlich ist *Fuchs*, Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko, Diss. Bonn 2012, S. 147 f.; andersherum *Henckel*, in: *Jaeger*, InsO, 2014, § 140 Rn. 50, der davon ausgeht, dass § 140 III InsO nicht auf gesetzliche Bedingungen anwendbar sei.

678 Vgl. § 131 I InsO, siehe hierzu BGH, Urt. v. 29. 6. 2004 – IX ZR 195/03, BGHZ 159, 388, 393 f.; ausführlich dazu *Fried*, in: *Zerey*, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 22 Rn. 10; *Kayser/Freudenberg*, in: MünchKomm-InsO, Band 2, 4. Aufl. 2019, § 131 Rn. 9.

679 BGH, Urt. v. 29. 06. 2004 – IX ZR 195/03, ZIP 2004, 1558, 1559 f. m. w. N.

680 *Von Wilmowsky*, in: *Kübler/Prütting/Bork*, Kommentar zur Insolvenzordnung (Stand: Februar 2020), § 104 Rn. 110; zurückgehend auf *Häsemeyer*, InsO, 4. Aufl., Rn. 19.15 und 21.58; *ders.*, in: *Kölner Schrift*, Kap. 15 Rn. 56 und 84; *Windel*, in: *Jaeger*, InsO, 2014, § 96 Rn. 60 f.

681 *Von Wilmowsky*, in: *Kübler/Prütting/Bork*, Kommentar zur Insolvenzordnung (Stand: Februar 2020), § 104 Rn. 110; vgl. auch *Klinck*, Die Grundlagen der besonderen Insolvenzanfechtung, S. 425 ff.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

käme § 131 InsO regelmäßig nicht als Anfechtungsgrund in Frage und § 130 InsO wäre anzuwenden.

- b) *Keine Anfechtbarkeit von vertraglichen Netting-Vereinbarungen wegen ihrer gesetzlichen Anerkennung?*

Bereits im Rahmen der Altfassung wurde diskutiert, ob die gesetzliche Anerkennung von Netting-Vereinbarungen in § 104 II InsO a.F. nicht auch zu einem anfechtungsrechtlichen Privileg führen müsste.⁶⁸² Teilweise wurde argumentiert, Netting von Finanzleistungen sei aufgrund der **gesetzlichen Anerkennung von Netting-Vereinbarungen** in § 104 II InsO privilegiert. Um diese Privilegierung nicht zu umgehen, dürften sie grundsätzlich nicht der Insolvenz-
anfechtung unterliegen.⁶⁸³ Unter Geltung der Altfassung ist dem in erster Linie die Wertung des § 119 InsO entgegengehalten worden.⁶⁸⁴

574

Diese Diskussion ist im Lichte der Neufassung von § 104 InsO und insbesondere der Zulässigkeit vertraglicher Nettingvereinbarungen neu zu bewerten. Nach der Reform ergibt sich ein Widerspruch zu § 119 InsO insoweit nicht mehr. Vielmehr werden durch den neuen § 104 IV InsO bestimmte vertragliche Abweichungen ausdrücklich genannt und damit die gesetzliche Privilegierung auf diese erstreckt.

Diese ausdrückliche insolvenzrechtliche Anerkennung über den Umweg der Insolvenzanfechtung wieder zu nehmen, erscheint unter Geltung der Novelle fragwürdig und dürfte nicht mit den klaren gesetzgeberischen Bestrebungen harmonieren, die auf eine Insolvenzfestigkeit von Netting-Klauseln abzielen.⁶⁸⁵

575

682 Fuchs, Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko, Diss. Bonn 2012, S. 105 (zur Schaffung der Aufrechnungsmöglichkeit); ebenso auch Ehricke, ZIP 2003, 272, 277; Kieper, Abwicklungssysteme in der Insolvenz, S. 74; Brandt, BKR 2002, 243, 248; vgl. zu dieser Diskussion generell Benzler, Nettingvereinbarungen im außerbörslichen Derivatehandel, Diss. Baden-Baden 1999, S. 288 f. (insbesondere dort Fn. 214).

683 Vgl. Obermüller, Insolvenzrecht in der Bankpraxis, Rn 8.368, der allerdings einräumt, dass die generelle Nicht-Anfechtbarkeit in bestimmten Konstellationen nicht gilt, etwa in den Fällen der §§ 131, 133 InsO oder, bzgl. eines Einzelabschlusses, wenn sich die aufrechnende Partei die Forderung in anfechtbarer Weise verschafft hat, vgl. Rn. 8.370; so im Ergebnis wohl auch Binder, Bankeninsolvenzen im Spannungsfeld zwischen Bankaufsichts- und Insolvenzrecht, S. 445 f.; Böhm, Rechtliche Aspekte grenzüberschreitender Nettingvereinbarungen, S. 174 ff. (zu DRV und ISDA; Gegenstand der Ausführungen ist primär § 119 InsO, den Böhm für nicht anwendbar hält).

684 Vgl. noch die 3. Aufl. Rn. 723; ebenso Benzler, Nettingvereinbarungen im außerbörslichen Derivatehandel, Diss. Baden-Baden 1999, S. 289 bzw. S. 273 ff.; zur Frage der gesetzlichen Privilegierung Fuchs, Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko, Diss. Bonn 2012, S. 137 f.; Fried, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 22 Rn. 1; mit anderer Begründung von Wilmowsky, in: Kübler/Prüttling/Bork, Kommentar zur Insolvenzordnung (Stand: Februar 2020), § 104 Rn. 124, nach dem die gesetzliche Wirkung zwar Angriffspunkt der Anfechtung, der zugrundeliegende Vertragsabschluss aber ausreichende Rechtshandlung i. S. v. § 129 InsO ist und die Anfechtbarkeit von den gesetzlichen Wertungen insoweit unabhängig ist.

685 RegE BR-Drs. 548/16, S. 6; vgl. hierzu auch Fried, MünchKomm-InsO, Band 2. 4. Aufl. 2019, § 104 Rn. 60.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

§ 104 InsO dient nach dem gesetzgeberischen Willen nicht dem Schutz der Insolvenzmasse, sondern in erster Linie dem **Schutz des solventen Vertragspartners vor den Unwägbarkeiten eines Insolvenzverwalterwahlrechts**.⁶⁸⁶ Dieser Schutz würde konterkariert, wenn der solvante Vertragspartner mit der anfechtungsrechtlichen „Aufhebung“ der Vereinbarung trotz der Anerkennung der entsprechenden vertraglichen Beendigungs- und Bewertungsbestimmungen rechnen müsste. Könnte der Insolvenzverwalter im Nachgang der Insolvenz entscheiden, welche Netting-Geschäfte er aufrechterhält, und welche er anficht, würde seine Spekulationsmöglichkeit weiter fortbestehen. Er könnte dann immer abwarten, ob sich zwischen der vertraglichen Beendigung (z. B. zum Zeitpunkt der Stellung des Insolvenzantrags) und der hypothetischen gesetzlichen Beendigung (zum Zeitpunkt der Eröffnung des Insolvenzverfahrens) die Marktwerte einzelner oder aller Geschäfte zu seinen Gunsten ändern, um dann (wenn es für ihn günstig ist und die Masse dadurch gemehrt wäre) die Beendigung und Bewertung einzelner Geschäfte bzw. des Nettings insgesamt angreifen und auf eine Berechnung auf Grundlage des Gesetzes (§ 104 I und II InsO) bestehen. Solche Spekulationen durch den Verwalter und Unwägbarkeiten für die solvante Partei wollte der Gesetzgeber mit dem neuen § 104 InsO aber gerade vermeiden.⁶⁸⁷ Alles andere wäre auch mit den europarechtlichen Vorgaben für ein funktionierendes Netting, die der Gesetzgeber ebenfalls als Bestandteil des wesentlichen Grundgedankens für vertragliche Vereinbarungen erwähnt,⁶⁸⁸ nicht vereinbar.

- 576 Vor diesem Hintergrund gibt es starke Argumente dafür, durch § 104 IV InsO gedeckte Beendigungs- und Bewertungsbestimmungen von einer kongruenten und inkongruenten Anfechtung nach § 130 bzw. § 131 InsO per se auszunehmen. Aus dogmatischer Sicht kann der auf § 104 InsO basierende Ausschluss des Anfechtungsrechts darauf gestützt werden, dass Anfechtungen auch bei Vorliegen der sonstigen Voraussetzungen (Rechtshandlung, Zurechnungszusammenhang und rein tatsächlicher Nachteil für die Masse) dann ausgeschlossen sind, wenn es an einer Gläubigerbenachteiligung im rechtlichen Sinne fehlt, da beispielsweise Rechtshandlungen gesetzlich gerechtfertigt sind.⁶⁸⁹ In der Rechtsprechung wurde ein Anfechtungsrecht beispielsweise dann verneint, wenn es einen gesetzlichen Anspruch auf Herbeiführung einer Rechtslage gibt, die der vertraglich herbeigeführten Rechtslage entspricht.⁶⁹⁰ Ob auch Anfechtungs-

686 RegE BR-Drs. 548/16, S. 11.

687 Vgl. BR-Drs. 548/16, S. 11 (mit Verweis auf weitere Gesetzgebungsmaterialien).

688 RegE BR-Drs. 548/16, S. 12 f. (insbesondere Verweis auf die Vorgaben der Finanzsicherheitenrichtlinie 2002/47/EG).

689 Fried, MünchKomm-InsO, Band 2. 4. Aufl. 2019, § 104 Rn. 61.

690 Vgl. beispielsweise BGH Urteil vom 19. April 2007 – IX ZR 59/06, NZI 2007, 462, 464 (Rz. 18) („Eine objektive Gläubigerbenachteiligung wäre allerdings nicht durch § 8 I Nr. 2 der Erbbaurechtsverträge verursacht, wenn die Kl. unabhängig von dieser Regelung schon kraft Gesetzes einen Anspruch auf Herbeiführung derselben Rechtslage hätte.“); BGH Urteil vom 11. November 1993 – IX ZR 257/92, MittRhNotK 1994, 284, 286 („(e) Eine objektive Gläubigerbenachteiligung wäre allerdings nicht durch die Vertragsbestimmung verursacht, wenn die Bekl. unabhängig von der Regelung

gründe aufgrund Schuldnerfehlverhaltens⁶⁹¹ gem. §§ 133 ff. InsO ausgenommen sein können, ist im Einzelfall vor dem Hintergrund des in § 104 IV InsO abgesteckten Umfangs der Privilegierung zu überlegen. Zu diesen geschützten grundsätzlichen Elementen müssen wesentliche Bestandteile von Nettingklauseln gehören. Dies sind insbesondere (i) die Zusammenfassung von Fixgeschäften und Finanzleistungen in einem Rahmenvertrag (die in § 104 IV InsO im Hinblick auf die Vorgaben in § 104 I, II und III InsO vorausgesetzt werden), (ii) die vorzeitige Beendigung von Verträgen (die auch insolvenzanknüpfend sein kann), (iii) die mit dem gesetzlichen Grundgedanken vereinbaren Bewertungen zu Markt-, Börsen- bzw. Modellpreisen sowie (iv) die Aggregierung dieser positiven bzw. negativen Einzelwerte.

c) *Keine Anfechtbarkeit mangels effektiver Gläubigerbenachteiligung („So-oder-so-Argumentation“)?*

Ginge man entgegen der hier vertretenen Auffassung von der Anfechtbarkeit von Netting-Vereinbarungen i. S. v. § 104 InsO gem. §§ 130 ff. InsO aus,⁶⁹² wäre wie auch schon nach der Rechtslage unter § 104 InsO a. F. als weitere gemeinsame Voraussetzung der Anfechtungsgründe gem. §§ 130 ff. InsO zu untersuchen, ob eine Gläubigerbenachteiligung vorliegt. Diese wirtschaftliche Gläubigerbenachteiligung ergänzt die in b) geprüfte rechtliche Gläubigerbenachteiligung und ist nicht an rechtlichen, sondern an rein quantitativen Maßstäben zum messen. Sie wird festgestellt, indem ein Vergleich zwischen dem tatsächlichen Bestand der Insolvenzmasse mit und ihrem hypothetischen Bestand

577

der Nr. 3.3, Abs. 2 des Vertrages schon kraft Gesetzes einen Anspruch auf Herbeiführung derselben Rechtslage hätte.“). Diese Fälle befassen sich nicht unmittelbar mit § 104 InsO(-alt) und sind auch insoweit nicht direkt mit dem hier zu prüfenden Fall vergleichbar, als § 104 Abs. 4 InsO eine Rechtslage nicht „kraft Gesetzes“ schafft, sondern bestimmte „kraft Vertrages“ geschaffene Rechtsfolgen beschreibt und gesetzlich für wirksam erklärt. Der durch den BGH entwickelte Grundsatz ist trotzdem auch auf durch § 104 Abs. 4 InsO gedeckte Konstellationen übertragbar, da der Gesetzgeber aufgrund der Vielfalt der Rahmenverträge im Markt und des notwendigen vertraglichen Spielraums alternative Rechtsfolgen nicht fest anordnen konnte. Vgl. zu relevanten Fallgruppen von Gläubigerbenachteiligungen *Kayser/Freudenberg*, in: Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung, Band 2, 4. Aufl. 2019, § 129 Rn. 130, der (noch ohne auf § 104 Abs. 4 InsO eingehen zu können) insbesondere im Zusammenhang mit nachteiligen Vertragsklauseln auf den Insolvenzfall der Ansicht ist, dass die Abgrenzung im Hinblick auf eine mögliche Gläubigerbenachteiligung danach zu erfolgen habe, ob auch ohne die Klausel gleich nachteilige Folgen eingetreten wären oder ob der Vertragspartner des Schuldners in dessen Insolvenz wenigstens kraft Gesetzes dieselbe Rechtsfolge wie vereinbart hätte herbeiführen dürfen. Unter diesen Voraussetzungen seien die Insolvenzgläubiger nicht im Rechts-sinne benachteiligt. Im Ergebnis ebenso *Borries/Hirte*, in: Uhlenbruck, Insolvenzordnung, 15. Aufl. 2019, § 129 Rn. 340 (m. w. N. zur Rechtsprechung).

691 Vgl. zu dieser Differenzierung erneut von *Wilnowsky*, in: Kübler/Prütting/Bork, Kommentar zur Insolvenzordnung (Stand: Februar 2020), § 104.

692 So in der Tendenz *Knof*, in: Uhlenbruck, InsO, 15. Aufl. 2019, § 104 Rn. 18, welcher einen Vorrang des § 104 InsO vor den Aufrechnungsregeln der §§ 94 ff. InsO als „eher unglücklich“ bezeichnet.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

ohne Abschluss der Netting-Vereinbarung vorgenommen wird. Wenn die Masse in dem hypothetischen Szenario größer gewesen wäre, liegt eine Gläubigerbenachteiligung vor. Gleichwohl ist es **nicht Sinn der Insolvenzanfechtung**, die **Insolvenzmasse zu vergrößern** und der Gläubigergesamtheit Vorteile zu verschaffen, die sie ohne die angefochtene Rechtshandlung nicht hätte.⁶⁹³

- 578 Isofern könnte argumentiert werden, dass eine Netting-Vereinbarung keine gläubigerbenachteiligende Wirkung hat, wenn sie sich im Anwendungsbereich des § 104 InsO bewegt, sodass es auch ohne die vertragliche Netting-Vereinbarung zum gesetzlichen Netting nach § 104 I bis III InsO kommen würde. Das **Wahlrecht des Insolvenzverwalters** nach § 103 InsO würde insoweit also „**so-oder-so**“ nicht greifen. Sofern diese gesetzliche Saldierung gemäß § 104 III InsO die Insolvenzmasse insoweit in gleichem Maße verkleinert, wie das vertraglich vereinbarte Netting, wäre die Netting-Vereinbarung keine gläubigerbenachteiligende Handlung und somit auch von vorn herein weder nach § 130 InsO noch nach § 131 InsO anfechtbar.
- 579 Etwas Anderes könnte jedoch für Detailregelungen der **Berechnung des Beendigungsbetrages** gelten. Der Insolvenzverwalter hätte dann im Einzelfall zu prüfen, ob das gesetzliche Netting des § 104 III InsO und die Netting-Abrede zu den wirtschaftlich exakt gleichen Ergebnissen führen würde. Differenzen können sich z. B. aus unterschiedlichen Berechnungszeitpunkten oder -methoden ergeben.⁶⁹⁴
- 580 Im Hinblick auf § 104 InsO a.F. war streitig, ob abweichende Berechnungsmethoden und -zeitpunkte zu einer Gläubigerbenachteiligung führen könnten. Insoweit wurde argumentiert, dass auch schon geringfügige Abweichungen der vertraglichen von der gesetzlichen Regelung des § 104 III InsO, wenn nicht bereits einen Verstoß gegen § 119 InsO, so doch zumindest eine potentiell anfechtbare Rechtshandlung darstellten.⁶⁹⁵ Mit seiner Entscheidung aus dem Sommer 2016 hat der BGH sich für die Unwirksamkeit solch abweichender Vereinbarungen entschieden und damit diese Diskussion für § 104 InsO a.F. beendet.

5. Netting-Vereinbarungen bei grenzüberschreitender Insolvenz

a) Überblick⁶⁹⁶

- 581 Das deutsche Internationale Insolvenzrecht war zunächst in zwei Regelungswerken niedergelegt, nämlich (i) in der Verordnung (EG) Nr. 1346/2000 des

693 BGH, Urt. v. 26.01.1983 – VIII ZR 254/81, BGHZ 86, 349, 355 = NJW 1983, 1120, 1122.

694 Dazu ausführlich auch *Fuchs*, Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko, Diss. Bonn 2012, S. 139 ff.

695 Vgl. zur alten Rechtslage z. B. *Wegener*, in: Frankfurter Kommentar, InsO, 8. Aufl. 2015, § 104 Rn. 2 (Voraufgabe).

696 Vgl. den graphischen Überblick über die denkbaren Konstellationen und die daraus folgende Anknüpfung bei *Fried*, in: *Zerey, Finanzderivate*, 4. Aufl. 2016, § 23 nach Rn. 10.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Rates vom 29.04.2000 über Insolvenzverfahren („**EuInsVO 2000**“)⁶⁹⁷ sowie (ii) im autonomen nationalen Kollisionsrecht, d. h. der durch das Gesetz zur Neuregelung des Internationalen Insolvenzrechts⁶⁹⁸ geänderten und seit dem 20.03.2003 geltenden Fassung der InsO (**§§ 335–358 InsO**). Nach Überarbeitung der EuInsVO 2000 (vgl. den Bericht der Europäischen Kommission vom 12.12.2012) trat die 2015 verabschiedete neue Fassung der EuInsVO im Wesentlichen am 26.06.2017 in Kraft.⁶⁹⁹ Diese Verordnung (im Weiteren als „**Eu-InsVO**“ bezeichnet) findet auf Insolvenzverfahren Anwendung, die nach dem 26.06.2017 eröffnet wurden bzw. werden. Diese Neufassung sieht neben Kollisionsregelungen weitere⁷⁰⁰ Verfahrens- und Sachvorschriften vor.⁷⁰¹ Das autonome Internationale Insolvenzrecht ist hingegen vordergründig reines Kollisionsrecht.⁷⁰²

Für die Frage der Anwendbarkeit deutschen Insolvenzrechts kommt es darauf an, ob man auf Grundlage des einschlägigen Regelungswerks zur Anwendung des Rechts des Staates der Verfahrenseröffnung (**lex fori concursus**; Insolvenzstatut) oder des Staates des für den Vertrag maßgeblichen Rechts (**lex contractus**; Vertragsstatut)⁷⁰³ kommt. Welches der beiden Statute berufen ist, bestimmt sich nach dem räumlichen bzw. persönlichen Anwendungsbereich. 582

b) Räumlicher und persönlicher Anwendungsbereich

aa) Sachverhalte außerhalb des Anwendungsbereiches der EuInsVO

Sachverhalte außerhalb des Anwendungsbereichs der EuInsVO⁷⁰⁴ regelt das 583 autonome deutsche Internationale Insolvenzrecht (§§ 335–358 InsO). Gemäß § 340 II InsO werden Aufrechnungsvereinbarungen und damit auch Netting-Vereinbarungen nach dem Recht des Staates beurteilt, das für die Verträge

697 ABl. EU Nr. L 160 vom 30.6.2000, S. 1 ff.

698 BGBL.I 2003, S. 345 ff.

699 Verordnung (EU) 2015/848 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20.05.2015 über Insolvenzverfahren (Abl. EU NR. L 141 vom 05.06.2015, S. 19–72). Gem. Art. 92 EuInsVO ist diese, mit Ausnahme der Art. 86 (Informationen zum Insolvenzrecht der Mitgliedstaaten und der Union – Geltung ab dem 26.06.2016), 24 I (Einrichtung von Insolvenzregistern – Geltung ab dem 26.06.2018) und Art. 25 (Vernetzung von Insolvenzregistern – Geltung ab dem 26.06.2019), am 26.06.2017 in Kraft getreten.

700 Vgl. bereits für die Altfassung *Parzinger*, NZI 2016, 63, 64.

701 Vgl. *Kollmann/Ch. Keller*, in: Gottwald/Haas, Insolvenzrechts-Handbuch, 6. Aufl. 2020, § 129 Rn. 4 f.

702 Mit Ausnahme ein paar weniger Sachfragen wie etwa in § 355 InsO, vgl. *Tashiro*, in: Braun, Insolvenzordnung, 8. Aufl. 2020, Vorb. Vor. §§ 335–358 Rn. 1.

703 Siehe hierzu auch Rn. 316.

704 Siehe hierzu *Kollmann/Ch. Keller*, in: Gottwald/Haas, Insolvenzrechts-Handbuch, 6. Aufl. 2020, § 129 Rn. 7 ff.; *Reinhart*, MünchKomm-InsO, Band 4, 3. Aufl. 2016, Art. 1 EuInsVO Rn. 8 ff.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

maßgeblich ist (**Vertragsstatut**).⁷⁰⁵ Bei § 340 II InsO handelt es sich um eine sogenannte allseitige Kollisionsnorm. In der Begründung des Gesetzentwurfes⁷⁰⁶ heißt es hierzu, dass es für die Teilnehmer der Finanzmärkte von nicht zu unterschätzender Bedeutung sei, bereits bei Abschluss des Rahmenvertrages vorhersehen zu können, welches Recht in der Insolvenz auf die Vereinbarung anwendbar sei.

In der Literatur ist diskutiert worden, wie weit die Sonderanknüpfung in § 340 II InsO geht, d. h. ob sie auf die gesamte Rechtsordnung des berufenen Staates einschließlich dessen Insolvenzrecht oder nur auf dessen Vertragsrecht verweist.⁷⁰⁷ Nähme man einen Verweis auf die Gesamtrechtsordnung an, wäre aufgrund der Rechtswahlfreiheit im Bereich des Rahmenvertrags die Möglichkeit einer mittelbaren „Wahl“ des Insolvenzstatus eröffnet.⁷⁰⁸ Der BGH bestätigte diese Sichtweise hinsichtlich des Insolvenzrechts des Vertragsstaats in dem oben bereits vorgestellten Urteil und kam insoweit auch im Fall der Insolvenz einer englischen Vertragspartei zu einer Anwendung der Netting-Vorschriften der InsO.⁷⁰⁹ Somit kann bezüglich eines Rahmenvertrags deutsches Recht und – über das Vehikel des § 340 II InsO – auch die §§ 104, 119 InsO für anwendbar erklärt werden, wenn eine nicht deutsche Vertragspartei außerhalb des Anwendungsbereiches der EuInsVO in die Insolvenz fällt.

bb) Sachverhalte innerhalb des Anwendungsbereichs der EuInsVO

- 584 Liegt der Mittelpunkt der Interessen (*Centre of Main Interest, COMI*) des Schuldners, z. B. der Hauptteil seines Vermögens, in der **Europäischen Union** (ohne

705 Hierbei handelt es sich um eine Umsetzung des Art. 25 der RL 2001/24/EG; vgl. *Paulus*, in: Kübler/Prüttling/Bork, Kommentar zur Insolvenzordnung, (Stand: Februar 2020), § 340 Rn. 12; *Wenner/Schuster*, in: Frankfurter Kommentar, InsO, 9. Aufl. 2018, § 340 Rn. 6.

706 Vgl. RegE BR-Drs. 715/02 vom 06.09.2002, S. 23f.

707 Ausführlich zum Meinungsstand *Fried*, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 23 Rn. 8.

708 *Fried*, in: Zerey, Finanzderivate, 4. Aufl. 2016, § 23 Rn. 8.

709 Vgl. auch BGH, Urt. v. 09.06.2016 – IX ZR 314/14, NJW 2016, 2328. Obwohl die insolvente Gesellschaft, die einen Anspruch auf Zahlung des Close-out Betrages geltend machte, eine englische Gesellschaft war, gelangte der BGH zur Anwendbarkeit von § 104 InsO, da das auf den DRV anwendbare Recht (*lex contractus*) deutsches Recht war.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Dänemark), ist vorrangig die EuInsVO anzuwenden.⁷¹⁰ Die Verordnung findet keine Anwendung auf die Anerkennung von Verfahren in Drittstaaten.⁷¹¹

Grundsätzlich ist für die Wirksamkeit einer Aufrechnung **Art. 7 II 2 lit. d** EuInsVO das Recht des Staates maßgeblich, in dem das Insolvenzverfahren eröffnet wird (*lex fori concursus*; Insolvenzstatut). Eine speziellere und § 340 II InsO entsprechende Ausnahmeregelung für Aufrechnungsvereinbarungen die EuInsVO nicht.⁷¹²

Diskutiert wird jedoch, ob für die Beurteilung der Zulässigkeit von Netting-Vereinbarungen **Art. 9 I EuInsVO** anwendbar ist.⁷¹³ Dieser enthält eine Einschränkung der Berufung des Insolvenzstatuts und knüpft unter bestimmten Voraussetzungen an das Forderungsstatut an.⁷¹⁴ Nach dieser Norm wird die Befugnis des Gläubigers, mit seiner Forderung gegen die Forderung des Schuld-

585

586

710 Der EuGH lehnt allerdings nur hinsichtlich mancher Bestimmungen der EuInsVO 2000 das Erfordernis eines qualifizierten Auslandsbezug explizit ab (etwa bzgl. Art. 5 EuInsVO 2000); womit hinsichtlich dieser Bestimmungen Anknüpfungspunkte zu zwei oder mehr Mitgliedstaaten nicht erforderlich seien. Indes gelte dies nicht absolut, da die Frage des Umfangs des erforderlichen Auslandsbezugs stets allein im Hinblick auf einzelne Bestimmungen der EuInsVO 2000 mit Blick auf deren Wortlaut und Funktion beantwortet werden könne. Dahingehend führt das Gericht aus, dass manche Vorschriften der EuInsVO 2000 (etwa Art. 5 I EuInsVO 2000 (entspricht Art. 8 EuInsVO)) das Vorliegen von Elementen voraussetzen, die an das Gebiet oder die Rechtsordnung von mindestens zwei Mitgliedstaaten anknüpfen; vgl. EuGH, Urt. v. 16.01.2014 – C-328/12, NJW 2014, 610, 611 (insbesondere Rz. 22, 23) (Ralph Schmid/Lilly Hertel); vgl. hierzu auch *Vallender*, in: *Vallender, EuInsVO*, 2. Aufl. 2020, Art. 2 EuInsVO Rn. 73 ff.

711 *Kindler*, MünchKomm-BGB, Band 12, 7. Aufl. 2018, Art. 1 EuInsVO Rn. 28; *Reinhart*, in: MünchKomm-InsO, Band 4, 3. Aufl. 2016, Art. 1 EuInsVO Rn. 13, welcher auf die 2. Aufl. 2008, Art. 1 EuInsVO 2000 Rn. 8 f. verweist.

712 Siehe Erwägungsgrund 71 der EuInsVO: „[...] Für diese Transaktionen sollte deshalb allein das Recht maßgebend sein, das auf das betreffende System bzw. den betreffenden Markt anwendbar ist. Dieses Recht soll verhindern, dass im Fall der Insolvenz eines Geschäftspartners die in Zahlungs- oder Aufrechnungssystemen und auf den geregelten Finanzmärkten der Mitgliedstaaten vorgesehenen Mechanismen zur Zahlung und Abwicklung von Transaktionen geändert werden können. Die Richtlinie 98/26/EG enthält Sondervorschriften, die den in dieser Verordnung festgelegten allgemeinen Regelungen vorgehen sollten.“.

713 Vgl. dazu *J. Schmidt*, in: *Mankowski/Müller/J. Schmidt, EuInsVO* 2015, 1. Aufl. 2016; Art. 9 EuInsVO 2017 Rn. 22–28; *Knof*, in: Uhlenbruck, *InsO*, 15. Aufl. 2020, Art. 9 EuInsVO Rn. 9 f.; *Mock*, in: Beck'scher Online-Kommentar *InsO*, Fridgen/Geiwitz/Göpfert, 21. Edition, Stand: 15. 10. 2020, Art. 9 EuInsVo 2017 Rn. 7.

714 Für eine weite Auslegung des Begriffes der „Aufrechnung“ und die Anwendung von Art. 6 EuInsVO 2000 auf Close-out Netting sprechen sich *Ehrcke*, ZIP 2003, 1065, 1075, von *Wilmowsky*, WM 2002, 2264, 2277, *Keller*, BKR 2002, 347, 349 und *Zenke/Dessau*, in: *Theobald/Kühling, Energierecht* 107. Ergänzungslieferung Juli 2020, Energiehandel 140, Rn. 272 aus. Die genannten Autoren erörtern in diesem Zusammenhang jedoch nicht die über eine reine Aufrechnung hinausgehenden Elemente von Netting-Vereinbarungen (siehe hierzu Rn. 524) und setzen sich auch nicht näher mit der terminologischen Unterscheidung von „Aufrechnung“ (Set-off) und „Aufrechnungsvereinbarung“ (Netting Agreement) in den zugrundeliegenden EU-Rechtsquellen auseinander.

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

ners aufzurechnen, von der Eröffnung des Insolvenzverfahrens dann nicht beeinträchtigt, wenn diese Aufrechnung nach dem für die Forderung des insolventen Schuldners maßgeblichen Recht zulässig ist. Hierdurch soll die nach dem anwendbaren (aufrechnungsfreundlichen) Forderungsstatut zulässige Aufrechnung gegen ein (aufrechnungsfeindliches) Insolvenzstatut geschützt werden. Die Norm dient damit dem Schutz des Vertrauens des aufrechnungsberechtigten Gläubigers in die Aufrechenbarkeit mit einer Schuldnerforderung.⁷¹⁵ Für Netting-Vereinbarungen würde dann, wie bei § 340 II InsO, das **Vertragsstatut** gelten.

- 587 Die Gegenansicht geht zu Recht davon aus, dass Art. 9 EuInsVO **auf Netting-Vereinbarungen nicht anwendbar** ist und sich die insolvenzrechtliche Zulässigkeit von Netting-Vereinbarungen gemäß des allgemeinen Grundsatzes des **Art. 7 I EuInsVO** nach dem Recht des **Insolvenzstatus** richtet.⁷¹⁶ Hauptargument ist, dass Netting-Vereinbarungen eben nicht nur eine Aufrechnung beinhalten, sondern zwingend eine vorherige Beendigung und Bewertung der offenen Transaktionen erfordern. Dieser weitgehende Begriff des Netting bzw. der Netting-Vereinbarung ist der EuInsVO nicht unbekannt und hätte genutzt werden können, wenn dies beabsichtigt gewesen wäre. So enthält Art. 12 EuInsVO eine Spezialregelung für Zahlungssysteme. Der 71. Erwägungsgrund der EuInsVO legt nahe, dass hierunter auch „Glattstellungsverträge und Netting-Vereinbarungen“ zu verstehen sind. Auch die Richtlinie 2001/24/EG über die Sanierung und Liquidation von Kreditinstituten enthält in Art. 23 und Art. 25 I zwei

715 Vgl. *Liersch*, in: Vallender, EuInsVO, 2. Aufl. 2020, Art. 9 EuInsVO Rn. 1 f.; *Mock*, in: Beck'scher Online-Kommentar InsO, Fridgen/Geiwitz/Göpfert, 21. Edition, Stand: 15. 10. 2020, Art. 9 EuInsVo 2017 Rn. 9.

716 *Reinhardt*, MünchKomm-InsO, Band 4, 3. Aufl. 2016, Art. 6 Rn. 11 f.; so im Ergebnis auch *Liesenhoff*, in: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel, 2006, Kapitel 10, Rn. 72 (Ausführungen in seiner Fn. 55), der grundsätzlich feststellt, dass für „Close-out Netting“ letztlich die *lex fori concursus* maßgeblich sei; er geht sodann differenzierend davon aus, dass im Anwendungsbereich der EuInsVO ausnahmsweise auch das Vertragsstatut zur Anwendung kommen könnte; für die Durchsetzbarkeit des Close-out Netting habe dies jedoch bestenfalls (gem. Art. 6 EuInsVO) auf die Verrechnungsmöglichkeit Auswirkungen; auf die vorgelagerte Frage der insolvenzbedingten Beendigung habe die EuInsVO keine Auswirkung; vgl. auch *Mock*, in: Beck'scher Online-Kommentar InsO, Fridgen/Geiwitz/Göpfert, 21. Edition, Stand: 15. 10. 2020, Art. 9 EuInsVo 2017 Rn. 7, nach dem sich die Zulässigkeit einer Vereinbarung, welche nur die Fälligkeit der Forderungen betrifft (wie dies bei Netting-Agreements der Fall ist) sich zunächst nach der *lex fori concursus* bestimmt. Erst wenn sich nach diesem die Zulässigkeit ergäbe, sei in einem zweiten Schritt von einer Aufrechnungsbefugnis des Gläubigers – nicht aber des Schuldners – auszugehen; so auch *J. Schmidt*, in: Mankowski/Müller/J. Schmidt, EuInsVO 2015, 1. Aufl. 2016; Art. 9 EuInsVO 2017 Rn. 27; *Knof*, in: Uhlenbrück, InsO, 15. Aufl. 2020, Art. 9 EuInsVO Rn. 10.

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

Spezialregelungen, in denen klar die Begriffe „Aufrechnung“ (Set-Off) und „Aufrechnungsvereinbarungen“ (Netting Agreements)⁷¹⁷ unterschieden werden.⁷¹⁸

Insgesamt sprechen daher überzeugende Argumente dafür, dass für Netting-Vereinbarungen die allgemeine Regelung des Art. 7 EuInsVO einschlägig und damit das Recht des Staates anzuwenden ist, in dem das Verfahren eröffnet wird.⁷¹⁹ Das Regel-Ausnahme-Verhältnis von Art. 7 II 2 lit. d) und Art. 9 I EuInsVO ist so zu lesen, dass bei Eröffnung des Insolvenzverfahrens ein Statutenwechsel vom Aufrechnungsstatut zugunsten des Insolvenzstatuts erfolgt.⁷²⁰

Bedenkt man, dass für Unternehmen aus dem Finanz- und Versicherungsbereich nicht die EuInsVO, sondern § 340 II InsO und damit eine Anknüpfung an das *Lex Contractus*-Prinzip gilt,⁷²¹ ist der Typus des Vertragspartners eine Weichenstellung für die Prüfung der Durchsetzbarkeit von Netting-Vereinbarungen im Insolvenzfall, die in vielen Fällen etwas willkürlich scheint. Anfängliche Bestrebungen, im Zuge der Reform der EuInsVO 2000 einen Gleichlauf zu schaffen und auch im Anwendungsbereich der EuInsVO parallel zu § 340 II InsO das *Lex Contractus*-Prinzip einzuführen, waren daher begrüßenswert. Artikel 6a EuInsVO-E sah vor: „Für Aufrechnungs- und Schuldumwandlungsvereinbarungen (netting agreements) ist ausschließlich das Recht maßgebend, das auf derar-

588

717 Art. 25 der Richtlinie 2001/24/EG wurde durch Art. 117 Nr. 3 der Richtlinie 2014/59/EU zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 (**BRD**) geändert und lautet unter der Überschrift „Saldierungsvereinbarung“ nun: „Unbeschadet der Artikel 68 und 71 der Richtlinie 2014/59/EU gilt für Saldierungsvereinbarungen ausschließlich das Recht, das für den Vertrag über derartige Vereinbarungen maßgeblich ist.“ Die Vorversion lautete unter der Überschrift „Aufrechnungs- und Schuldumwandlungsvereinbarungen“: „Für Aufrechnungs- und Schuldumwandlungsvereinbarungen („netting agreements“) ist ausschließlich das Recht maßgeblich, das auf derartige Vereinbarungen anwendbar ist.“

718 Eine ähnliche Differenzierung findet sich darüber hinaus auch in § 338 InsO und § 340 II InsO wieder. Auch in der Insolvenzordnung wird somit klar zwischen Aufrechnung und Aufrechnungsvereinbarungen unterschieden.

719 Käme man hier zu einem anderen Ergebnis, würde sich zumindest die Frage der Anfechtbarkeit nach dem Recht des Staates der Verfahrenseröffnung richten (siehe Art. 16 i. V. m. Art. 7 II lit. m) EuInsVO), wodurch mittelbar trotzdem dann der „so- oder-so-Vergleich“ zwischen der vertraglichen und der gesetzlichen Situation (nach §§ 103 ff. InsO) anzustellen ist, sofern nicht eine Privilegierung nach Art. 16 EuInsVO, greift.

720 *Kindler*, in: MünchKomm-BGB, Band 13, 8. Aufl. 2021, Art. 7 EuInsVO Rn. 26 f.

721 Art. 1 II EuInsVO lautet wie folgt: „(2) Diese Verordnung gilt nicht für Verfahren nach Absatz 1 in Bezug auf a) Versicherungsunternehmen, b) Kreditinstitute, c) Wertpapierfirmen und andere Firmen, Einrichtungen und Unternehmen, soweit sie unter die Richtlinie 2001/24/EG fallen, oder d) Organismen für gemeinsame Anlagen.“

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

tige Vereinbarungen anwendbar ist.⁷²² Das europäische Parlament hatte in erster Sitzung einen geänderten Vorschlag angenommen, welcher den Anwendungsbereich des vorgesehenen Art. 6a EuInsVO-E erheblich einschränkte.⁷²³ Danach beschränkte sich die Regelung des Art. 6a EuInsVO-E auf Verträge, bei denen eine Partei kein Kreditinstitut im Sinne der Richtlinie 2001/24/EG ist.⁷²⁴ Da Kreditinstitute vom sachlichen Anwendungsbereich der EuInsVO ausgenommen sind, wäre Art. 6a EuInsVO-E in dieser Fassung lediglich dann zur Anwendung gekommen, wenn die insolvente Partei kein Kreditinstitut und der Vertragspartner ein Kreditinstitut im Sinne der Richtlinie 2001/24/EG gewesen wäre.

Weiterhin sah der Art. 6a EuInsVO-E vor, dass für Aufrechnungs- und Schuldumwandlungsvereinbarungen – „netting agreements“ – ausschließlich das Recht maßgeblich sein sollte, das auf derartige Forderungen anwendbar ist (*lex contractus*). Es sollte also allein auf das Statut der Nettingvereinbarung abgestellt werden, welches sich aus der dazu gehörenden Rahmenvereinbarung ergibt.⁷²⁵

- 589 Am 12.03.2015 veröffentlichte der Rat der Europäischen Union seinen Standpunkt⁷²⁶, welchem die Europäische Kommission am 12.04.2015 gegenüber dem Europäischen Parlament unter Bezugnahme auf die Einbringung in den Trilogverhandlungen zugestimmt hat.⁷²⁷ In dieser Fassung war der in der vorherigen Fassung enthaltene Art. 6a EuInsVO-E ersatzlos entfallen.⁷²⁸ Es wurden vielmehr die oben genannten Grundsätze wortgleich übernommen.
- 590 Da im Energiehandelsbereich auch Banken aktiv sind, ist nochmals die eben schon genannte Einschränkung für den Anwendungsbereich der EuInsVO zu betonen: Eine Bereichsausnahme besteht u. a. für **Insolvenzverfahren über das**

722 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1346/2000 des Rates über Insolvenzverfahren vom 12.12.2012; COM(2012) 744 final.

723 Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments vom 05.02.2014 zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1346/2000 des Rates über Insolvenzverfahren (COM(2012)0744 – C7-0413/2012 – 2012/0360(COD)) (Ordentliches Gesetzgebungsverfahren: erste Lesung), P7_TA(2014)0093. Der Vorschlag des Parlaments für einen geänderten Art. 6a EuInsVO-E lautete wie folgt: „Close-out netting provisions: When one party to the contract containing a close-out netting provision is an institution falling within the scope of Directive 2001/24/EC, that close-out netting provision shall be governed solely by the law of the contract governing such provision.“

724 Der Rechtsausschuss des Europäischen Parlaments begründete dies mit der Angleichung an den gemeinschaftlichen Besitzstand (*acquis communautaire*), Bericht des Rechtsausschusses (A7-0481/2013).

725 Siehe dazu auch im Überblick: *Jahn/Fried*, MünchKomm-InsO, Band 4, 3. Aufl. 2016, Art. 12 Rn. 3 ff.

726 Standpunkt (EU) Nr. 7/2015 des Rates in erster Lesung im Hinblick auf den Erlass einer Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insolvenzverfahren (Neufassung), ABl. EU Nr. C 141 vom 28.04.2015, S. 1–54.

727 COM/2015/0173 final – 2012/0360 (COD).

728 Ein Überblick über das Gesetzgebungsverfahren findet sich in Procedure File 2012/0360(COD) des Europäischen Parlaments.

Vermögen von Kreditinstituten.⁷²⁹ In diesen Fällen ist das autonome Internationale Insolvenzrecht der §§ 335 ff. InsO maßgeblich, mit dem der Gesetzgeber nach seiner Einschätzung die Richtlinie 2001/24/EG über die Sanierung und Liquidation von Kreditinstituten umgesetzt hat.⁷³⁰ Im Anwendungsbereich dieser Richtlinie sowie für Versicherungen und Organismen für gemeinsame Anlagen gelten daher gemäß § 340 II InsO die Insolvenzregelungen des Forderungsstatuts.

Wegen der wachsenden Bedeutung des **Clearings von OTC-Transaktionen** im Energiehandelsbereich sei schließlich erwähnt, dass für das Verhältnis zwischen Zentraler Gegenpartei und Clearing Mitglied dann Besonderheiten gelten, wenn das Clearing Mitglied (was üblicherweise der Fall sein dürfte) als Teilnehmer und das Clearinghaus als System im Sinne von § 340 III InsO bzw. § 1 XVI KWG zu qualifizieren ist. Dann gilt gem. § 340 III InsO die Anknüpfung an das Recht des Systems. Dies bedeutet, dass sich die Modalitäten und die Wirksamkeit der dort verankerten Close-out Netting Regelungen nach den Insolvenzregelungen des für die Clearing-Bedingungen geltenden Rechts richten.

591

c) *Insolvenzanfechtung (§ 339 InsO bzw. Art. 16 EuInsVO)*

Sofern Nettingvereinbarungen überhaupt anfechtbar sein sollten, ist nach wie vor nicht abschließend geklärt, nach welchem Statut sich Insolvenzanfechtungen richten, d.h. also wie das Verhältnis von § 339 InsO zu § 340 II InsO ausgestaltet ist. Sofern Nettingvereinbarungen anfechtbar sind und § 340 II InsO, sofern dessen Anwendungsbereich eröffnet ist, nicht als *lex specialis* Anfechtungsrechte generell überlagert, sind die Anfechtungsprivilegien nach § 339 InsO bzw. Art. 16 EuInsVO zu beachten, sofern ein Fall vorliegt, in dem die *lex fori concursus* und die *lex contractus* voneinander abweichen (z.B. deutsche Partei ist insolvent/*lex contractus* ist englisches Recht, da EFET nach englischem Recht oder englische Partei ist insolvent/*lex contractus* ist deutsches Recht, da EFET nach deutschem Recht).

592

aa) *Anwendungsbereich des Art. 16 EuInsVO*

Grundsätzlich bestimmt gem. Art. 7 II lit. m) EuInsVO das Recht des Staates der Verfahrenseröffnung (*lex fori concursus*) auch die eventuelle **Anfechtbarkeit einer Rechtshandlung**. Sofern Handelsverträge und damit die entsprechenden Netting-Vereinbarungen jedoch nicht deutschem Recht sondern dem Recht eines anderen Mitgliedstaat⁷³¹ unterliegen, ist im Anwendungsbereich der Eu-

593

729 Vgl. Art. 1 II EuInsVOSowie deren Erwägungsgrund 19.

730 Sehr informativ auch bezüglich der Neuerungen der EuInsVO: *Parzinger*, NZI 2016, 63, 64; vgl. zudem *Liersch*, NZI 2003, 302, 303 mit Verweis auf den Regierungsentwurf BR-Drs. 715/02, S. 15.

731 In der Literatur ist streitig, ob bei Nichtanwendbarkeit von Art. 16 EUInsVO auf § 339 InsO zurückgegriffen werden kann, wenn die Anwendbarkeit von Art. 16 EUInsVO daran scheitert, dass das anwendbare Recht nicht das Recht eines Mitgliedstaates ist (z. B. nach Brexit: EFET nach englischem Recht). Vgl. hierzu beispielsweise *Reinhart*, MünchKomm-InsO, Band 4, 3. Aufl. 2016, Art. 13 EuInsVO 2000 Rn. 7 f. und Rn. 22,

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

InsVO Art. 16 EuInsVO zu beachten.⁷³² Zugunsten des Anfechtungsgegners sieht **Art. 16 EuInsVO**, somit eine Ausnahme vor, die im Einzelfall konkret als **Einrede gegen die Insolvenzanfechtung** geltend gemacht werden kann. Der Begriff Rechtshandlung ist hierbei weit auszulegen; das für die Rechtshandlung maßgebliche Recht richtet sich nach dem gewählten Recht bzw. nach dem Recht, das mittels der Kollisionsnormen des Internationalen Privatrechts festzustellen ist.⁷³³

- 594 Besondere Beachtung verdienen die Voraussetzungen „**in diesem Fall**“ und „**in keiner Weise angreifbar**“. Möchte sich der Anfechtungsgegner auf eine Nicht-Anfechtbarkeit nach dem Rechtshandlungsstatut berufen, muss er vortragen und im Bestreitensfalle auch beweisen, dass die betreffende Rechtshandlung im konkreten Fall und unter Berücksichtigung aller konkreten Begleitumstände weder nach dem Insolvenzrecht noch dem sonstigen materiellen Recht des Vertragsstatuts anfechtbar oder in anderer Weise angreifbar oder unwirksam ist.⁷³⁴ Bestehen nach diesem Recht keine Unwirksamkeitsgründe für die Rechtshandlung, kann nicht nach Art. 7 II lit. m) EuInsVO angefochten werden; bestehen solche Unwirksamkeitsgründe (die nicht mit denen des Staates der Verfahrenseröffnung identisch sein müssen), bleibt die Anfechtung nach dem Insolvenzstatut möglich.

der bei Verweis auf das Recht eines Drittstaates (bei grundsätzlicher Anwendbarkeit der EUInsVO) davon ausgeht, dass dann ausschließlich die EuInsVO und damit das Recht der Verfahrenseröffnung (*lex fori concursus*) und nicht über § 339 InsO das Vertragsrecht (*lex causae*) gilt. Anderer Ansicht sind beispielsweise *Knof*, in: Uhlenbrück, Insolvenzordnung, 15. Aufl. 2019, Art. 16 EUInsVO, Rn. 28 oder *Kindler*, in: MünchKomm-BGB, Band 13, 8. Aufl. 2021, Art. 16 EuInsVO Rn. 4, die § 339 InsO für anwendbar halten, wenn der grundsätzlich anwendbare Art. 16 EUInsVO deswegen nicht greift, da die Rechtshandlung dem Recht eines Drittstaates unterliegt.

- 732 Art. 16 EuInsVO lautet wie folgt: „Artikel 7 Absatz 2 Buchstabe m) [Anmerkung des Verfassers: Anfechtbarkeit richtet sich nach dem Recht der Verfahrenseröffnung (*lex fori concursus*)] findet keine Anwendung, wenn die Person, die durch eine die Gesamtheit der Gläubiger benachteiligende Handlung begünstigt wurde, nachweist, dass a) für diese Handlung das Recht eines anderen Mitgliedstaats als des Staates der Verfahrenseröffnung maßgeblich ist und b) diese Handlung im vorliegenden Fall in keiner Weise nach dem Recht dieses Mitgliedstaats angreifbar ist.“; vgl. hierzu *Bork*, in: Kübler/Prütting/Bork, Kommentar zur Insolvenzordnung, (Stand: Februar 2020), Art. 16 EuInsVO, Rn. 1 ff.
- 733 *Bork*, in: Kübler/Prütting/Bork, Kommentar zur Insolvenzordnung, (Stand: Februar 2020), Art. 16 EuInsVO, Rn. 9; *Thole*, in: Vallender, EuInsVO, 2. Aufl. 2020, Art. 16 EuInsVO Rn. 5. Auch hier ist streitig, ob selbstständig anzuknüpfen ist (so etwa *Nerlich*, in: Nerlich/Römermann, InsO (Stand: März 2020), EuInsVO Art. 16 (mit Verweis auf die Kommentierung zu Art. 13 EUInsVO 2000); *Kindler*, in: Münch-Komm-InsO, 6. Aufl. 2015, EuInsVO 2000 Art. 13, Rn. 9; *Bork*, in: Kübler/Prütting/Bork, Kommentar zur Insolvenzordnung (Stand: Februar 2020), EuInsVO Art. 13 2000, Rn. 13 ff.), oder stets das Schuldstatut Anwendung findet (vgl. etwa *Wenner/Schuster*, in: Frankfurter Kommentar InsO, 9. Aufl. 2018, EuInsVO Art. 16, Rn. 4).
- 734 *Bork*, in: Kübler/Prütting/Bork, Kommentar zur Insolvenzordnung, (Stand: Februar 2020), Art. 16 EuInsVO, Rn. 10; *Thole*, in: Vallender, EuInsVO, 2. Aufl. 2020, Art. 16 EuInsVO Rn. 10.

bb) Anwendungsbereich des § 339 InsO

§ 339 InsO enthält eine Regelung, die derjenigen in Art. 16 EuInsVO entspricht. Durch den Aufbau der Norm, die von einer grundsätzlich möglichen Anfechtung ausgeht und dem Anfechtungsgegner eine Nachweispflicht auferlegt, wenn er von der Ausnahmeregelung des § 339 InsO profitieren will, besteht zunächst ein **grundsätzliches Anfechtungs- und damit Prozessrisiko**. Im Regierungsentwurf wird hierzu ausgeführt, dass die nach dem Insolvenzstatut zulässige Anfechtung nur ausgeschlossen sein soll, wenn der Anfechtungsgegner nachweist, dass nach dem Recht des Staates, das nach allgemeinem IPR auf die Rechtshandlung Anwendung findet, diese weder anfechtbar noch nichtig oder sonst unwirksam wäre.⁷³⁵

6. Exkurs: Besonderheiten vorinsolvenzlicher Restrukturierungsverfahren nach dem StaRUG für Verträge mit Unternehmen

Ende 2020 wurde das Gesetz zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts (Sanierungs- und Insolvenzrechtsfortentwicklungsge setz – SanInsFoG) verkündet.⁷³⁶ Ausgangspunkt der Novelle war die Richtlinie (EU) 2019/1023 vom 20.06.2019⁷³⁷ („**Restrukturierungsrichtlinie**“), welche (u.a.) Vorgaben zur Einführung eines vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahrens macht. Kernstück des SanInsFoG ist das Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz – StaRUG), das die Vorgaben der Restrukturierungsrichtlinie zum präventiven Restrukturierungsrahmen (Art. 4 bis 19 Restrukturierungsrichtlinie) umsetzen soll.⁷³⁸

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die neuen Bestimmungen die Möglichkeit schaffen, Sanierungsmaßnahmen auch außerhalb des Insolvenzverfahrens und gegen den Willen einzelner Gläubiger(gruppen) um- bzw. durchzusetzen. Allerdings können nur Unternehmen, bei denen die Zahlungsunfähigkeit ledig-

735 RegE, BR-Drs. 715/02 vom 06.09.2002, S. 22.

736 Gesetz zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts (Sanierungs- und Insolvenzrechtsfortentwicklungsge setz – SanInsFoG) vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I 2020 S. 3256–3298).

737 Richtlinie (EU) 2019/1023 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2019 über präventive Restrukturierungsrahmen, über Entschuldung und über Tätigkeitsverbote sowie über Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz von Restrukturierungs-, Insolvenz- und Entschuldungsverfahren und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2017/1132 (Richtlinie über Restrukturierung und Insolvenz), ABl. EU Nr. L 172/18 vom 26.06.2019.

738 Vgl. den Gesetzentwurf der Bundesregierung zum Entwurf eines Gesetzes zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts (Sanierungs- und Insolvenzrechtsfortentwicklungsge setz – SanInsFoG), S. 100 f. Vgl. zu diesem etwa Desch, BB 2020, 2409 (passim); Proske/Streit, NZI 2020, 969 (passim).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

lich droht, aber noch nicht eingetreten ist,⁷³⁹ die neugeschaffenen Instrumente des Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmens in Anspruch nehmen. Weiterhin sind auch gem. § 30 II StaRUG Unternehmen der Finanzbranche i. S. v. § 1 XIX KWG von vornherein von den Bestimmungen der §§ 29–72 StaRUG, d. h. insbesondere den Restrukturierungs- und Stabilisierungsinstrumenten, ausgenommen.⁷⁴⁰

Ein zentrales Sanierungsinstrument ist der Restrukturierungsplan (§§ 5 ff. StaRUG), der grob als eine Art Gesamtvergleich mit den Gläubigern des Schuldners bezeichnet werden kann. Der Vorteil des Restrukturierungsplans gegenüber einer außergerichtlichen Sanierung ist, dass seine Wirksamkeit grundsätzlich nicht die Zustimmung aller Gläubiger fordert, sondern vielmehr eine Mehrheit von 75 % in jeder Gläubigergruppe ausreicht (§ 25 I StaRuG). Auch können einzelne Gruppen überstimmt werden, wenn die Mehrheit der Gruppen dem Plan zustimmt (§ 26 I StaRuG). Im Rahmen eines Restrukturierungsplanes besteht zudem beispielsweise die Möglichkeit der Gestaltung (d. h. etwa einer Kürzung oder Stundung) der (i) Forderungen gegen den Schuldner (§ 2 I Nr. 1 StaRUG) und (ii) der an Gegenständen des schuldnerischen Vermögens bestehenden Rechte, die im Fall der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens zur Absonderung berechtigen würden, es sei denn, es handelt sich bei ihnen z. B. um Finanzsicherheiten i. S. v. § 1 XVII KWG (§ 2 I Nr. 2 StaRuG).

Ferner kann das Gericht auf Antrag eines Schuldners Anordnungen zu dessen Stabilisierung treffen (§§ 49–59 StaRUG). So können Maßnahmen der Zwangsvollstreckung gerichtlich untersagt oder einstweilen eingestellt werden (Vollstreckungssperre, vgl. § 49 I Nr. 1 StaRUG). Ferner kann gerichtlich angeordnet werden, dass Rechte an Gegenständen, die im Falle der Eröffnung eines (hypothetischen) Insolvenzverfahrens als Aus- und Absonderungsrechte geltend gemacht werden könnten, nicht durchgesetzt werden dürfen bzw. zur Fortfüh-

739 „Drohend“ ist die Zahlungsunfähigkeit nach § 18 II InsO dann, wenn das Unternehmen voraussichtlich innerhalb des, durch Art. 4 Nr. 10 des SanInsFoG neu eingeführten seit dem 01.01.2021 geltenden, Regelprognosezeitraums von zwei Jahren nicht in der Lage sein wird, die bestehenden Zahlungspflichten im Zeitpunkt der Fälligkeit zu erfüllen.

740 Der persönliche Anwendungsbereich der Richtlinie wird in Artikel 1 II wie folgt beschrieben: „(2) Diese Richtlinie gilt nicht für in Absatz 1 genannte Verfahren, die folgende Schuldner betreffen: a) Versicherungsunternehmen oder Rückversicherungsunternehmen im Sinne des Artikels 13 Nummer 1 und 4 der Richtlinie 2009/138/EG, b) Kreditinstitute im Sinne des Artikels 4 Absatz 1 Nummer 1 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013, c) Wertpapierfirmen oder Organismen für gemeinsame Anlagen im Sinne des Artikels 4 Absatz 1 Nummer 2 beziehungsweise 7 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013, d) zentrale Gegenparteien im Sinne des Artikels 2 Nummer 1 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, e) Zentralverwahrer im Sinne des Artikels 2 Absatz 1 Nummer 1 der Verordnung (EU) Nr. 909/2014, f) andere Finanzinstitute und Unternehmen, die in Artikel 1 Absatz 1 Unterabsatz 1 der Richtlinie 2014/59/EU aufgeführt sind, g) öffentliche Stellen nach nationalem Recht und h) natürliche Personen, die keine Unternehmer sind.“

B. Rechtliche Bewältigung des OTC-Handels

rung des Unternehmens eingesetzt werden können, soweit sie hierfür von erheblicher Bedeutung sind (Verwertungssperre, vgl. § 49 I Nr. 1 StaRUG).

Für von § 104 InsO gedeckte Geschäfte und Rahmenverträge sowie für Finanzsicherheiten gelten jedoch Privilegien, die auch für Energiehandelsgeschäfte von Bedeutung sein können:

Nach § 56 I StaRUG wird die Wirksamkeit von Verfügungen über Finanzsicherheiten nicht durch Stabilisierungsanordnungen berührt. Nach § 56 II StaRUG bleiben zudem Geschäfte, die Gegenstand einer Vereinbarung über das Liquidationsnetting im Sinne von § 104 III und IV InsO bilden können ebenso unberührt wie Vereinbarungen über das Liquidationsnetting. Der deutsche Gesetzgeber hat insoweit also von seinem „Opt-Out“-Recht nach Art. 7 VI Restrukturierungsrichtlinie Gebrauch gemacht und privilegiert Nettingvereinbarungen, soweit sie auch nach deutschem Insolvenzrecht privilegiert sind.⁷⁴¹ Im Regierungsentwurf zum SanInsFOG wird diese Privilegierung damit begründet, dass die Restrukturierungsfestigkeit des Liquidationsnetting denselben Zwecken Rechnung trage, denen auch die Insolvenzfestigkeit dienen solle: „Die von ihnen erfassten Geschäfte vertragen keine Unsicherheit in der Frage, ob sie durchgeführt werden oder nicht.“⁷⁴²

§ 56 StaRUG wird durch § 44 StaRUG (Verbot von Lösungsklauseln) ergänzt, der zunächst festlegt, dass die Rechtshängigkeit der Restrukturierungssache oder eine Inanspruchnahme von Instrumenten des Stabilisierungs- oder Restrukturierungsrahmens durch den Schuldner nicht (ohne Weiteres) Grund dafür sein können, Vertragsverhältnisse zu beenden, Leistungen fällig zu stellen oder bestimmte Leistungen zu verweigern bzw. bestimmte Vertragsanpassungen zu fordern. Diese Kündigungsverbote und die weiteren Einschränkungen gelten nicht für von § 104 InsO gedeckte Geschäfte und Nettingvereinbarungen (§ 44 III StaRUG).

VIII. Fazit und Ausblick

Die gebräuchlichen Vertragsmuster für den physischen und finanziellen OTC-Handel mit Strom, Gas, Kohle und CO₂-Emissionsberechtigungen haben sich

596

-
- 741 Art. 7 VI Satz 1 Restrukturierungsrichtlinie sieht für dieses Opt-Out Recht für Mitgliedsstaaten folgenden Umfang vor: „Die Mitgliedstaaten können vorsehen, dass eine Aussetzung von Einzelvollstreckungsmaßnahmen nicht für Nettingmechanismen – einschließlich Close-out-Nettingmechanismen – auf Finanzmärkten, Energiemärkten und Rohstoffmärkten gilt, selbst in Fällen, in denen Artikel 31 Absatz 1 keine Anwendung findet, wenn solche Vereinbarungen nach nationalem Insolvenzrecht durchsetzbar sind.“ Die Ausnahmen in Art. 31 I beziehen sich auf die Finalitätsrichtlinie (Richtlinie 98/26/EG), die Finanzsicherheitenrichtlinie (Richtlinie 2002/47/EG) und EMIR (Verordnung (EU) Nr. 648/2012).
- 742 Gesetzentwurf der Bundesregierung – Entwurf eines Gesetzes zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts, Begründung zu § 46 III StaRUG-RegE (abrufbar unter: https://www.bmjjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/Fortentwicklung_Insolvenzrecht.html (09.01.2021)).

Erster Teil: Der OTC-Handel (Over-The-Counter-Handel)

sehr gut etabliert. Sie wurden in im Laufe der Zeit zum einen von den Marktteilnehmern durch hausinterne Formulierungsvorgaben und zum anderen von den Marktorganisationen als Herausgeber der Verträge (z. B. EFET, ISDA, IETA, BdB und andere Bankenverbände) unter Beteiligung ihrer Mitglieder ergänzt bzw. weiterentwickelt. Während zu viele **eigene Ergänzungswünsche der Parteien** für Vertragsverhandlungen sehr kontraproduktiv sein können, ist eine **Weiterentwicklung durch die Verbände** für die Standardisierung ausgesprochen wichtig. Eine laufende Anpassung an die Bedürfnisse der Handelsunternehmen und nicht zuletzt die Reaktion auf Urteile, Rechtsänderungen und praktische Erfahrungen (z. B. Behandlung der Verträge in Insolvenzfällen) trägt wesentlich zum Nutzen und zur Akzeptanz der Verträge bei.

- 597 Die **laufende Verbesserung bzw. Erweiterung der Verträge** in den Bereichen Handelsgegenstände (z. B. Anpassung von Verträgen auf neue Emissionshandelsphasen, weitere Anhänge für virtuelle Gashandelpunkte etc.), Abwicklungstypen (z. B. Optionen) und Risikomanagement (z. B. Muster für Credit Support Annex) wurde von den Marktorganisationen konsequent vorangetrieben.
- 598 Parallel dazu wird es eine Aufgabe der Marktorganisationen bleiben, Mitgliedern laufend aktualisierte Netting- und gegebenenfalls Collateral-Gutachten zur Verfügung zu stellen, die über Rechtsänderungen informieren und hierbei insbesondere insolvenz- und vor-insolvenzrechtliche Themen (wie z. B. die Auswirkungen des StaRUG bzw. des SAG) analysieren.
- 599 Eine große Rolle wird die **Umsetzung regulatorischer Vorgaben** spielen, die sich teilweise an alle Unternehmen (z. B. Reporting-Pflichten) und teilweise an Unternehmen aus dem Finanzbereich bzw. an Unternehmen der Realwirtschaft mit großen Derivateportfolien richten. Im Anwendungsbereich der EMIR sind dies die sogenannten finanziellen Gegenparteien (Financial Counterparties; „FCs“) wie z. B. Wertpapierfirmen, Kreditinstitute, bestimmte Fondstypen und Versicherungsunternehmen sowie sogenannte nichtfinanzielle Gegenparteien (Non-Financial Counterparties; NFC+), die ein bestimmtes Mindestvolumen an nicht der Risikoreduzierung dienenden Derivaten in ihren Büchern haben. Insbesondere die Clearingpflicht für standardisierte Derivate gem. EMIR und Vorgaben für das Risikomanagement für nicht-geclearte Verträge (Art. 11 EMIR und entsprechende Regulatory Technical Standards, z. B. zur Besicherung mit Variation Margin und Initial Margin) stellen die betroffenen Institute wegen der großen Zahl bilateraler Verträge und der wachsenden Anforderungen an die Stellung von Sicherheiten teilweise vor erhebliche Herausforderungen.
- 600 Das Diktum von Heraklit, „*Panta Rhei – Alles Fließt*“, gilt damit nicht nur für Strom und Gas als Gegenstände des bilateralen Energiehandels. Es bleibt auch weiterhin für die nationale und internationale Entwicklung der vertraglichen und gesetzlichen Grundlagen des Energie- und Derivatehandels anwendbar.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

A. Formen des Handels an der EEX

Inhaltsübersicht

I. Einordnung der Strombörsen	1
1. Überblick	1
2. Historische Entwicklung der Energiebörse in Leipzig	3
3. Zunehmende Konzentration der Börsenlandschaft	9
II. Organisationsgrundlagen der EEX	15
1. Gründung	15
2. Regelwerk	17
a) Börsenordnung	18
b) Handelsbedingungen	19
c) Clearingbedingungen	20
d) Zulassungsordnung	21
e) Sonstige Dokumente	22
3. Börsenaufsicht	24
4. Börsenorgane	26
a) Börsenrat	27
b) Börsengeschäftsführung	30
c) Handelsüberwachungsstelle	31
d) Sanktionsausschuss	32
5. Börsenteilnahme EEX	33
a) Zulassung von Börsenteilnehmern	34
b) Ruhren der Börsenzulassung und Emergency Member Stop	35
c) Zulassung als Market-Maker, Auktionator	36
d) Anerkennung von Non-Trading-Broker und Third-Party Trading Venue	37
e) Zulassung von Börsenhändlern	38
f) Zulassung von Händlerassistenten	39
6. Organized Trading Facility	40
a) Vorbemerkung	40
b) Regelwerk	41
c) Das Orderbuch	42
7. Börsenteilnahme EPEX Spot SE	43
a) Börsenorganisation EPEX Spot SE	44
b) Börsenrat	45
c) Börsenaufsicht	46
III. Produkte und Märkte	47
1. Die Auftragsarten und Produkte	48
a) Auftragsarten	48
b) Produkte	50
2. Die Abgrenzung der Geschäfte	52
3. Der Spotmarkt	53
a) Der Spotmarkt für Strom	53
b) Einbettung des physischen Handels in die Netztopographie	54
c) Die Preisermittlung	56
d) Der Spotmarkt für EUA	58
e) Spotmarkt für Gas	60

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

4. Der Terminmarkt an der EEX	61
a) Der Terminmarkt für Strom	63
b) Optionen.....	67
c) Der Terminhandel für EUA	68
d) Der Terminhandel für Gas.....	69
e) Der Terminhandel für sonstige Produkte	70
IV. Das Clearing von Börsengeschäften	71
1. Darstellung des Clearings an der European Commodity Clearing AG	71
2. Die Clearingstruktur.....	72
3. Besicherung.....	73
4. Margining-System vor Einführung von SPAN	74
5. SPAN-Modell.....	75
a) Combined Commodity.....	77
b) Scan Risk und Volatility Scan Risk	78
c) Short-Option Minimum (SOM).....	79
d) Die Premium-Margin.....	80
e) Cross-Margining und Spreading,.....	81
f) Delivery-Margin für Futures mit physischer Erfüllung	82
g) Expiry Month Factor	83
h) Margin CAP bei 80 %	84
6. Die Variation-Margin	85
7. Exchange for Physical	86
8. Erfüllung	86a
a) Erfüllung finanzieller Geschäfte	86a
b) Erfüllung physischer Geschäfte	86b
V. Bedeutung von Erneuerbaren Energien und Händlern an den Märkten	87
VI. Diskussion wichtiger Funktionen des Clearings	88
1. Reduzierung des Kontrahentenrisikos.....	89
2. Finanzielle versus physische Erfüllung	90
3. Netting	91
4. Clearing von weiteren Produkten und EUA-Geschäften.....	94
5. Cash flow.....	95
6. Stellung von Sicherheiten	98
7. Notwendige Liquidität	101
8. Das Absicherungssystem.....	103
a) Bonität des zentralen Vertragspartners	105
b) Konzentrationsrisiko	106a
c) Relevanter Markt	107
d) Der Abrechnungspreis	109
9. Transparenz des Börsenhandels	112
VII. Fazit	114

Literatur

Aachener Beiträge zur Energieversorgung [Hrsg.], Jahresbericht 1999, 1. Aufl., Aachen 1999

Albers/Hoffmann/Roeßgen, VDE [Hrsg.] Fachtagungsbericht 2002, S. 309–325

Arbeitskreis für Insolvenz- und Schiedsgerichtswesen e. V., Kölner Schriften zur Insolvenzordnung, 1. Aufl., Köln 1997

Arthur Andersen [Hrsg.], Marktstudie Energiehandel 2000

Barros, Exchanges, energy brokers jostle for position ahead of Mifid II, Energy Risk Management 09/16, S. 13

A. Formen des Handels an der EEX

- Barth, Grundzüge des Stromhandels, RdE 2000, S. 133–139
Bartsch/Röhling/Salje/Scholz [Hrsg.], Stromwirtschaft, 2. Aufl. Köln 2008
Bergschneider/Karasz/Schumacher, Risikomanagement im Energiehandel, 1. Aufl., Stuttgart 1999
Bohne, Im Regulierungswahn, IR Energie, Verkehr, Abfall, Wasser 2005, S. 169–173
Bohne [Hrsg.], Neubestimmung ordnungspolitischer Aufgaben des Staates im Strommarkt, 1. Aufl., Münster 2003
Bohne/Frenzel, Formale und informale Ordnung des Zugangs zum Strommarkt, 1. Aufl., Münster 2004
Bosch, Grundlagen des Clearings, WM 1995, S. 363–368
Broadbent/Senior, Asset Risk Management in the Wholesale Power Market, World of Power 2003, S. 125–127
Canty/Lüdemann, Strompreisbildung ohne Aufsicht, Commission de Régulation de l'Energie, Decision concerning the guidelines of the French energy regulatory Commission (CRE) for the explicit access to intraday interconnection capacity
Claxton/Sandbye, Clearing in Power Markets – Old Problems, New Solutions, World of Power 2002, S. 69–72
Dudenhausen, Risikomanagement im liberalisierten Erdgashandel, 1. Aufl., Essen 2000
Federico/Kozlowski [Hrsg.], Risikomanagement in der Energiewirtschaft, 2. Aufl., Herrsching 2005
European Commodity Clearing AG, Stellungnahme der European Commodity Clearing AG (ECC) zum Gesetzentwurf der Bundesregierung für ein Ausführungsgesetz zur Verordnung (EU) 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR-Ausführungsgesetz)
Frye, It's back to the Future for Energy Trading, World of Power 2003, S. 28–31
Gabler, Wirtschaftslexikon, 12. Aufl., Wiesbaden 1988
Gerke/Hennies/Schäffner, Der Stromhandel, 1. Aufl., Frankfurt 2000
Grimm/Ockenfels/Zoettl, Strommarktdesign: Zur Ausgestaltung der Auktionsregeln an der EEX, Zeitschrift für Energiewirtschaft, 03/2008; S. 147–160
Härle, in: Schwintowski [Hrsg.], Handbuch Energiehandel, 3. Aufl. Berlin 2012
Hilpold/Kaiser, Innovative Investmentstrategien, 1 Aufl. Wiesbaden 2010
Hölder, Stromvertriebe stärken, Energy 2.0, Ausgabe 1. 2013, S. 2–4
Horstmann/Cieslarczyk [Hrsg.], Energiehandel, 1. Aufl., Köln 2006
Jäger, Die Bedeutung von Windprognosen im Marktprämiensmodell am Beispiel der Clean Energy Sourcing GmbH, Bachelor-Thesis, Nordhausen 2014
Kremp/Rosen, Nutzung der Spotbörse, Kommunalwirtschaft 01/2002, S. 21–23
Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., Frankfurt 1998
Kupferschmidt, Market Integration of Renewable Energy in Germany, Master thesis Universität Leipzig, 2014
Lippert, Energiewirtschaftsrecht, 1. Aufl. Köln 2002
Marsh, Taking the slow road, Energy Risk 02/2004, S. 46–48
Matzen/Tesch, Industrielle Energiestrategie, 1. Aufl. Wiesbaden 2017
Moser, Gashandel an der EEX, Zeitschrift für Energie, Markt Wettbewerb 2/2004, S. 25–28
MVV AG [Hrsg.], Erfahrungen mit 5 Jahren Liberalisierung des europäischen und deutschen Strommarktes, 1. Aufl., Mannheim 2003
Ockenden, Who takes the prize, EPRM 02/2003, S. 15–17
Pilgram, Handel an der EEX, Wirtschaftswelt Energie 10/2002, S. 11

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

- Pilgram, Ökonomische Analyse der bundesdeutschen Insolvenzordnung, 1. Aufl., Frankfurt 1999
- Pilipovic, Energy Risk, 1. Aufl., New York 1998
- Posegga, Gesellschafts- und aufsichtsrechtliche Aspekte des Zusammenschlusses von Börsen am Beispiel der Verschmelzung der Trägergesellschaften, WM 2002, S. 2401–2403
- Pschick, Das Management von Marktpreis-Kreditrisiken im europäischen Stromgroßhandel, 1. Aufl. Norderstedt 2008
- Pschick, Hedgingstrategien im Stromgroßhandel, 1. Aufl. Hamburg 2014
- Ransley, Clearing monopoly not on the agenda, IPE [Hrsg.], Future Energy 2002, S. 60–62
- Ransley, power shifting to the users, IPE [Hrsg.], Futures Energy 2003, S. 61–65
- Ricknall, What is Clearing & What Benefit Can it Have for Electricity Markets, World of Power 2002, S. 49–51
- Risk Books [Hrsg.], Managing Energy Price Risk, 2. Aufl., London 1999
- Ritzau/Zander, Elemente des liberalisierten Marktes, ME 1/2000, S. 4–6
- Roggenkamp/Bosseleau [Hrsg.], The Regulation of Power Exchanges in Europe, 1. Aufl., Antwerpen 2005
- Schlunke/Dietz/Jaecker, VDE [Hrsg.] Fachtagungsbericht 2002, S. 354–358
- Schulte-Beckhausen, Stromhandel – Möglichkeiten und Grenzen im neuen europäischen und nationalen Ordnungsrahmen für Energie, RdE 2/1999, S. 51–52
- Schumacher/Würfel, Strategien zur Strombeschaffung in Unternehmen, 1. Aufl. Wiesbaden 2015
- Schwintowski [Hrsg.], Handbuch Energienhandel, 3. Aufl. Berlin 2012
- Silwiok-Born, Wettbewerb statt EEG-Umlage, 1. Aufl. Tübingen 2014
- Soennecken/Nießen/Pilgram/Croonen/Rütze, OTC-Clearing: Sicher ist sicherer geworden, Energie und Management 19/2002, S. 7
- Spicker, Der OTC-Handel in Schwintowski [Hrsg.], Handbuch Energienhandel, Berlin, 3. Aufl. 2012
- Stoll, Risiken in der deutschen Energiewirtschaft, 1. Aufl. Hamburg 2016, S. 14
- Theobald/Theobald, Grundzüge des Energiewirtschaftsrechts, 1. Aufl., München 2001
- Tooman, The power of risk management, Commodities now Vol. 5, 2001, S. 70–73
- VDEW [Hrsg.], Begriffe der Versorgungswirtschaft, Teil B, 1. Aufl., Frankfurt, 1999
- Wilcox, Credit Where Credits Due, World of Power 2003, S. 38–40
- Wilcox/Binns, Importance of European Liberalisation to Trading, World of Power 2002, S. 22–24
- Wiesner, Der Stromgroßhandel in Deutschland, 1. Aufl. Frankfurt am Main, 2009
- Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmundt (Hrsg.), Handbuch EMIR, 1. Aufl. Berlin, 2016
- Wolfssky, Die Marktmissbrauchsverbote nach dem Markttransparenzstellengesetz, 1. Aufl. Hamburg 2013
- Zander, Produkte im liberalisierten Strommarkt, Kommunalwirtschaft 2002, S. 14–16
- Zenke/Ellwanger [Hrsg.], Handel mit Energierohstoffen, 1. Aufl., München 2003
- Zenke/Schäfer [Hrsg.], Energienhandel in Europa, 4. Aufl. München 2017
- Zenke/Wollschnäger [Hrsg.], § 315 BGB, Streit um Versorgerpreise, 3. Aufl. Frankfurt am Main, 2014
- Zenke/Fuhr/Bornkamm [Hrsg.], CO2-Handel aktuell, 1. Aufl. Frankfurt am Main 2009

I. Einordnung der Strombörsen

1. Überblick

Eine Börse ist eine allgemeine Marktveranstaltung, die hinsichtlich des Ortes, der Zeit, der Marktteilnehmer und des Ablaufes genau geregelt ist. Dabei sind die **Fungibilität** und die örtliche Konzentration wichtige Merkmale einer Börse.¹ Börsen können somit als organisierte Handelsplätze verstanden und als integraler Bestandteil von liberalisierten Märkten angesehen werden. Börsen unterliegen in Deutschland gemäß § 4 I 1 BörsG eines **Genehmigungserfordernisses**. Danach bedarf die Errichtung einer Börse der schriftlichen Erlaubnis der zuständigen obersten Landesbehörde (Börsenaufsichtsbehörde).²

Das Börsengesetz definiert eine Börse als teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts, die nach Maßgabe des Börsengesetzes multilaterale Systeme regelt und überwacht, welche die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Wirtschaftsgütern und Rechten innerhalb des Systems nach festgelegten Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt oder das Zusammenbringen fördert, die zu einem Vertrag über den Kauf dieses Handelsobjektes führen.³ Das Gesetz nimmt überdies eine Abgrenzung zwischen Wertpapier- und **Warenbörsen** vor. Warenbörsen im Sinne des Börsengesetzes sind solche Börsen, an denen Waren im Sinne des § 2 V WpHG gehandelt werden. Strom ist dabei explizit genannt, Gas ist unter den Begriff Energien zu subsumieren.⁴ Derivate auf Strom und Gas sind in § 2 III Nr. 2a WpHG erfasst.

Energiebörsen, als eine Form der Warenbörsen, gehören dabei zu den jüngeren Börsen in Europa. In Folge der EU-weiten Strommarktliberalisierung haben sich in vielen Mitgliedstaaten, aber auch außerhalb der europäischen Union, Strombörsen gebildet. So bestehen heute Strombörsen in, Frankreich, Österreich, Spanien, Großbritannien, Slowenien, Tschechien, Rumänien, Italien, Polen, Russland und den USA. Gemeinsames Merkmal der Strombörsen ist der Spotmarkt. Dort wird Strom mit kurzfristiger, physischer Erfüllung gehandelt. Häufig wird ein so genannter **day-ahead-Markt** betrieben, bei dem ein Tag vor der physischen Erfüllung oder noch am gleichen Tag die Ware Strom gehandelt wird.

1 Vgl. Springer Gabler Verlag [Hrsg.], Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: Börse, online im Internet: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/1353/boerse-v14.html> (01.04.2017).

2 Vgl. § 4 I 1 BörsG, in der Fassung der Bekanntmachung vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 61 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist.

3 Vgl. § 2 I BörsG, in der Fassung der Bekanntmachung vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 61 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist.

4 Vgl. § 2 Abs. 5 WpHG, in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), das zuletzt durch Artikel 8 des Gesetzes vom 9. Dezember 2020 (BGBl. I S. 2773) geändert worden ist.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Da **Spotgeschäfte** für Strom aufgrund ihrer Kurzfristigkeit eine hohe Relevanz haben aber auch eine große Herausforderung für die Netzbetreiber darstellen, ist eine enge Zusammenarbeit zwischen der Spotbörse und den **Übertragungsnetzbetreibern** erforderlich.⁵ Dies führt häufig dazu, dass die Spotbörsen Koordinationsaufgaben für die Übertragungsnetzbetreiber übernehmen. So werden beispielsweise in Spanien mehrere untertägige Auktionen durchgeführt, um den Bedarf an Regelenergie zu reduzieren. Zur Sicherstellung der Koordinationsaufgabe ist in Spanien zudem für die Abwicklung von kurzfristigen Geschäften eine zwingende Teilnahme an der Spotbörse erforderlich. In den nordischen Ländern hat „Nordpool“, die Strombörse für die Länder Norwegen, Schweden, Finnland und Dänemark, das exklusive Recht zur Allokation von Kapazitäten der Netzverbindungsstellen (**Kuppelstellen**) innerhalb des nordischen Marktes, so dass hier zwar keine rechtliche Verpflichtung zur Teilnahme am Spotmarkt gegeben ist, wohl aber eine faktische.

- 2 Bei analytischer Betrachtung kann Nordpool als Schnittmuster für die übrigen Spotbörsen bezeichnet werden. Markt- und Produktaufbau der einzelnen Länder orientieren sich an der Konstruktion in Skandinavien. So weisen fast alle Strombörsen einen kurzfristigen Spotmarkt auf, auf dem meistens ein Tag vor physischer Lieferung der Strom kurzfristig gehandelt wird. Diese Märkte sind überwiegend als Auktionsmarkt ausgestaltet, um die bereits langfristig gehandelten Mengen den jüngsten Prognosen anzupassen. Andere Handelsformen haben sich im Spotbereich trotz gegenteiliger Erwartungen nicht durchgesetzt. Die überwiegende Mehrheit der Strom-Spotbörsen hat **Einzelstundenkontrakte** als kleinstes Produkt gewählt, lediglich in Großbritannien werden 30-Minuten-Kontrakte börslich gehandelt. Häufig werden hierneben auch Blockkontrakte angeboten.

Zunehmende Bedeutung erlangen **Intraday-Märkte**, weil die Übertragungsnetzbetreiber die Fahrpläne mit kürzerer Vorlaufzeit akzeptieren. Intraday-Märkte eignen sich deutlich besser für den kurzfristigen Handel, weil insbesondere der zunehmende Windstrom bessere Prognosegüten bei zeitnäheren Prognosen aufweisen.⁶ Es ist aufgrund der Zunahme von volatiler Wind- und Sonnenstromerzeugung davon auszugehen, dass Intraday-Märkte die Rolle als Leitindex übernehmen. Nur ein geringer Teil der europäischen Strombörsen verfügt gleichzeitig auch über einen Terminmarkt. Hier werden längerfristige Geschäfte getätig, wobei überwiegend finanziell und physisch erfüllte **Futureskontrakte** zum Einsatz kommen. Hinsichtlich **Underlying**, **Clearing**, Teilnahme und handelbaren Produkten unterscheiden sich die Börsen zunehmend.

5 Vgl. Barth, Grundzüge des Stromhandels, RdE 2000, S. 133 [139].

6 Vgl. Jäger, Die Bedeutung von Windprognosen im Marktprämiensmodell am Beispiel der Clean Energy Sourcing GmbH, Bachelor-Thesis, Nordhausen 2014, S. 40.

2. Historische Entwicklung der Energiebörsen in Leipzig

Börsen werden häufig mit Finanzmärkten in Verbindung gebracht, obwohl sie ihren Ursprung in den organisierten Warenmärkten haben. Zu festen Zeiten trafen sich die Händler in allen Epochen auf bestimmten Plätzen, um Waren auszutauschen. Noch heute zeugen Bezeichnungen wie Rossmarkt, Korn- oder Holzmarkt von diesen Orten. In allen Warensegmenten stellten sich zunehmend Standardisierungen und Handelsgepflogenheiten heraus, die einen Austausch der Waren nach mittlerer Art und Güte zuließen. Die zunehmende Standardisierung ermöglichte es, die Handelsgeschäfte zu beschleunigen und zu abstrahieren. Die Waren mussten nicht mehr in Augenschein genommen werden und alle Aspekte des Handelsgeschäfts, mit Ausnahme des Preises, waren im Vorfeld festgelegt. Hierauf aufbauend haben sich organisierte Handelsplätze gebildet: die Börsen. Börsen mit langer Tradition sind die „Chicago Board of Trade“ als größte Wareenterminbörse oder die London Metal Exchange für Metalle, die auf eine über 100-jährige Geschichte zurückblicken kann.

Die **European Energy Exchange** in Leipzig blickt hingegen auf eine über zwanzigjährige Entwicklung zurück. Ihre formale Entstehung geht zwar auf den Sommer 2002 zurück, jedoch wird ihr in der allgemeinen Wahrnehmung richtiger Weise auch die Geschichte ihrer Vorgängerinstitute zugeordnet. Ihren Ursprung fand die Strombörsen in Leipzig: in der Erkenntnis, dass mit der Liberalisierung des deutschen Energiemarktes der Stromhandel entstehen wird und sich um jedes Handelsgut ein organisierter Handelsplatz bildet. Im Rahmen der Umsetzung der EU-Richtlinie in nationales Recht war auch die sächsische Landesverwaltung mit dem Casus Energiewirtschaftsgesetz befasst. Durch internationale Vergleiche erkannte man dort schnell den Vorteil einer Börse. Den traditionell guten Kontakten zwischen der sächsischen Landesverwaltung und der, in der Landesbank Baden-Württemberg aufgegangenen, Landesbank Sachsen ist es zu verdanken, dass diese Erkenntnis nicht ungenutzt blieb. Zunächst als internes Projekt starteten die ersten Untersuchungen und die Auswahl möglicher Partner. Im Februar 1999 war diese Phase mit dem „Letter of Intent“ zwischen der Landesbank Sachsen und Nordpool ASA, der nordischen Strombörsen aus Oslo, abgeschlossen.

In Frankfurt ging man anders vor. Die Gruppe Deutsche Börse sah sich selbst in der Lage, eine Strombörsen zu errichten und zu betreiben und legte den Schwerpunkt auf die Gewinnung von Partnern aus der Energiewirtschaft. Unter Zugrundelegung von bestehenden Börsensystemen sollte so eine breite Akzeptanz bei den zukünftigen Nutzern sichergestellt werden. Die zukünftigen Produkte sollten in enger Abstimmung mit den möglichen Nutzern entwickelt werden.

Das Thema Strombörsen rief aber zu diesem Zeitpunkt noch weitere Akteure auf den Plan. So entwickelte sich ein Strombörsenprojekt im Umfeld der Wareenterminbörse Hannover und um die Rheinisch-Westfälische Börse in Düsseldorf. Auch in Berlin dachte man über ein eigenständiges Strombörsenprojekt nach, gab diese Überlegungen aber zu Gunsten einer Beteiligung am Strombörsenprojekt Leipzig auf. So wuchs das Strombörsenprojekt Leipzig um die Partnerstadt

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Leipzig, die Freistaaten Sachsen und Thüringen und die Bankgesellschaft Berlin als Vertreterin Berlins.

- 5 Mit Sorge wurde jedoch die Entwicklung beobachtet, dass sich mehrere Strombörsen in Deutschland etablieren würden und die ohnehin anfängliche geringe Liquidität weiter belasten könnte. Aus diesem Grund berief das Bundeswirtschaftsministerium eine Expertenrunde, die allen Bekundungen einer wettbewerbsorientierten Marktwirtschaft zum Trotz eine Empfehlung für eines der angetretenen Börsenprojekte aussprechen sollte. Anhand von fest definierten Kriterien sollte das Projekt mit den größten Erfolgssäussichten den Marktteuren empfohlen werden. Am 10.06.1999 fand der „Beauty-Contest“ der deutschen Strombörsenprojekte in Bonn statt und endete mit dem von vielen Marktteilnehmern erwartetem Ergebnis: Die Expertenrunde empfahl das Strombörsenprojekt GEX (German Energy Exchange, später unter dem Namen European Energy Exchange, Frankfurt, firmierend). Das Projekt sah vor, auf der Basis der bestehenden Terminmarktsysteme der Gruppe Deutsche Börse mit einem finanziellen Stromterminmarkt zu starten und zu einem späteren Zeitpunkt mit einem physischen Stromspotmarkt zu folgen.⁷ Hintergrund für diese Entwicklungsschritte war die damals noch in Kraft befindliche Verbändevereinbarung Strom I, die einen physischen Handel nicht möglich machte. Das Konzept in Leipzig favorisierte hingegen den Start eines Spotmarktes und, erst bei hinreichender Liquidität, den späteren Start eines Terminmarktes und nahm damit die Entwicklungsschritte der skandinavischen Strombörsen zum Vorbild.⁸
- 6 Aufgrund der Empfehlungen haben die Initiatoren in Düsseldorf und Hannover ihre Aktivitäten eingestellt, lediglich in Leipzig beugte man sich nicht der Empfehlung, sondern wollte den Wettbewerb entscheiden lassen.

Das Frankfurter Projekt konzentrierte sich in der Folgezeit auf die Gewinnung weiterer Gesellschafter. In verschiedenen Arbeitsgruppen wurde versucht, die vielfach heterogenen Wünsche und Vorstellungen der Marktteilnehmer bei der Ausgestaltung der Produkte und Prozesse zu berücksichtigen. In Leipzig hat man sich hingegen auf die Adaption des nordischen Börsenmodells konzentriert und schaffte so die Voraussetzung für einen frühen Börsenstart. Dem Leipziger Projekt kam zugute, dass die Verbändevereinbarung Strom II vom 19.12.1999 einen börslichen Spothandel ausdrücklich zuließ.⁹ Dieser Umstand führte in Frankfurt zu einer Abkehr von der ursprünglichen Strategie und man entschied sich, auch mit einem Spotmarkt zu starten.¹⁰ Der Spotmarkt sollte als **fortlaufender Handel** auf der Basis des Aktienhandelssystems Xetra durchgeführt werden, während man sich in Leipzig für ein Auktionsmodell auf der Basis

7 Vgl. Gerke/Hennies/Schäffner, Der Stromhandel, 1. Aufl., Frankfurt 2000, S. 141.

8 Vgl. Krassenbrink, Jahresplanung von Erzeugung und Stromhandel im liberalisierten Markt, ABEV 61, S. 94 [95].

9 Vgl. Ritzau/Zander, Elemente des liberalisierten Marktes, ME 1/2000, S. 4 [6].

10 Vgl. Lippert, Energiewirtschaftsrecht, 1. Aufl., Köln 2002, S. 606; FAZ vom 10.03.2000, S. 27.

des nordischen Stromhandelssystems Sapri entschieden hatte. Es entstand in der Folgezeit ein medienwirksamer Wettstreit zwischen Frankfurt und Leipzig.

Am 15.06.2000 konnte die Leipziger Strombörsse **LPX Leipzig Power Exchange** mit dem Start des ersten, börslichen Stromspotmarktes in Deutschland den ersten Etappensieg für sich verbuchen. Mit dem Start am 8. August 2000 folgte dann die European Energy Exchange in Frankfurt nur kurze Zeit später. In der Folgezeit gewannen beide Börsen an Dynamik, obgleich stets ein Unterliegen der Leipziger Börse kolportiert wurde. Leipzig wurde als das für kleinere und mittlere Unternehmen besser geeignete Marktmodell wahrgenommen, wohingegen Frankfurt in der öffentlichen Meinung als der Marktplatz für die großen, internationalen Marktakteure galt. Eine genauere Betrachtung der Mitgliederstrukturen beider Börsen zeigte jedoch, dass eine solche Unterteilung mit den tatsächlichen Gegebenheiten nicht übereinstimmte. Beide Börsen zeichneten sich durch einen überproportionalen Anteil großer, ausländischer Handelsteilnehmer aus, was eher der Tatsache geschuldet war, dass diese Unternehmen bereits umfangreiche Erfahrungen im Stromgroßhandel und somit mit Börsen hatten.

Hinsichtlich der Teilnehmeranzahl und infolgedessen auch bezüglich der Handelsvolumina entwickelte sich die LPX dynamischer als ihr Wettbewerber aus Frankfurt. Bereits Ende 2001 konnte Leipzig für sich in Anspruch nehmen, bezüglich des Handelsvolumens die führende Strombörsse Deutschlands, bezüglich der Teilnehmeranzahl sogar die größte Strombörsse Kontinentaleuropas, zu sein.

Beide Strombörsen sahen ihre Volumina als ausreichend für den Aufbau eines Terminmarktes an. Während Leipzig den Terminmarkt vollständig aufbauen musste, konnte Frankfurt auf eine bestehende Infrastruktur durch die Gruppe Deutsche Börse zurückgreifen. Diesen Wettbewerbsvorteil nutzte Frankfurt aus und konnte somit lange vor Leipzig einen Terminmarkt für Strom starten. Die am Terminmarkt umgesetzten Volumina blieben aber weit hinter den Erwartungen zurück, wodurch sich der Druck auf Frankfurt erhöhte.

Leipzig hatte mit seinem Erfolg im Spotmarkt ein Ziel seiner Gesellschafter erreicht: Die Leipziger Strombörsse war aus der europäischen Strombörsenlandschaft nicht mehr wegzudenken, jedoch war das Terminmarktsystem zu dieser Zeit noch in der Entwicklung. Die Clearing-Bank Hannover war als Partner für die Übernahme des Clearings ausgesucht worden, aber mit ihrem Partner NOS Clearing Systems ebenfalls noch in der Erprobungsphase. Auch auf Leipzig nahm der Druck der Marktteilnehmer zu. Die Marktteilnehmer favorisierten eine Fusion, weil sie einerseits den Leipziger Spotmarkt schätzten, andererseits aber den Aufwand von zwei parallelen Terminkäften mit ähnlichen Produkten und Abläufen ablehnten.¹¹ Andererseits galt es zu befürchten, dass ein ruinöser Wettbewerb die deutschen Strombörsen soweit schwächte, dass aus-

11 Vgl. Ockenden, Who takes the prize, EPRM 02/2003, S. 15 [16].

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

ländische Strombörsen im europäischen Wettbewerb hieraus Vorteile erwachsen könnten.

Am 26. 10. 2001 wurde dann die Fusion von beiden deutschen Strombörsen zur neuen European Energy Exchange mit Sitz in Leipzig verkündet. Dabei fusionierten nur die beiden Trägergesellschaften, die öffentlich-rechtliche Börse wurde hingegen neu gegründet.

3. Zunehmende Konzentration der Börsenlandschaft

- 9 Die meisten Strombörsen haben sich in ihrer weiteren Entwicklung zu Energiebörsen gewandelt. Die niederländische APX Group umfasste Strom und Gas-handel in den Niederlanden und im Vereinigten Königreich, an Nordpool konnten European Allowances (EUA) und schwedische Grünstromzertifikate gehandelt werden. An der italienischen Börse werden beispielsweise „Certificati Verdi“ und Effizienzzertifikate gehandelt. Am weitesten hat sich hier wohl die European Energy Exchange AG diversifiziert. Am Terminmarkt der EEX-Gruppe werden finanzielle Futures auf Strom (German Power-Futures), physische Futures auf Gas mit Erfüllung in Deutschland in den Marktgebieten der NetConnect Germany (NCG) und Gaspool sowie physische Futures auf Emissionsberechtigungen (EUA) gehandelt. Obgleich das ganz überwiegende Handelsvolumen in German-Power-Futures stattfindet, bietet die EEX-Gruppe eine Vielzahl von Produkten an, so beispielsweise aus dem Strombereich Belgian-Base-Futures, French-Base- und Peak-Futures, Italian-Base- und Peak-Futures, Dutch-Base- und Peak-Futures, Nordic-Base-Futures, Spanish-Base-Futures, Swiss-Base-Futures, UK-Base- und Peak-Futures und Optionen auf die Mehrzahl dieser Produkte. Agrar-, Öl- und Frachtprodukte ergänzen das Energieprodukt-spektrum.¹²
- 10 Auf dem Spotmarkt ist mit der Kooperation der französischen Powernext und der deutschen EEX und der daraus resultierenden European Power Exchange (EPEX) der bedeutendste Spotmarkt für Strom in Europa entstanden.¹³ Zusätzliche Dynamik erhalten die Märkte und in ihrem Gefolge die Börsen, durch die Verzahnung der europäischen Teilmärkte. Grundlage dieser Verzahnung ist das politische Ziel der Schaffung eines Energiebinnenmarktes innerhalb der EU durch ein sukzessives Verbinden der einzelnen Preisregionen. Die voneinander unabhängigen Börsen reagieren hierauf durch **Market-Coupling** der Märkte. Zunächst wurden einzelne Regionen miteinander preislich gekoppelt, die anschließend dann wiederum mit anderen Regionen verbunden wurden.

Market Coupling nutzt sogenannte implizite Auktionen, bei denen Marktteilnehmer nicht direkt grenzüberschreitende Kapazitäten zugeteilt bekommen, sondern indem die Gebote für Strom nur an einer Börse platziert werden. Die

12 Vgl. European Energy Exchange AG, Kontraktspezifikation, Version 0072a, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

13 Vgl. Pressemitteilung der EPEX Spot SE, <http://www.epexspot.com/de/Presse> (25.01.2021).

A. Formen des Handels an der EEX

Börsen nutzen anschließend die ihnen exklusiv zugeteilte Grenzkapazität, um Preisunterschiede zwischen zwei oder mehr Marktgebieten zu minimalisieren. Auf diese Weise verringert sich die Teilung der Märkte und erreicht ein grenzüberschreitendes Preissignal für das homogene Gut „Strom“. Die Wirksamkeit des Mechanismus wird darüber hinaus durch eine erhöhte Preiskonvergenz zwischen Marktgebieten sichtbar.

Bereits im November 2006 startete das trilaterale Market Coupling (TLC), das die französischen, belgischen und niederländischen Day-Ahead-Märkte verband. Ein weiterer Schritt in der Harmonisierung der Märkte wurde am 9. November 2010 mit dem Start der Marktkopplung in Zentralwesteuropa, kurz: CWE, getan. CWE umfasste Frankreich, Deutschland und die Benelux-Staaten. Gleichzeitig wurde CWE seit November 2010 anhand des Interim Tight Volume Couplings ITVC mit den nordischen Staaten über das Volumen gekoppelt. Im Mai 2015 wurde die Berechnung der grenzüberschreitenden Übertragungskapazitäten in CWE auf eine effizientere Methode umgestellt, die sogenannte lastflussbasierte Methode.

Der wichtigste Schritt in Richtung eines Strombinnenmarkts wurde am 4. Februar 2014 mit dem Start der Preiskopplung in Nordwesteuropa (NWE) unternommen. NWE war die erste Initiative, die die von den Börsen entwickelte, gesamteuropäische PCR-Lösung für die Berechnung von Preisen und Stromflüssen nutzte – sie war der Startpunkt für eine stückweise Ausdehnung der Kopplung auf ganz Europa. Zum Startzeitpunkt erstreckte sich NWE von Frankreich nach Finnland und von Deutschland/Österreich nach Großbritannien und deckte CWE, Großbritannien, die nordischen und die baltischen Staaten ab. Seit dem Start von NWE wurde das mit PCR gekoppelte Gebiet zwei Mal erweitert. Im Mai 2014 kamen Spanien und Portugal hinzu; im Februar 2015 koppelte Italien seine Grenzen mit Frankreich, Österreich und Slowenien. Das nun gekoppelte Gebiet umfasst 19 Länder, wird Multi-Regionen-Kopplung genannt und deckt rund 85 % des Stromverbrauchs in Europa ab.¹⁴

In Bezug auf die Börsenbetreiber hat insbesondere in den letzten Jahren ein enormer Konzentrationsprozess stattgefunden, der den anfänglich stark fragmentierten Markt für Energiebörsen in Europa erheblich verändert hat. Dabei haben sich im Wesentlichen zwei Börsenbetreiber durchgesetzt: Die Intercontinental Exchange (ICE) und die Gruppe Deutsche Börse. ICE hat die führende Rohölbörsen International Petroleum Exchange (IPE) in London und die niederländische Energie-Derivatebörsen Endex übernommen und ist seit der Übernahme der New York Mercantile Exchange (NYMEX) einer der größten Börsenbetreiber der Welt.

Die zur Gruppe Deutsche Börse gehörende EEX hat gerade in den vergangenen Jahren mehrere Börsenbetreiber und Handelsplätze übernommen. So zählen heute zur EEX Group European Energy Exchange AG (EEX), EPEX SPOT SE

14 Vgl. TenneT GmbH, Marktintegration, https://www.tennet.eu/fileadmin/user_upload/Company/Publications/Corporate_Brochures/Marktintegration_2010.pdf (01.09.2020).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

(EPEX), EEX Asia Pte. Ltd. (EEX Asia), Power Exchange Central Europe, a.s. (PXE), Nodal Exchange, LLC (Nodal Exchange), Grexel Systems Oy (Grexel) sowie die Clearinghäuser European Commodity Clearing AG (ECC) und Nodal Clear, LLC (Nodal Clear). Powernext SA und Gaspoint Nordic A/S sind zum 01.01.2020 in die European Energy Exchange AG integriert worden und das Nordamerika-Geschäft ist mit der Akquisition von Nodal Exchange LLC gestartet. Zudem sind Soft Commodities von der Deutschen Börse auf die EEX übertragen worden Damit verfügt die EEX Group über ein sehr breites Produktspektrum unterschiedlicher Asset-Klassen.¹⁵ Gemeinsame Klammer aller Aktivitäten ist das Clearinghaus European Commodity Clearing AG, dass bereits 2006 aus der EEX ausgegründet wurde.

II. Organisationsgrundlagen der EEX

1. Gründung

- 15 Die Gründung einer Börse bedarf einer Genehmigung zum Betreiben einer Börse. Die Genehmigungsverfahren wurden in allen Fällen von privatwirtschaftlichen Gesellschaften betrieben. Die LPX Leipzig Power Exchange GmbH und die EEX European Energy Exchange AG, Frankfurt haben entsprechende Anträge bei den seinerzeit zuständigen Landesbehörden in Sachsen und Hessen gestellt. Ein entsprechender Genehmigungsantrag wurde nach der Fusion der beiden Trägergesellschaften ebenso auch für die neue EEX in Leipzig gestellt und von der Börsenaufsichtsbehörde in Dresden positiv beschieden.

Mit der Erteilung der Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde wird der Antragsteller als sogenannter Träger der Börse zu deren Errichtung und Betrieb berechtigt und verpflichtet; gleichzeitig ist die Genehmigung der konstitutive Rechtsakt für die Entstehung der öffentlich-rechtlichen Anstalt „Börse“. Auf der Grundlage der Genehmigung ist der Träger verpflichtet, die zur Durchführung und angemessenen Fortentwicklung des Börsenbetriebs erforderlichen finanziellen, personellen und sachlichen Mittel zur Verfügung zu stellen.¹⁶ Der Träger der Börse hat damit beispielsweise Anstellungsverträge mit den für den Börsenbetrieb erforderlichen Mitarbeitern abzuschließen und elektronische Handels- und Abwicklungssysteme zur Verfügung zu stellen.¹⁷

- 16 Zu beachten ist, dass die in der Praxis des Energiehandels häufig alternativ verwendeten Bezeichnungen EEX AG und EEX zwei unterschiedliche Rechts-subjekte betreffen. Während die Bezeichnung European Energy Exchange AG

15 Vgl. European Energy Exchange AG, Geschäftsbericht 2019, [ex-group.com/fileadmin/
EEX_Group/EEX_Group_Annual_Report/Annual_Report_2019/eex-group-
geschaeftsbericht-2019-deutsch-data.pdf](http://ex-group.com/fileadmin/EEX_Group/EEX_Group_Annual_Report/Annual_Report_2019/eex-group-geschaeftsbericht-2019-deutsch-data.pdf) (01.09.2020), S. 31.

16 Vgl. § 411 BörsG, in der Fassung der Bekanntmachung vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 61 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist.

17 Vgl. Posegga, Gesellschafts- und aufsichtsrechtliche Aspekte des Zusammenschlusses von Börsen am Beispiel der Verschmelzung der Trägergesellschaften, WM 2002, S. 2402 [2403].

oder EEX AG den privatrechtlichen Träger der Börse beschreibt, ist die EEX, genauer gesagt die European Energy Exchange, die eigentliche Börse, also der Markt für den Handel mit Energieprodukten. Die Börse selbst ist dabei nicht privatrechtlich (beispielsweise in Form einer GmbH oder AG), sondern vielmehr auf der Grundlage des öffentlichen Rechts organisiert und gemäß § 2 I 1 BörsG eine teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts.¹⁸ Es ist damit streng zwischen der Börse selbst und dem Träger der Börse zu unterscheiden.

Der öffentlich-rechtliche Charakter der Börse wird dabei an verschiedenen Stellen sichtbar. So handelt die Börse z.B. durch ihre öffentlich-rechtlichen Organe auf der Grundlage der öffentlich-rechtlichen Börsendokumentation. Börsenteilnehmer werden zudem auf der Grundlage eines öffentlich-rechtlichen Zulassungsverfahrens durch Verwaltungsakt zum Börsenhandel zugelassen. Hierdurch wird die Diskriminierungsfreiheit sichergestellt, denn die Zulassung zur Börse ist nicht Gegenstand privatrechtlicher Verhandlungen, so dass sowohl große als auch kleine Marktteilnehmer die gleichen Zulassungsbedingungen erfüllen müssen.

2. Regelwerk

Der Handel an der EEX unterliegt zahlreichen Rechtsvorschriften. Wie oben bereits dargestellt, wurde die EEX auf der Grundlage des Börsengesetzes gegründet. Das Börsengesetz selbst stellt auch einen wesentlichen Teil des Regelwerkes der EEX im weiteren Sinne dar. Auf der Grundlage des Börsengesetzes hat die Börse verschiedene Dokumente erstellt, die einerseits die Organisation der Börse und andererseits die Zulassung zum und die Durchführung bzw. Abwicklung des Handels betreffen.¹⁹

Die für den Handel an der Börse bedeutendsten Dokumente sind die Börsenordnung, die Bedingungen für den Handel an der EEX (**Handelsbedingungen**) und die EEX-Zulassungsbedingungen. Daneben existieren beispielsweise eine Preisliste und verschiedene Durchführungsbestimmungen zu einzelnen Themenbereichen.

a) Börsenordnung

Die **Börsenordnung** der EEX wurde entsprechend § 12 II BörsG durch den Börsenrat als Satzung der EEX erlassen. Die Börsenordnung der EEX enthält zunächst die allgemeinen Vorschriften hinsichtlich der Organisation der Börse und im Hinblick auf die Börsenorgane. Sie enthält ferner Vorschriften hinsichtlich der Trägergesellschaft der Börse European Energy Exchange AG und der

18 Vgl. § 2 I 1 BörsG, in der Fassung der Bekanntmachung vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 61 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist, vor der expliziten Regelung entsprach dies bereits der h. M., vgl. Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., Frankfurt 1998, S. 117, Rn. 17.

19 Vgl. hierzu das Regelwerk der *European Energy Exchange* und weitere Dokumente: <https://www.eex.com/de/downloads> (01.09.2020).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Börsenaufsichtsbehörde und beschreibt weitere Details im Hinblick auf die Zuständigkeiten der Börsengeschäftsführung und der **Handelsüberwachungsstelle**.²⁰

Schließlich enthält die Börsenordnung der EEX bereits allgemeine Regelungen im Hinblick auf den eigentlichen Börsenhandel. So finden sich hier beispielsweise bereits Vorschriften, die die technische Ausgestaltung des Handels und die verschiedenen Marktplätze sowie die Existenz von Handelslimiten und das Erfordernis der Stellung von Sicherheiten betreffen.²¹

b) *Handelsbedingungen*

- 19 Während die Börsenordnung der EEX sich weitestgehend auf allgemeine Beschreibungen der Funktionsweise des Handelsgeschehens und der verschiedenen Marktplätze beschränkt, beschreiben die **Handelsbedingungen** der EEX detailliert, wie Gebote und Aufträge an die Börse übermittelt und Geschäfte an der Börse geschlossen werden. In diesem Zusammenhang werden die verschiedenen Arten von Aufträgen und Geboten, die unterschiedlichen Übermittlungswege und das Zustandekommen von Geschäften an der EEX erläutert. Auch die Preisermittlung für die verschiedenen Produkte wird in diesem Teil des Regelwerkes detailliert beschrieben. Kontraktspezifikationen der handelbaren Produkte bzw. Kontrakte befinden sich separat zu den Handelsbedingungen.²²

c) *Clearingbedingungen*

- 20 Die **Clearingbedingungen** sind mit der Ausgründung der Clearingaktivitäten zur European Commodity Clearing AG (ECC AG) nicht mehr Gegenstand des Regelwerkes der EEX. Es handelt sich auch nicht um eine öffentlich-rechtliche Satzung der Börse, sondern vielmehr um die privatrechtlichen „Geschäftsbedingungen“ der ECC AG für die finanzielle Abwicklung von Geschäften, die an der EEX geschlossen wurden.

Die Clearingbedingungen regeln jeweils die finanzielle Abwicklung der Geschäfte in den einzelnen Marktsegmenten der EEX. Sie enthalten Details im Hinblick auf die Teilnahme am Clearingverfahren, die finanzielle Abwicklung beispielsweise in Form von Rechnungen und Gutschriften, im Hinblick auf die erforderlichen Sicherheitsleistungen.²³

20 Vgl. Cieslarczyk/Ungemach, Liberalization and Energy Exchanges in Germany, in: Roggenkamp/Boisseleau [Hrsg.], The Regulation of Power Exchanges in Europe, 1. Aufl., Antwerpen 2005, S. 151 [178].

21 Vgl. European Energy Exchange, Börsenordnung, Release 0047a, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

22 Vgl. European Energy Exchange, Bedingungen für den Handel, Release 0055a, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

23 Vgl. European Commodity Clearing AG, Clearingbedingungen der European Commodity Clearing AG, Release 003749 https://www.ecc.de/fileadmin/ECC/Downloads/About_ECC_AG/Rules/Current_Clearing_Conditions/20200519-ecc-clearing-bedingungen-v049a-final-data.pdf (01.09.2020).

d) *Zulassungsordnung*

Bei der **Zulassungsordnung** handelt es sich wiederum um eine öffentlich-rechtliche Satzung der EEX. Die Zulassungsordnung betrifft die Zulassung von Börsenhändlern, also natürlichen Personen, die für einen Börsenteilnehmer an der EEX handeln sollen. Sie enthält Vorschriften im Hinblick auf das von diesen Personen zu durchlaufende Prüfungsverfahren zum Zwecke des **Eignungsnachweises zur Zulassung** als Börsenhändler an der EEX. Die Zulassungsordnung enthält so beispielsweise Details im Hinblick auf die Prüfungsfächer und das Verfahren der Prüfung.²⁴

21

e) *Sonstige Dokumente*

Neben den zuvor dargestellten Teilen des Regelwerkes existiert eine Vielzahl von zusätzlichen Dokumenten, die Einzelfragen betreffen. Durchführungsbestimmungen zu einzelnen Bestimmungen der Börsenordnung und der Handelsbedingungen der EEX geben detaillierte Beschreibungen zum **Order-Transaktionsverhältnis**²⁵, zu **Mistrades**²⁶ und beschreiben die technischen Einrichtungen betreffend das **elektronische Handelssystem**²⁷

22

Daneben existieren z.B. interne Dokumente, die die Börsenorgane betreffen (Geschäftsordnungen des Börsenrates und der Börsengeschäftsführung), ein **Preisverzeichnis**²⁸, das beispielsweise die Kosten für die Zulassung zum und die Teilnahme am Handel sowie die Transaktions- und Prüfungskosten darlegt, und zahlreiche Dokumente im Hinblick auf überwiegend technische Fragen bezüglich der Anbindung an das Handelssystem (Systemdokumentationen, Schnittstellenbeschreibungen etc.).²⁹

23

Bedauerlich ist, dass an der EEX keine **Gebührenordnung** existiert, sondern lediglich ein Preisverzeichnis, dessen Verabschiedung dem Träger der Börse überlassen ist. Da die Entgelte für die Nutzung der Börse eine zentrale Bedeutung haben, ist es durchaus kritisch, dass dieser zentrale Punkt nicht durch den Börsenrat entschieden wird.

24 Vgl. European Energy Exchange, Zulassungsordnung, Release 009a, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

25 Vgl. European Energy Exchange, Durchführungsbestimmung zum Order-Transaktionsverhältnis Release 003a, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

26 Vgl. European Energy Exchange, Durchführungsbestimmung zu § 10 der Handelsbedingungen der European Energy Exchange, Release 011b, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

27 Vgl. European Energy Exchange, Durchführungsbestimmungen der EEX über technische Einrichtungen, Release 009a, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

28 Vgl. European Energy Exchange AG, Leistungs- und Preisverzeichnis der EEX AG, Release 082a, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/preisliste> (25.01.2021).

29 Eine Gesamtübersicht über die sonstigen verfügbaren Dokumente zu finden unter <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (14.12.2020).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

3. Börsenaufsicht

- 24 Die Aufsicht über Börsen bzw. den Börsenhandel wird in Deutschland von verschiedenen Stellen ausgeübt. Der Betrieb der Börse als teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts erfolgt im Wege der börslichen **Selbstverwaltung**. Im Rahmen dieser Selbstverwaltung ist die inhaltliche Ausgestaltung des Börsenhandels beispielsweise weitgehend den Börsenorganen übertragen worden. Zum Erlass einer Börsenordnung und einer Prüfungsordnung für die Prüfung der Börsenhändler sind ebenfalls die Börsenorgane befugt. Insgesamt kann damit festgehalten werden, dass die Börsen in erheblichem Umfang zur eigenständigen Regelung ihrer Organisation, der Marktplätze und der Handelsabläufe ermächtigt und verpflichtet sind. Gleichfalls obliegt ihnen jedoch auch die Überwachung und Beaufsichtigung der Marktplätze und Handelsabläufe. Diese Überwachung und Beaufsichtigung erfolgt in erster Linie durch die an jeder Börse zu bildende Handelsüberwachungsstelle.³⁰
- 25 Die **Börsenaufsichtsbehörden** üben nach der Genehmigung einer Börse die Rechts- und Marktaufsicht über die Börse auf der Grundlage der Vorschriften des Börsengesetzes aus. Das Sächsische Staatsministerium für Wirtschaft und Arbeit hat die fusionierte EEX im Jahre 2002 in seiner Funktion als Börsenaufsichtsbehörde genehmigt und übt seit diesem Zeitpunkt die Aufsicht über die Börse aus. Bereits in der Gründungsphase der EEX wurde die Aufsicht in der Form aktiv, dass sie Teile des Regelwerkes der EEX, die gemäß dem Börsengesetz der Zustimmung der Börsenaufsichtsbehörde bedürfen, genehmigt hat. Die einzelnen Gegenstände der Börsenaufsicht sind dabei in § 3 BörsG normiert. Die Aufsicht umfasst insbesondere die Rechtsaufsicht, aber auch die Markt- und Handelsaufsicht über den Börsenhandel und die Handelsteilnehmer.

In den Bereich der **Rechtsaufsicht** fallen insbesondere die bereits zuvor erwähnten Genehmigungsvorbehalte im Hinblick auf Teile des Regelwerkes der Börse. Gleichfalls kann die Börsenaufsichtsbehörde jedoch auch an den Beratungen der Börsenorgane teilnehmen und bei Verstößen gegen börsenrechtliche Vorschriften und Anordnungen tätig werden.³¹ Gegenstand der Markt- bzw. Handelsaufsicht ist die Einhaltung der börsenrechtlichen Vorschriften und Anordnungen durch die Handelsteilnehmer sowie die ordnungsgemäße Durchführung des Handels und der Börsengeschäftsabwicklung. Hierzu gehört beispielsweise die Aufsicht über die Zulassungsvorschriften sowie über die Preisermittlung.

30 Vgl. § 7 I 1 BörsG, in der Fassung der Bekanntmachung vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 61 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist.

31 Vgl. § 3 BörsG, in der Fassung der Bekanntmachung vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 61 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist.

4. Börsenorgane

Gemäß § 4 der Börsenordnung der European Energy Exchange hat die Börse 26 vier **Börsenorgane**, den Börsenrat, die Börsengeschäftsführung, die Handelsüberwachungsstelle und den Sanktionsausschuss.

a) Börsenrat

Der **Börsenrat** ist die Vertretung der an der Börse zugelassenen Unternehmen 27 und wird von diesen periodisch gewählt. Grundlage für die Wahl des Börsenrates ist die Sächsische Börsenrechtsdurchführungsverordnung (SächsBörsDV). Mit der Verordnung der Sächsischen Staatsregierung über die Übertragung von Zuständigkeiten zum Erlass von Rechtsverordnungen im Bereich des Börsenrechts auf das Sächsische Staatsministerium für Wirtschaft und Arbeit (Zuständigkeitsübertragungsverordnung Börsenrecht (BörsZustÜVO)) wurde das Staatsministerium ermächtigt, die Sächsische Börsenrechtsdurchführungsverordnung zu erlassen. Diese ersetzt gemäß § 42 I SächsBörsDV die Sächsische Wahlverordnung für die Wahl des Börsenrates der European Energy Exchange vom 13. März 2003.³² In der SächsBörsDV ist insbesondere geregelt, wie die Wahl des Börsenrates zu erfolgen hat. Besondere Schwierigkeit ist dabei, dass das Regelungsmuster des Börsengesetzes eine Wertpapierbörs zum Vorbild hat. Die Wahlverordnung legt nun entsprechend fest, wie die Börsenmitglieder eingeteilt werden.³³ Hierfür sind drei Hauptgruppen gebildet worden. Die erste Hauptgruppe umfasst die an der Börse zugelassenen Unternehmen. Diese Hauptgruppe ist wiederum in drei Untergruppen unterteilt worden. Die erste Untergruppe umfasst gemäß § 4 II SächsBörsDV die Untergruppen Verbund- und Stromhandelsunternehmen, die zweite Gruppe die Stadtwerke und Regionalversorger und die dritte Untergruppe kommerzielle Verbraucher. Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute bilden die zweite Hauptgruppe, jeweils mit einer Untergruppe der an der ECC registrierten Clearingbanken und den sonstigen Kreditinstituten und Finanzdienstleistern. Die dritte Gruppe umfasst die sonstigen, betroffenen Wirtschaftsverbände.³⁴ Gewählt wird in Wahlgruppen, d. h. jedes Unternehmen wird einer Wahlgruppe zugeordnet, aus deren Mitte dann die entsprechende Anzahl an Vertretern gewählt werden kann. War in der ersten Fassung vom 13. März 2003 noch eine Unterteilung der Wahlgruppen in aus- und inländische Verbund- und Handelsunternehmen vorgenommen worden, ist die in der ersten Auflage geäußerte Kritik an dieser fragwürdigen Unterteilung aufgenommen worden und der Sitz eines Börsenteilnehmers ist kein Kriterium mehr für die Zuordnung zu einer Wahlgruppe. Besondere Schwierigkeiten werfen jedoch auch weiterhin jene Unternehmen auf, die mehreren

32 Vgl. Sächsische Börsenrechtsdurchführungsverordnung (SächsBörsDVO) vom 09.02.2012, Sächsisches Gesetz- und Verordnungsblatt Nr. 5/2012.

33 Vgl. Sächsische Börsenrechtsdurchführungsverordnung (SächsBörsDVO) vom 09.02.2012, Sächsisches Gesetz- und Verordnungsblatt Nr. 5/2012.

34 Vgl. Sächsische Börsenrechtsdurchführungsverordnung (SächsBörsDVO) vom 09.02.2012, Sächsisches Gesetz- und Verordnungsblatt Nr. 5/2012.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Gruppen zugeordnet werden können. So kann ein Stadtwerk mit der Genehmigung zum Betreiben von Finanzdienstleistungen theoretisch zwei Gruppen angehören. Gemäß § 8 II SächsBörsDV haben diese Unternehmen die Zugehörigkeit zu einer Wahlgruppe zu erklären. Ihnen steht damit aber im Gegensatz zu anderen Unternehmen ein Wahlrecht zu.

Gemäß § 5 II Ziffer 1 SächsBörsDV bestimmt sich die Anzahl der Sitze im Börsenrat je Gruppe aus ihrem relativen Anteil an der Gesamtheit der an der Börse zugelassenen Unternehmen. Damit wird sichergestellt, dass jede Gruppe entsprechend ihrer Teilnehmeranzahl an der Börse repräsentiert ist. Gleichzeitig wird erreicht, dass annähernd jede Stimme der wahlberechtigten Teilnehmer das gleiche Gewicht hat, d.h., es werden gleichviel Stimmen benötigt, um einen Sitz im Börsenrat zu erhalten.

Die Sächsische Börsenrechtsdurchführungsverordnung vom 09.02.2012 ist im Jahr 2019 durch Art. 2 XXII der Verordnung vom 5. April 2019 geändert worden, jedoch ist diese Änderung nur redaktioneller Natur, so dass die Sächsische Börsenrechtsdurchführungsverordnung im Grunde seit 2012 unverändert gilt. Die damals vorgenommene Einteilung der Börsenmitglieder in die Gruppen Verbund- und Energiehandelsunternehmen, Stadtwerke und Regionalversorger und kommerzielle Verbraucher, Mitglieder des Zentralen Clearinghauses (ECC) der EEX-Gruppe und sonstige Finanzdienstleistungs- und Kreditinstitute erscheint heute aber nicht mehr zeitgemäß, da die Teilnehmerstruktur durch weitere Märkte, wie Fracht und Agrar, vielfältiger geworden ist. Insofern erscheint es zweckmäßig, die Gruppeneinteilung aufzugeben und allen wahlberechtigten Mitgliedern die gleiche Stimmenanzahl zu geben.

- 28 Interessant sind auch die sonstigen betroffenen Wirtschaftsgruppen. Hiermit sollen jene Unternehmen erfasst werden, die selbst nicht Börsenmitglieder sind, ihre Geschäfte aber dennoch vom Börsengeschehen beeinflusst werden.³⁵ Nicht unproblematisch ist dabei die Festlegung auf die in § 6 II SächsBörsDVO genannten vier Verbände, denn es sind auch weitere Gruppen und mithin Verbände denkbar, die mittelbar durch das Börsengeschehen betroffen werden und mithin eine ökonomische Rechtfertigung für eine Mitgliedschaft im Börsenrat hätten.³⁶

Gemäß § 21 SächsBörsDV wählt der Börsenrat in seiner ersten Sitzung den Vorsitzenden des Börsenrates. Scheidet ein Börsenratsmitglied aus oder endet die Zulassung des Unternehmens als Börsenmitglied, so wird für die verbleibende Zeit der Bewerber mit der nächst höchsten Stimmenanzahl innerhalb der Wählergruppe zum Börsenratsmitglied.

- 29 Der Börsenrat ist das **oberste Organ** der öffentlich-rechtlichen Börse. Zu den Aufgaben des Börsenrates zählen der Erlass der Börsenordnung, die Bestellung

³⁵ Vgl. § 5 I Sächsische Börsenrechtsdurchführungsverordnung (SächsBörsDVO) vom 09.02.2012, Sächsisches Gesetz- und Verordnungsblatt Nr. 5/2012.

³⁶ Vgl. § 6 II Sächsische Börsenrechtsdurchführungsverordnung (SächsBörsDVO) vom 09.02.2012, Sächsisches Gesetz- und Verordnungsblatt Nr. 5/2012.

und Abberufung der Börsengeschäftsführer, die Überwachung der Börsengeschäftsführung, der Erlass des Handelsbedingungen und die Bestellung und Abberufung des Leiters der Handelsüberwachungsstelle im Einvernehmen mit der Börsenaufsichtsbehörde.³⁷ Man erkennt, dass es sich um ein Selbstverwaltungsorgan handelt, da die Vertreter der Börsenmitglieder sich selbst das Regelwerk geben, nachdem sie an der Börse handeln wollen. Zum Inkrafttreten der Börsenordnung bedarf es dann lediglich der Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde.

b) Börsengeschäftsführung

Die **Börsengeschäftsführung** ist für alle Aufgaben zuständig, die nicht ausdrücklich anderen Börsenorganen zugewiesen sind. Im Prinzip verbirgt sich hinter diesem Auffangtatbestand die Tatsache, dass die Börsengeschäftsführung das tägliche Börsengeschäft durchführt. Insbesondere hat die Börsengeschäftsführung die Befugnis, alle erforderlichen Maßnahmen zu treffen, um eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels sicherzustellen.³⁸

30

c) Handelsüberwachungsstelle

Gemäß § 7 I 1 BörsG hat die Börse unter Beachtung von Maßgaben der Börsenaufsichtsbehörde eine **Handelsüberwachungsstelle**, die den Handel an der Börse und die Börsengeschäftsabwicklung überwacht, als Börsenorgan einzurichten und zu betreiben. Im Rahmen ihrer Tätigkeit kann die Handelsüberwachungsstelle u.a. Daten erfassen und auswerten und Ermittlungen durchführen. Die Handelsüberwachungsstelle nimmt auch die Aufgaben nach Artikel 16 Marktmissbrauchsverordnung wahr.³⁹ Die Handelsüberwachungsstelle überwacht ferner die Einhaltung von Positionslimiten. Diese Positionslimite stellen einen quantitativen Schwellenwert für die maximale Größe einer (Netto-)Position in einem Derivat dar, die eine Person halten darf.⁴⁰ Der Handelsüberwachungsstelle ist ferner berechtigt, alle für die Überwachung der Einhaltung von Positionslimiten erforderlichen Informationen von der European Commodity Clearing AG (ECC AG) zu erhalten. Über Feststellungen berichtet sie an die Börsengeschäftsführung, sowie bezüglich der Positionslimite nach § 62 I an die Börsenaufsicht und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin).⁴¹

31

Sofern die Handelsüberwachungsstelle Tatsachen feststellt, die die Annahme rechtfertigen, dass börsenrechtliche Vorschriften oder Anordnungen verletzt

37 Vgl. European Energy Exchange, Börsenordnung, § 6; <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

38 Vgl. European Energy Exchange, Börsenordnung, § 11; <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

39 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung).

40 Vgl. European Energy Exchange, Börsenordnung, § 62, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

41 Vgl. European Energy Exchange, Börsenordnung, § 62, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

werden oder dass sonstige Missstände vorliegen, welche die ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse oder die Börsengeschäftsabwicklung beeinträchtigen können, hat die Handelsüberwachungsstelle unverzüglich die Börsenaufsichtsbehörde und die Börsengeschäftsleitung zu unterrichten. Sofern Tatsachen festgestellt werden, die auch für die BaFin von Bedeutung sind (z.B. Hinweise auf Insidergeschäfte oder Kurs- und Marktpreismanipulationen im Sinne des WpHG), hat die Handelsüberwachungsstelle auch die BaFin unverzüglich zu informieren.^{42, 43}

a) Sanktionsausschuss

- 32 Gemäß § 13 der Börsenordnung kann durch Rechtsverordnung ein **Sanktionsausschuss** eingerichtet werden, der die Aufgaben gemäß § 22 Börsengesetz wahrt.⁴⁴ Der Sanktionsausschuss besteht aus bis zu drei Vorsitzenden und bis zu zehn Beisitzern. Mindestens die Vorsitzenden und ein Stellvertreter müssen die Befähigung zum Richteramt haben.⁴⁵ Der Sanktionsausschuss kann Sanktionen gegen Börsenteilnehmer bei Verstößen gegen börsenrechtliche Vorschriften aussprechen.⁴⁶

5. Börsenteilnahme EEX

- 33 Nach § 14 der Börsenordnung der EEX dürfen Börsengeschäfte an der EEX grundsätzlich nur durch einen an der EEX zugelassenen Börsenteilnehmer abgeschlossen werden. Unternehmen, die an der EEX handeln wollen (sog. Börsen- bzw. Handelsteilnehmer), müssen daher zunächst selbst zum Handel zugelassen werden. Ferner müssen natürliche Personen, die den tatsächlichen Handel an der Börse durchführen sollen (also beispielsweise Gebote und Aufträge an die EEX übermitteln), so genannte Börsenhändler, ebenfalls die Berechtigung erlangen, für einen Börsenteilnehmer am Handel der EEX teilzunehmen.

a) Zulassung von Börsenteilnehmern

- 34 Auf der Grundlage des Börsengesetzes und des Regelwerkes der EEX müssen Unternehmen, die unmittelbar am Handel der EEX teilnehmen wollen, einen Antrag auf Zulassung zum Börsenhandel stellen. Die Zulassung kann dabei nur für Spotmärkte, nur für Terminmärkte oder für Spot- und Terminmärkte zu-

42 Vgl. *Eufinger*, Überwachung von Warenderivate und Warenmärkte, in: Zenke/Schäfer [Hrsg.], Energiehandel in Europa, 2. Aufl. 2009, München, S. 483 [492]; *Wolffsky*, Die Marktmissbrauchsverbote nach dem Markttransparenzstellengesetz, 1. Aufl. Hamburg 2013, S. 4.

43 (nicht belegt)

44 Vgl. *European Energy Exchange*, Börsenordnung, § 13, <https://www.eex.com/de/märkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

45 Vgl. § 22, Sächsische Börsenrechtsdurchführungsverordnung (SächsBörsDVO) vom 09.02.2012, Sächsisches Gesetz- und Verordnungsblatt Nr. 5/2012.

46 Vgl. § 22 II BörsG, in der Fassung der Bekanntmachung vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 61 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist.

sammen beantragt und erteilt werden. Anträge sind schriftlich, in der von der EEX vorgeschriebenen Form, zu stellen.

Sowohl das Börsengesetz als auch das Regelwerk der EEX stellen dabei bestimmte Voraussetzungen auf, die ein Unternehmen erfüllen muss, um die Möglichkeit zum unmittelbaren Handel an der EEX zu erhalten.

b) Ruhens der Börsenzulassung und Emergency Member Stop

Die Börsenzulassung kann ruhen oder durch einen **Emergency Member Stop** unterbrochen werden. Die Börsenzulassung ruht auf Anordnung der Börsengeschäftsführung, auch auf Antrag der ECC oder eines Clearingmitgliedes, wenn zu befürchten ist, dass eine Zulassungsvoraussetzung nicht mehr erfüllt ist. Das Ruhen kann bis zu sechs Monate dauern.⁴⁷ In dieser Zeit soll dem Börsenmitglied die Möglichkeit eingeräumt werden, die Voraussetzungen für eine Börsenteilnahme wiederherzustellen, ohne gleich die gesamte Zulassung zu verlieren. Insbesondere in Krisensituationen eines Börsenteilnehmers ist die Anordnung des Ruhens der Teilnahme das schonendere Mittel gegenüber einem Widerruf und ist damit Ausdruck der Verhältnismäßigkeit.

Der Emergency Member Stop ist hingegen eine Unterbrechung der Teilnahme für maximal fünf Tage durch Eingabe eines Clearingmitgliedes in das Handelsystem der EEX. Für diese Dauer unterbindet das Handelssystem, dass weitere Aufträge des betroffenen Börsenteilnehmers in das Handelssystem eingegeben werden können. In Folge dieser Aktivierung ordnet die Börsengeschäftsführung das sofortige Ruhen der Börsenteilnahme an.⁴⁸ Voraussetzung für diesen Mechanismus ist eine Vereinbarung zwischen dem Börsenteilnehmer und seinem Clearingmitglied und dient letztendlich der Beschleunigung der Unterbrechung des Handels für dieses Börsenmitglied. Es ist mithin ein automatisierter Antrag gemäß § 24 Abs. 4 Börsenordnung.

c) Zulassung als Market-Maker, Auktionator

Neben klassischen Börsenteilnehmern gemäß §§ 15 ff. Börsenordnung gibt es eine Zulassung als **Market-Maker**. Ein Market-Maker bzw. **Liquiditäts-Provider** verpflichtet sich, durch limitierte Kauf- und Verkaufsaufträge Handel für eigene Rechnung zu dem vom ihm gestellten Kurse zu betreiben.⁴⁹ Er übernimmt gegenüber der Börse damit die Dienstleistung, für Liquidität im Markt zu sorgen und bekommt als Gegenleistung in der Regel eine Vergütung.⁵⁰ Interessant ist, dass gemäß § 30 Börsenordnung die Börse einzelne Börsenteilnehmer

47 Vgl. European Energy Exchange, Börsenordnung, § 26, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

48 Vgl. European Energy Exchange, Börsenordnung, § 27, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

49 Vgl. European Energy Exchange, Börsenordnung, § 30, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

50 Vgl. Webseite eex.com; <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

als Market-Maker verpflichten kann, soweit sich freiwillig hierzu keiner bereit erklärt. Dies scheint bisher noch nie erforderlich gewesen zu sein, weil in nahezu allen Märkten Market-Maker benannt sind.⁵¹

Ein Börsenteilnehmer, der Algorithmischen Handel betreibt, ist verpflichtet, jederzeit zu überprüfen, ob er für ein Produkt, das nach § 2 Absatz 4 WpHG Finanzinstrument ist, eine Market-Making-Strategie im Sinne von § 80 V WpHG verfolgt. Liegen die Bedingungen vor, hat der Börsenteilnehmer die Zulassung als Market-Maker zu beantragen oder die Börse lässt ihn als Market Maker zu, wenn sie davon Kenntnis erlangt. Die Folge der Zulassung als Market Maker ist, dass ab Zulassung als Market Maker die entsprechenden Quotierungen erfolgen müssen.⁵²

Ein Auktionator ist kein Börsenteilnehmer, gleichwohl wird er von der Börse zugelassen. Diese Funktion ist Institutionen des privaten oder öffentlichen Rechts, die durch einen oder mehrere Mitgliedstaaten der Europäischen Union oder von der Europäischen Kommission zur Erstallokation von Treibhausgasemissionszertifikaten bestellt sind und die ausschließlich als Verkäufer Emissionsrechte durch Teilnahme an diesen Auktionen veräußert, vorbehalten. Damit kann EEX die Primärauktionen von Emissionszertifikaten über die Börsenplattform abwickeln.⁵³

d) Anerkennung von Non-Trading-Broker und Third-Party Trading Venue

- 37 Non-Trading-Broker sind ebenfalls keine Börsenteilnehmer, sondern von der Börse anerkannte Unternehmen, die für Börsenteilnehmer Geschäfte als Erklärungsvertreter oder Erklärungsbote in der Trade Registration als Finanzkommissionäre erfassen. Entsprechende Erlaubnisse sind bei der Anerkennung vorzulegen. Damit können insbesondere die OTC-Broker Geschäfte, die über sie vermittelt wurden, zum Clearing bei der ECC zu Lasten der eigentlichen Handelspartner erfassen.⁵⁴

Ähnlich verhält es sich mit Third-Party Trading Venues. Hier werden Betreiber von Multi-Trading Facilities im Sinne von MiFID an das Börsensystem angelassen, damit die auf dieser Plattform gehandelten Geschäfte dem Clearing an der ECC im Wege der Trade Registration zugeführt werden können. Auch die Third-Party Trading Venues sind keine Börsenteilnehmer, sondern werden lediglich anerkannt.⁵⁵

51 Vgl. Webseite eex.com; <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

52 Vgl. European Energy Exchange, Börsenordnung, § 33, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

53 Vgl. European Energy Exchange, Börsenordnung, § 36, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

54 Vgl. European Energy Exchange, Börsenordnung, § 39, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

55 Vgl. European Energy Exchange, Börsenordnung, § 40, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

e) *Zulassung von Börsenhändlern*

Der Begriff Börsenteilnahme beschreibt die Teilnahme von Unternehmen am börslichen Handel der EEX. Abzugrenzen davon ist die Tätigkeit von natürlichen Personen im Rahmen des Handels. Diese sog. Börsenhändler (Personen, die berechtigt sein sollen, für einen zugelassenen Börsenteilnehmer an der EEX Spot- oder Termingeschäfte abzuschließen) müssen ebenfalls zunächst die Berechtigung zum Handeln an der Börse erwerben und in diesem Zusammenhang insbesondere die folgenden Voraussetzungen erfüllen:

- Börsenhändler sind zuzulassen, wenn sie zuverlässig sind und die hierfür notwendige berufliche Eignung haben. Sie können dabei nur für jeweils ein Unternehmen zugelassen werden.
- Die berufliche Eignung wird angenommen, wenn die erforderlichen fachlichen Kenntnisse und Erfahrungen nachgewiesen werden, die zum Handel im Spot- und/oder Terminmarkt an der EEX befähigen.
- Der Nachweis über die erforderlichen fachlichen Kenntnisse wird durch die Ablegung der Prüfung zum Börsenhändler an der EEX erbracht. Details hinsichtlich des Prüfungsverfahrens regelt die Prüfungsordnung.⁵⁶

Die Zulassung eines Börsenhändlers berechtigt diesen nur, an dem jeweiligen Markt zu handeln, für den er zugelassen wurde und nur auf der (EDV-)Handelsplattform, für die er die erforderlichen Systemkenntnisse hat.

Die gleichen Voraussetzungen sind zu erfüllen, wenn ein Börsenteilnehmer seinen Kunden einen Zugang zum Handelssystem verschafft, ohne dass die Kunden selbst Börsenmitglieder sind.⁵⁷

f) *Zulassung von Händlerassistenten*

Neben Börsenhändlern können auch **Händlerassistenten** zugelassen werden. 39
Der Händlerassistent verfügt im Gegensatz zum Börsenhändler (noch) nicht über die fachliche Eignung, weil er beispielsweise noch nicht die Schulung und anschließende Prüfung zum Börsenhändler abgelegt hat. Diese Übergangsregelung ist auf maximal sechs Monate beschränkt und der Händlerassistent muss einem Börsenhändler zugeordnet sein.⁵⁸ Damit soll Börsenteilnehmern die Möglichkeit geschaffen werden, neue Mitarbeiter von Anbeginn mit dem Börsenhandel zu betreuen, ohne erst die Händlerschulung abwarten zu müssen.

56 Vgl. European Energy Exchange, Zulassungsordnung, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

57 Vgl. European Energy Exchange, Börsenordnung, § 21, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (25.01.2021).

58 Vgl. European Energy Exchange, Börsenordnung, § 23, https://www.eex.com/fileadmin/EEX/Downloads/Rules/Exchange_Rules/20200706_EEX_Boersenordnung_0047a_D_FINAL.pdf (01.09.2020).

6. Organized Trading Facility

a) Vorbemerkung

- 40 Die Finanzmarktregulierung hat insbesondere seit der Finanzmarktkrise 2008 deutlich zugenommen. Auf dem sogenannten G20-Treffen in Pittsburgh/USA hat man weitere Anstrengungen zur Stabilität und Integrität der Finanzmärkte unternommen. Durch diese Regelung sind auch Energietermingeschäfte stärker in den Fokus der Finanzmarktregulierung durch MiFID II/MiFIR gerückt.

Dabei wurde von der Energiebranche der Standpunkt vertreten, dass das „Brot und Butter-Geschäft“ der Energieversorgung nicht durch die Finanzmarktregulierung beeinträchtigt werden soll. Dies wurde im Laufe der Diskussion häufig mit physischen Geschäften bzw. Liefergeschäften erläutert, so dass physische Geschäfte aus der Finanzmarktregulierung ausgenommen sein sollten. REMIT Energiehandelsgeschäfte waren somit aus der Finanzmarktregulierung ausgenommen. Gemäß Art. 2 Nr. 2 REMIT-Durchführungsverordnung ist ein Standardvertrag ein Vertrag über ein Energiegroßhandelsprodukt, das zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen ist, unabhängig davon, ob die Transaktion tatsächlich an diesem Markt stattfindet. Gemäß Art. 2 Nr. 3 REMIT-Durchführungsverordnung ist ein Nicht-Standardvertrag ein Vertrag über ein Energiegroßhandelsprodukt, bei dem es sich nicht um einen Standardvertrag handelt.⁵⁹ Folglich waren Energielieferverträge an Endkunden (Nicht-Standard-Vertrag) als auch Großhandelsprodukte wie Forwards aus der Regulierung ausgenommen („C6 REMIT“-carve-out). Damit blieb aber das Problem, dass bei einer Vielzahl von Geschäften im Vorhinein nicht feststeht, ob der Vertrag durch Lieferung oder durch Barausgleich erfüllt werden soll bzw. es ist offensichtlich, dass auch physisch erfüllte Geschäfte für spekulativem Handel genutzt werden können. So wird beispielsweise Rohöl der Sorte Brent an der Londoner ICE physisch (mit Wahloption zum Cash-Settlement) erfüllt und ist sicherlich das bekannteste Spekulationsobjekt im Commodity-Bereich.⁶⁰ Hieraus ergab sich die Definition von Finanzinstrumenten gemäß MiFID: „Optionen, Futures und jedes andere Derivat in Bezug auf Commodities, dass physisch erfüllt werden kann und das an einem regulierten Marktplatz oder einer **Multi-Trading-Facility (MTF)** gehandelt wird“.⁶¹ Damit sind aber gleichzeitig alle physisch erfüllbaren Produkte der EEX von der Finanzmarktregulierung erfasst, wohingegen Großhandelsenergiehandelsprodukte im Sinne von REMIT, die auf einem „**Organized Trading Facility**“ (OTF) gehandelt werden und verpflichtend physisch

59 Vgl. Remit Durchführungsverordnung: [https://remit.bundesnetzagentur.de/SharedDocs_MTS/Downloads/DE/REMIT/REMIT%20Durchf%C3%BChrungsverordnung%20\(EU\)%201348_2014.pdf?blob=publicationFile&v=2](https://remit.bundesnetzagentur.de/SharedDocs_MTS/Downloads/DE/REMIT/REMIT%20Durchf%C3%BChrungsverordnung%20(EU)%201348_2014.pdf?blob=publicationFile&v=2) (01.09.2020).

60 Vgl. Intercontinental Exchange (ICE), Kontraktspezifikation Brent Crude Futures, <https://www.theice.com/products/219/Brent-Crude-Futures> (01.09.2020).

61 Vgl. C6 Annex I MiFID, <http://www.hsbcnet.com/gbm/attachments/bestexecution/mifid-annex1-sectionc-financial-instruments.pdf> (01.09.2020).

erfüllt werden, unterfallen nicht der Regulierung.⁶² Die Kommission begründet dies damit, dass Produkte, die bereits durch REMIT erfasst sind, bereits einem gewissen Grad an Regulation und Überwachung unterworfen sind, die der Regulierung und Überwachung von Finanzinstrumenten vergleichbar ist, so dass die Herausnahme der Energiehandelsprodukte in obigem Sinne eine unnötige Doppelregulierung vermeiden soll.⁶³

Die Konsequenz hieraus ist, dass der Handelsort, also einerseits Börse und MTF oder andererseits OTC, darüber entscheidet, ob es sich um ein Finanzinstrument im Sinne von MiFID handelt. Diese Unterscheidung erscheint wenig zweckmäßig, denn wiederum können die gleichen Produkte mit der gleichen Spezifikation an zwei unterschiedlichen Handelsplätzen gehandelt werden und unterschiedlich in Bezug auf die Regulierung und der daran anknüpfenden Bedingungen (Einhaltung von Solvenzkennzahlen; Nebenerwerbsschwellenwerte) sein. Hieraus hat die EEX die Konsequenz gezogen und zunächst einen Non-MTF-Handelsplatz betrieben. Am 3. Januar 2018 trat das „Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz“ in Kraft, durch welches das europäische Gesetzespaket zur Finanzmarktregulierung in Deutschland umgesetzt wurde. Dieses besteht aus der MiFID II (Richtlinie 2014/65/EU – Markets in Financial Instruments Directive II) und der MiFIR (EU-Verordnung Nr. 600/2014 – Markets in Financial Instruments Regulation). Mit diesem Datum ist der Non-MTF-Handelsplatz zu einem OTF umgewandelt worden.

Das EEX Organisierte Handelssystem („EEX OTF“) an der Börse European Energy Exchange („EEX“) ist ein nach § 48b BörsG von der zuständigen Börsenaufsichtsbehörde genehmigtes und beaufsichtigtes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Derivaten und effektiv zu liefernden Termingeschäften mit Bezug auf Strom und Erdgas innerhalb des Systems unter Berücksichtigung der Anforderungen der Diskretionarität in einer Weise zusammenbringt, die zu einem Vertrag über den Kauf oder Verkauf dieser Produkte führt.

Eine Besonderheit weist EEX OTF auf: Hier können sowohl physisch als auch finanziell erfüllte Kontrakte gehandelt werden, obgleich der Zweck der Einführung des OTF es doch wohl war, einen Handelsplatz für nicht unter die MiFID II-Regulierung fallende Produkte zu schaffen. Hintergrund dürfte die Ansicht der BaFin sein, dass an einem OTF auch Financial Instruments gemäß Anhang 1,

62 Vgl. European Comission, MiFID-Memo 14/305, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_en.htm#footnote-1; (01.09.2020), BaFin, Organised Trading Facilities (OTF), Organisierte Handelssysteme, Workshop Marktinfrastruktur und Transparenz, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Veranstaltung/dl_170216_Workshop_MiFIDII_MiFIR_OTF.html (01.09.2020).

63 Vgl. European Comission, MiFID-Memo 14/305, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_en.htm#footnote-1 (25.01.2021).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Abschnitt C, Nr. 6 zur MiFID-Richtlinie gehandelt werden müssen, damit es ein OTF ist.⁶⁴

b) Regelwerk

- 41 EEX hat für den Bereich OTF ebenso wie für den regulierten Bereich ein Regelwerk erstellt und folgt damit dem Regelungsmuster des regulierten Marktes.

Die Handelsordnung ist die öffentlich-rechtliche Satzung des OTF und ist vom Börsenrat des regulierten Marktes erlassen.⁶⁵ Die Börsengeschäftsführung ist mit der Führung der Geschäfte des EEX OTF beauftragt und die Handelsüberwachungsstelle überwacht auch diese Geschäfte.⁶⁶ Die Teilnahme am Handel an EEX OTF wird durch die Geschäftsbedingungen für den Handel an EEX OTF geregelt.

Das Regelwerk weist zwei Besonderheiten auf, auf die nachfolgend eingegangen werden soll. Zum einen findet die Ausführung von Aufträgen im freien Ermessen der EEX OTF statt, so dass der Handelsteilnehmer keinen Anspruch auf Ausführung hat.⁶⁷ Gleichwohl schränkt EEX OTF ihr Ermessen selbst ein, indem sie eine diskriminierungsfreie Ermessensausübung zusichert.⁶⁸ Diese diskriminierungsfreie Ermessensausübung wird dadurch erreicht, dass in konstanten Zeitabständen ermessensleitende Kriterien festgelegt und fortlaufend angewendet werden. Die ermessensleitenden Kriterien können sich beziehen auf die Art und Größe des Auftrags, den Order-Preis, die Zeit des Auftragseingangs oder die

64 Vgl. BaFin, Organised Trading Facilities (OTF), Organisierte Handelssysteme, Workshop Marktinfrastruktur und Transparenz, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Veranstaltung/dl_170216_Workshop_MiFIDII_MiFIR_OTF.html (16. 12. 2020). So auch ESMA, Guidelines on the application of C6 and C7 of Annex 1 of MiFID II, https://www.a-tvp.si/storage/app/media/Documents/ENG/ESMA%20GUIDELINES/ESMA_guidelines_on_c6_c7_application_of_mifid_ii_annex_1.pdf (16. 12. 2020).

65 Vgl. European Energy Exchange, Handelsordnung für EEX OTF, § 3, https://www.eex.com/fileadmin/EEX/Downloads/Trading/OTF_Market/EEX_OTF_Trading_Rules/DE/20200101-eex-otf-handelsordnung-002a-final-data.pdf, Release 0002a, § 3 (16. 12. 2020).

66 Vgl. European Energy Exchange, Handelsordnung für EEX OTF, § 5, https://www.eex.com/fileadmin/EEX/Downloads/Trading/OTF_Market/EEX_OTF_Trading_Rules/DE/20200101-eex-otf-handelsordnung-002a-final-data.pdf, Release 0002a, § 3 (16. 12. 2020).

67 Vgl. European Energy Exchange, Handelsordnung für EEX OTF, § 7, https://www.eex.com/fileadmin/EEX/Downloads/Trading/OTF_Market/EEX_OTF_Trading_Rules/DE/20200101-eex-otf-handelsordnung-002a-final-data.pdf, Release 0002a, § 3 (16. 12. 2020).

68 Vgl. European Energy Exchange, Handelsordnung für EEX OTF, § 5, https://www.eex.com/fileadmin/EEX/Downloads/Trading/OTF_Market/EEX_OTF_Trading_Rules/DE/20200101-eex-otf-handelsordnung-002a-final-data.pdf, Release 0002a, § 3 (16. 12. 2020).

Eigenschaften des jeweiligen Produktes, wie die Handelsfrequenz.⁶⁹ Im Gegensatz hier kennen die Handelsbedingungen des regulierten Marktes diese Ermessensentscheidung des Börsenträgers nicht. Maßgebliches Unterscheidungsmerkmal sind die Kontraktspezifikationen. Demnach werden am OTF-Markt Produkte gehandelt, die physisch erfüllt werden müssen.⁷⁰

c) Das Orderbuch

Durch die Einführung eines separaten Handelsplatzes mit eigenem Orderbuch lief die EEX gleichwohl Gefahr, die Liquidität der Märkte über das Orderbuch des OTF-Marktes und über das Orderbuch des regulierten Börsenhandels zu verteilen. Dieser Gefahr begegnet EEX, indem es die jeweils besten Orders eines Orderbuches im jeweils anderen Orderbuch „repliziert“. Die in unterschiedlichen Auftragsbüchern, also EEX OTF und Börse, gespeicherten preisbesten Aufträge können so kombiniert werden, dass sie der dem eingehenden Auftrag gegenüberliegenden Seite entsprechen. Dies nennt das Regelwerk der Börse „synthetischer Pfad“.⁷¹ Sofern der aus einer solchen Kombination von Orderbuchseiten gebildete Preis den Preis des Orderbuches verbessert, kann der Preis aus dem anderen Orderbuch bei der Ausführung gegen den eingehenden Auftrag berücksichtigt werden. Im Fall einer Preisverbesserung ist der Preis aus dem Orderbuch des anderen Marktes der beste verfügbare Preis und es kommt der Auftrag aus dem anderen Orderbuch gegen den eingehenden Auftrag zur Ausführung. Kurz gesagt, es kommt also zu einer Ausführung von Aufträgen, die sich in zwei unterschiedlichen Orderbüchern befinden. Damit werden faktisch die Orderbücher des EEX OTF mit dem Orderbuch der Börse vereint und es kommt keine befürchtete Liquiditätsaufspaltung zum Tragen. Zu bedenken ist hierbei, dass damit die seitens der Regulierung gewollte, wenn auch fragwürdige, Unterscheidung von Non-MTF bzw. OTF und Börse faktisch unterlaufen wird.⁷² Es ist aber anzunehmen, dass diese Regelung mit den nationalen Aufsichtsbehörden, der Sächsische Börsenaufsicht und der BaFin abgesprochen ist.⁷³

42

69 Vgl. European Energy Exchange, Handelsordnung für EEX OTF, § 7 Abs. 2, https://www.eex.com/fileadmin/EEX/Downloads/Trading/OTF_Market/EEX_OTF_Trading_Rules/DE/20200101-eex-otf-handelsordnung-002a-final-data.pdfRelease 0002a, § 3 (01.09.2020).

70 Vgl. European Energy Exchange, Handelsordnung für EEX OTF, § 1, https://www.eex.com/fileadmin/EEX/Downloads/Trading/OTF_Market/EEX_OTF_Trading_Rules/DE/20200101-eex-otf-handelsordnung-002a-final-data.pdfRelease 0002a, § 3 (01.09.2020).

71 Vgl. European Energy Exchange Bedingungen für den Handel; Release 56a, Ziffer § 25 Abs. 3.

72 Siehe hierzu auch: Wolffsky, Die Marktmissbrauchsverbote nach dem Markttransparenzstellengesetz, 1. Aufl. Hamburg 2013, S. 11.

73 Vgl. Barros, Exchanges, energy brokers jostly for position ahead of Mifid II, Energy Risk Management 09/16, S. 17.

7. Börsenteilnahme EPEX Spot SE

- 43 Mit der Überführung des Strom-Spotmarktes für Strom der EEX auf die European Power Exchange (EPEX) wurden auch die Handelsteilnehmer für diesen Teilmarkt auf die EPEX Spot SE überführt und man verließ damit auch den Bereich des deutschen Börsenrechtes. An die Stelle der Börsenzulassung nach deutschem Recht tritt ein Trading Agreement mit der französischen EPEX Spot SE, einer *societas europaea* nach französischem Recht.⁷⁴ Damit ist die Teilnahme eine privatwirtschaftliche Vereinbarung, wohingegen die Börsenzulassung in Deutschland ein Bereich des öffentlichen Rechts ist.

a) Börsenorganisation EPEX Spot SE

- 44 Die Organisation der EPEX Spot SE ist an die Organisation einer deutschen Börse angelehnt, mit dem Unterschied, dass die Börsengeschäftsführung und der Sanktionsausschuss keine Börsenorgane sind. Wichtig in diesem Zusammenhang erscheint auch die Tatsache, dass sowohl Börsenrat als auch Handelsüberwachungsstelle freiwillig eingerichtete Organe sind. Sie haben aber gegenüber dem Vorstand der EPEX Spot SE in Ermangelung einer Börsengeschäftsführung kein Weisungsrecht. So hat der Börsenrat kein eigenes Vorschlagsrecht für die Änderungen des Regelwerkes.⁷⁵ Die Handelsüberwachungsstelle, ebenfalls ein freiwillig eingerichtetes Organ, berichtet an den Börsenrat und an den Vorstand der EPEX Spot SE, ist jedoch nicht befugt, Sanktionen zu erlassen.⁷⁶ Nur die EPEX Spot SE selbst kann Sanktionen erlassen, insbesondere die Suspendierung von Teilnehmern veranlassen. Ihr steht hierzu das alleinige Recht, nach „alleinigem Ermessen“⁷⁷ zu.

Die EPEX Spot SE kann das Regelwerk jederzeit ändern. Sie verpflichtet sich lediglich, die Änderung dem Börsenrat vorzulegen, der der Änderung zustimmen kann. Die EPEX Spot SE ist jedoch im Falle einer Ablehnung des Änderungsvorschlages nicht an das Votum des Börsenrates gebunden. Die Änderungen des Regelwerkes sind, soweit kein anderer Zeitpunkt festgelegt wurde, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung verbindlich.⁷⁸

Das Trading Agreement entspricht einem von der EPEX Spot SE veröffentlichten Standardvertrag. Dabei handelt es sich, obgleich der abweichenden Bezeichnungen, beim Regelwerk der Börse, bestehend aus Trading Agreement, Börsenordnung, Verhaltenskodex und Operational Rules um Geschäftsbedingungen

74 Vgl. EPEX Spot SE, Trading-Agreement Version, 3.6, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (01.09.2020).

75 Vgl. EPEX Spot SE, Exchange Rules, § 20, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (01.09.2020).

76 Vgl. EPEX Spot SE, Exchange Rules, § 25, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (01.09.2020).

77 Vgl. EPEX Spot SE, Exchange Rules, § 26, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (01.09.2020).

78 Vgl. EPEX Spot SE, Trading-Agreement Version, 3.6, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (01.09.2020).

A. Formen des Handels an der EEX

des zivilrechtlichen Trading Agreements. Mithin hat die EPEX Spot SE das Recht zur einseitigen Änderung der Geschäftsbedingungen. Missfällt dem Börsenteilnehmer diese Änderung, steht ihm ein sofortiges Sonderkündigungsrecht innerhalb einer Frist von 10 Tagen nach Inkrafttreten zu.⁷⁹ Aus dem oben Beschriebenen folgt, dass man sich im französischen AGB-Recht befindet und es stellt sich die Frage, ob das einseitige Leistungsbestimmungsrecht einer AGB-Kontrolle zugänglich ist. Ebenso interessant ist es, ob es sich bei EPEX Spot SE nicht um ein marktbeherrschendes Unternehmen im Sinne des § 19 III GWB handelt. Demnach wird eine marktbeherrschende Stellung vermutet, wenn es einen Marktanteil von einem Drittel aufweist. Dies kann in Bezug auf den day-ahead-Markt und den Intraday-Markt für das Marktgebiet Deutschland/Luxemburg sicherlich angenommen werden, so dass sich hieraus Beschränkungen der Vertragsfreiheit und insbesondere des einseitigen Leistungsbestimmungsrechts der EPEX Spot SE ergeben können.

b) Börsenrat

Die Wahl des Börsenrates ergibt sich aus Anhang I zur Börsenordnung der EPEX Spot.⁸⁰ Im Gegensatz zur Wahl des Börsenrates der European Energy Exchange ist die Anzahl der Sitze durch das Regelwerk fest vorgegeben. Durch die feste Sitzanzahl je Wahlgruppe kann es vorkommen, dass zur Erlangung eines Sitzes eine unterschiedliche Anzahl an Stimmen in den verschiedenen Gruppen erforderlich ist. Unklar bleibt die Unterteilung in Utility, Local Supplier und Trading Company. Gemäß § 4 I des Anhangs I zur Börsenordnung werden die Handelsteilnehmer aufgefordert, die Zugehörigkeit ihres Unternehmens zu bestätigen, woraus klar wird, dass die Einteilung von EPEX Spot SE vorgenommen wird.⁸¹ EPEX Spot SE hat das Recht, vor jeder Wahl die Sitzverteilung über die *Gruppen anzupassen, sofern „Bedarf“ besteht.*

c) Börsenaufsicht

Eines der wichtigsten Unterscheidungsmerkmale zwischen der European Energy Exchange und der EPEX Spot SE ist die Börsenaufsicht. Während die European Energy Exchange als öffentlich-rechtliche Börse der sächsischen Börsenaufsicht untersteht, unterliegt die EPEX Spot SE keiner speziellen Börsenaufsicht.

Die EPEX Spot SE ist kein multilaterales Handelssystem im Sinne von Artikel L. 424-1 des französischen Währungs- und Finanzgesetzbuchs, denn an einem

79 Vgl. EPEX Spot SE, Trading-Agreement Version, 3.0, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (01.09.2020).

80 Vgl. EPEX Spot SE, EPEX SPOT Exchange Rules, Version 002 – Anhang 1, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (01.09.2020).

81 Vgl. EPEX Spot SE, EPEX SPOT Exchange Rules, Version 002 – Anhang 1, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (01.09.2020).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

multilateralen Handelssystem werden Finanzinstrumente gehandelt.⁸² Spotgeschäfte day-ahead oder Intraday werden hingegen gemäß Art. 38 II der Verordnung zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG nicht als Finanzinstrumente angesehen.⁸³

Folglich unterliegt die EPEX Spot SE keiner Börsen- oder Finanzmarktaufsicht in Frankreich, lediglich der allgemeinen Energiemarktaufsicht („Commission de Régulation de l’Energie“).

Die Commission de Régulation de l’Énergie ist nach französischem Recht ausschließlich für den französischen Energiehandel sowie für grenzüberschreitende Transaktionen zuständig. Jedoch ist der tägliche Handel an der EPEX Spot SE für das Marktgebiet Deutschland keine grenzüberschreitende Transaktion, sondern eine sich innerhalb Deutschlands vollziehende Stromlieferung. Somit ist die Preisbildung für das Marktgebiet Deutschland schlicht der Zuständigkeit der Commission de Régulation de l’Énergie entzogen.⁸⁴

Gleiches gilt für den Zulassungsprozess für Börsenteilnehmer, denn die Zulassung scheint im freien Ermessen der EPEX Spot SE zu stehen. So hat beispielsweise der Antragsteller „die EPEX Spot SE von der Zuverlässigkeit, dem guten Ansehen, dem guten Ruf und wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit seines Unternehmens“⁸⁵ zu überzeugen. Es ist fraglich, wie hiermit ein für einen ordnungsgemäßen Börsenhandel so wichtiger, diskriminierungsfreier Zugang sichergestellt werden kann.

III. Produkte und Märkte

- 47 Die Geschäfte an den Energiemarkten lassen sich unterschiedlich kategorisieren. Kriterien können der Handelsort, der Markt, die Erfüllung, das Commodity oder der Erfüllungsort sein. Hinsichtlich des Handelsortes unterscheidet man in börsliche und außerbörsliche Geschäfte. Als ein weiteres Unterscheidungskriterium wird der Markt genannt.⁸⁶ Hier erfolgt die Unterteilung in Spot- bzw. Kassa- und Terminmärkte. In Bezug auf die Erfüllung unterscheidet man in finanziell und physisch erfüllte Verträge. Das Handelsgut ist ein weiteres Differenzierungsmerkmal, also ob nun Strom, Gas, Öl, Verschmutzungsrechte, Fisch,

82 Vgl. Article L-424-1, code monétaire et financier, <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026&idArticle=LEGIARTI000006652490&dateTexte=&categorieLien=cid> (17. 12. 2020).

83 Vgl. VERORDNUNG (EG) Nr. 1287/2006 DER KOMMISSION vom 10.08.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie.

84 Vgl. Cantz/Lüdemann, Strompreisbildung ohne Aufsicht, <http://www.infracomp.de/resources/FAZ.pdf> (17. 12. 2020).

85 Vgl. EPEX Spot SE, Exchange Rules, § 33, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (01. 09. 2020).

86 Vgl. Niedrig, Der Handelsmarkt für Strom, in: Horstmann/Cislarczyk [Hrsg.], Energiehandel, 1. Aufl., Köln 2006, Rn. 57.

Schweinehälften, Soja, Korn, Kohle, Frachtraten oder Wetterderivate gehandelt werden sollen. Bei physisch erfüllten Produkten wird überdies hinsichtlich des Erfüllungsortes unterschieden, wo also Strom geliefert werden soll oder wo die Kohle angelandet werden soll.

Die nachfolgende Darstellung orientiert sich in erster Ordnung an dem Kriterium der Märkte. Hier werden der Spot- und Terminmarkt der Börsen am Beispiel der European Energy Exchange dargestellt. Innerhalb der Märkte wird auf die Commodities abgestellt, um die produktsspezifischen Besonderheiten zu beleuchten. Der Schwerpunkt der Darstellung liegt dabei auf Strom.

Der Spotmarkt an der EEX bzw. an der EPEX wird nochmals hinsichtlich der Preisfeststellung unterteilt. So spricht man von einem Auktionsmarkt, wenn der Preis bzw. die Preise im Wege einer (einmaligen) Auktion ermittelt wird bzw. werden. Kontinuierlicher Handel liegt hingegen vor, wenn es während der Handelszeit immer dann zu einer Preisfeststellung kommt, wenn zwei Aufträge ausführungsfähig gegenüberstehen. Der Day-ahead-Markt für Strom der EPEX ist ein Auktionsmarkt, wohingegen beispielsweise der Intraday-Markt im Wege des fortlaufenden Handels betrieben wird.⁸⁷

1. Die Auftragsarten und Produkte

a) Auftragsarten

An den Teilmärkten der EEX und der EPEX Spot SE werden unterschiedliche Auftragsarten angeboten. Zunächst wird im Auktionsmarkt zwischen Auftragskategorien unterschieden.⁸⁸ So gibt es Aufträge für einzelne Stundenkontrakte (**Single Contract Orders**) und Aufträge für mehrere Stundenkontrakte zusammen (**Blockorders**).⁸⁹ Interessant ist, dass nicht-monotone Aufträge unzulässig sind. Nicht-monotone Aufträge sind beispielsweise bei Verkaufsaufträgen solche, bei denen das angebotene Volumen abnimmt, obwohl der Preis zunimmt.⁹⁰ Dieser Auftragstyp könnte gleichwohl ökonomisch begründet sein, wenn der Handelsteilnehmer seine Kapazität im Wege einer Put-Option außerhalb der Börse verkauft hat und bei höheren Preisen diesen Weg der Vermarktung anstelle der Börse wählt. Hintergrund für diese Einschränkung im Auftragsverhalten ist, dass bei nicht-monotonen Preiskurven unter Umständen zwei Schnittpunkte zwischen Angebots- und Nachfragekurve vorkommen und somit kein eindeutiger Preis ermittelt werden kann.

Aufträge können limitiert und unlimitiert erteilt werden. Limitierte sollen zum Limit oder besser ausgeführt werden, unlimitierte Orders zum Marktpreis.

87 Vgl. EPEX Spot SE; Operational Rules, § 2, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (01.09.2020).

88 Vgl. Silwiok-Born, Wettbewerb statt EEG-Umlage, 1. Aufl. Tübingen 2014, S. 88.

89 Vgl. EPEX Spot SE; Operational Rules, § 3, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (01.09.2020).

90 Vgl. EPEX Spot SE; Operational Rules, § 3, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (01.09.2020).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

- 49 Auch im fortlaufenden Handel gibt es **Limit Orders**. Zusätzlich wird eine **Market-Sweep-Order** (markträumender Auftrag) angeboten, die sofort ausgeführt wird und die Gegenseite im Orderbuch abräumt. Die Auftragsmenge muss daher kleiner sein als das angebotene Volumen auf der Gegenseite.⁹¹

Stop-Orders sind Aufträge, die erst bei Erreichen des definierten Stop-Preises aktiviert werden und dann als Market Order ausgeführt werden. **One-Cancel-Others-Orders** ist eine Kombination von Stop-Orders und Limitierten Aufträgen. Bei Ausführung zum Limit wird der Auftrag ganz oder teilweise ausgeführt. Beim Erreichen des Stop-Preises wird der Auftrag als unlimitierter Auftrag ausgeführt. Die Stop-Order und die One-Cancel-Other-Order sind nur im Handelsystem T7 verfügbar.⁹²

Zusätzlich sind noch Angaben über die Ausführung möglich, so kann man eine fill-or-kill, immediate-or-cancel und all-or-none Ausführung oder Iceberg festlegen. Mit einer Eisberg-Order wird immer nur ein anzugebendes Volumen im Orderbuch sichtbar, nach Ausführung des sichtbaren Volumens rutscht automatisch die nächste Tranche nach, jedoch mit einem neuen Zeitstempel. Damit wird ein Auftrag sequentiell ausgeführt und die Sichtbarmachung eines großen Auftrages im Orderbuch wird verhindert. Fill-or-kill bedeutet, dass der gesamte Auftrag zur Gänze sofort ausgeführt werden muss oder gelöscht wird. Immediate-or-cancel bedeutet auch die unverzügliche Ausführung, wobei jedoch auch eine Teilausführung möglich ist. Der nicht ausgeführte Teil des Auftrages wird gelöscht. So kann mittels All-or-none eine Teilausführung verhindert werden.⁹³

Mit Einführung des grenzüberschreitenden Intraday-Handels an der EPEX sind die Aufträge dahingehend zu spezifizieren, ob sie nur lokal oder ob sie auch gegen Aufträge aus anderen Ländern ausgeführt werden sollen. Eine Ausführung von Aufträgen erfolgt immer nur innerhalb eines Auftragsbuches, also es erfolgt keine Zusammenführung von Aufträgen, die lokal ausgeführt werden sollen mit Aufträgen aus dem grenzüberschreitenden Handel.⁹⁴

b) Produkte

- 50 Die Produktlandschaft ist durch den fortwährenden Umbruch im Energiemarkt gekennzeichnet. Einerseits existieren noch Produkte „alten couleurs“ aus den Zeiten vor der Energiemarktliberalisierung, andererseits haben bereits Handelsprodukte einen breiten Raum eingenommen. Aus dem Finanzmarkt entlehnte Produkte erfreuen sich zunehmender **Liquidität**.

91 Vgl. EPEX Spot SE; Operational Rules, § 25, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (01.09.2020).

92 Vgl. European Energy Exchange Bedingungen für den Handel; Release 56a, § 20, vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

93 Vgl. EPEX Spot SE; Operational Rules, § 26, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (17.12.2020).

94 Vgl. EPEX Spot SE; Operational Rules, Ziffer 2.2.1, <https://www.epexspot.com/en/downloads#rules-fees-processes> (01.09.2020).

Konventionelle Produkte entspringen einer klassischen Produzenten-Konsumenten-Beziehung. Die Ware wird produziert und zum Verbraucher transportiert, der sie anschließend zum Einsatz bringt. Diese Beziehung war vorherrschend in Zeiten vor der Energiemarktliberalisierung, ist aber sicherlich auch heute noch eine weit verbreitete Bezugsvariante bei Industrie-, Gewerbe- und Haushaltskunden. Diese so genannten Vollversorgungsverträge geben dem Kunden die Möglichkeit, Strom ohne konkrete Lastprognose zu festgelegten Preisen zu verbrauchen.⁹⁵ Der Preis ist über die gesamte Vertragslaufzeit festgelegt, lediglich so genannte Preisgleitklauseln lassen eine Anpassung zu. Diese Produkte sind stark individualisiert und entziehen sich in aller Regel einem Handel. In der Regel erfolgt die Lieferantenauswahl bei Industriekunden im Wege der Ausschreibung. Diese erfolgt zunehmend auf elektronischen Plattformen.

Mit der Liberalisierung sind alte Produzenten-Verbraucher-Beziehungen aufgebrochen und neue Wertschöpfungsstufen wie der Stromhandel sind in Erscheinung getreten. Hier ist wiederum zwischen day-ahead- bzw. Intraday-Produkten und langfristigen Produkten zu unterscheiden. Bei den längerfristigen Verträgen haben sich Wochen-, Monats-, Quartals- und Jahresbänder als gängige Standardprodukte herauskristallisiert. Ebenso gibt es noch als Handelseinheit den Restmonat (**Balance-of-the-Month**).⁹⁶ Diese Produkte werden fast ausschließlich physisch erfüllt und der überwiegende Anteil wird bilateral, **Over-the-Counter (OTC)** gehandelt.⁹⁷ Am Day-ahead-market werden Produkte mit physischer Erfüllung am Folgetag gehandelt. Hier sind **Einzelstunden** als Handelseinheit bekannt, wobei Einzelstunden überwiegend an Börsen gehandelt werden.⁹⁸ Die früher bekannten Blockkontrakte (vordefinierte Zusammenfassung von Einzelstundenkontrakten zu Blockkontrakten) werden heute durch Auftragskategorien abgebildet. Am Intraday-Markt werden 15-Minuten-Kontrakte für Cross-Border-Geschäfte bis zu 60 Minuten vor physischer Erfüllung gehandelt.⁹⁹ 15-Minuten-Kontrakte für Geschäfte mit Erfüllung innerhalb einer Regelzone sind sogar bis zu 5 Minuten vor physischer Erfüllung handelbar.¹⁰⁰

⁹⁵ Vgl. Zander, Produkte im liberalisierten Strommarkt, Kommunalwirtschaft 2002, S. 14 [14].

⁹⁶ Vgl. Zander, Produkte im liberalisierten Strommarkt, Kommunalwirtschaft 2002, S. 14 [16].

⁹⁷ Vgl. Wilcox/Binns, Importance of European Liberalisation to Trading, World of Power, 2002, S. 22 [24], vgl. Schumacher/Würfel, Strategien zur Strombeschaffung in Unternehmen, 1. Aufl. Wiesbaden 2015, S. 20.

⁹⁸ Vgl. Arthur Andersen [Hrsg.], Marktstudie Energiehandel 2000, S. 12.

⁹⁹ Vgl. ACER, Intraday cross-zonal gate closure times in accordance with Article 59 of Commission Regulation (EU) 2015/1222 of 24 July 2015 establishing a guideline on capacity allocation and congestion management, https://www.acer.europa.eu/Official_documents/Acts_of_the_Agency/ANNEXES%20TO%20THE%20IDCZGTs/Annex%20I_rectified_ACER%20Decision%2004-2018.pdf, (01.09.2020).

¹⁰⁰ Vgl. EPEX Spot SE, Trading Brochure, file:///D:/00.Download/20-01-24_TradingBrochure.pdf (01.09.2020).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Bei Stromprodukten werden die Produkte mit Ausnahme der Einzelstunden und 15-Minuten-Kontrakten jeweils nochmals hinsichtlich ihres Lasttyps unterschieden. Die Unterscheidung hinsichtlich des Lasttypen ist in erster Linie Ergebnis des Stromverbrauchs und der bestehenden Kraftwerkslandschaft.¹⁰¹ Verbrauchsbedingt ist die Unterscheidung in Grund- und Spitzenlast, weil am Tag innerhalb der Woche mehr Strom verbraucht wird als während der Nachtstunden. Ebenso trägt diese Unterteilung dem technischen Umstand Rechnung, dass Kraftwerke, insbesondere größere, wirtschaftlich nur unterbrechungsfrei für mehrere Stunden auf einer Leistungsstufe betrieben werden können.¹⁰² Da die verbrauchsorientierte Lastkurve aber auf Einzelstundenebene teilweise von den Standardprodukten erheblich abweicht, erfolgt die Anpassung über Einzelstunden als kleinste Handelseinheit. Regelenergie wird jedoch auf Viertelstundenebene abgerechnet, so dass aufgrund des Handelsproduktes Einzelstunden eine Restgröße verbleibt, die nicht im freien Markt gekauft oder verkauft werden kann. Diese Lücke wird durch die 15-Minuten-Kontrakte der EPEX Spot SE geschlossen und dieses Produkt steht im Wettbewerb zu $\frac{1}{4}$ Std.-Liefermengen als **Fahrplangeschäft** im OTC-Markt. Diese dienen der weiteren Verringerung des Regelenergiebedarfs.

Die Konzentration auf Einzelstunden als kleinste Handelseinheit ist demnach als Kompromiss zwischen technischen Restriktionen und Notwendigkeit einer Mindestliquidität der handelbaren Produkte zu verstehen.

Die dritte Produktgruppe sind **finanzielle Produkte**.¹⁰³ Gerade seit 2005 hat das Volumen der finanziellen Kontrakte, überwiegend an der EEX gehandelt, eine erhebliche Zunahme erfahren.¹⁰⁴ Die außerbörslich gehandelten und den Finanzmärkten entlehnten **Swaps** und **Optionen** sind Produkte, die überwiegend finanziell erfüllt werden. An den Terminmärkten der Börse werden Futureskontrakte und Optionen gehandelt. Ein **Futureskontrakt** auf Strom ist dabei die Zahlungsverpflichtung des Verkäufers (Käufers), dem Käufer (Verkäufer) die Differenz zwischen dem ausgehandelten Preis und dem höheren (niedrigeren) Index für eine monatliche, vierteljährliche oder jährliche **Grund-** oder **Spitzenlaststromlieferung** in bar auszugleichen.¹⁰⁵

101 Vgl. *Krasenbrink*, Jahresplanung von Erzeugung und Stromhandel im liberalisierten Markt, in: Aachener Beiträge zur Energieversorgung [Hrsg.], Jahresbericht 1999, 1. Aufl., Aachen 1999, S. 94 [95].

102 Vgl. *VDEW* [Hrsg.], Begriffe der Versorgungswirtschaft, Teil B, 1. Aufl., Frankfurt, 1999, S. 50.

103 Vgl. *Gerke/Hennies/Schäffner*, Der Stromhandel, 1. Aufl., Frankfurt 2000, S. 34.

104 Vgl. *Arthur Andersen* [Hrsg.], Marktstudie Energiehandel 2000, S. 12.

105 Vgl. *European Energy Exchange*, Kontraktspezifikation, Version 054a, <https://www.eex.com/blob/66024/74ac05ecd7798b426dbd0b12faa4a11/20170403-eex-kontraktspezifikationen-0054a-d-final-data.pdf> (01.04.2017).

2. Die Abgrenzung der Geschäfte

Die Geschäfte können in Spot- und Termingeschäfte unterteilt werden.¹⁰⁶ Termingeschäfte sind Geschäfte, die zu einem „bestimmten späteren Zeitpunkt“ zu erfüllen sind (**herausgeschobener Erfüllungszeitpunkt**) und **Kassageschäfte** solche, die „kurzfristig“ zu erfüllen sind.¹⁰⁷ Dabei ist das Kriterium der Erfüllung „zu einem späteren Zeitpunkt“ nicht hinreichend konkret. Auch ein Spotgeschäft mit Erfüllung am nächsten Tag wird „zu einem späteren Zeitpunkt“ als der Vertragsabschluss erfüllt.

Im Strom- und Gasbereich spricht man von day-ahead-market, d.h. es werden am Spotmarkt Geschäfte mit physischer Erfüllung i. d. R. am Folgetag gehandelt. Börslich gehandelt werden Einzelstundenkontrakte und so genannte Blockprodukte, also die Zusammenfassung von mehreren Einzelstunden zu Zeitfenstern. Damit sind die dort abgeschlossenen Geschäfte zweifelsfrei als Kassageschäfte zu qualifizieren.¹⁰⁸ Schwieriger wurde die Zuordnung von Produkten wie Wochenkontrakte oder eines sog. Balance-of-the-month.¹⁰⁹ In den Handelsbereichen der Unternehmen werden diese Produkte, die am OTC-Markt und der börslichen Balance-of-the-month gehandelt werden, häufig dem Spotbereich zugeordnet. Ein Blick in die Wertpapiermärkte zeigt, dass sich eine Frist von zwei Börsentagen als zeitliche Grenze zwischen Kassageschäft und Termingeschäft entwickelt hat. Grund hierfür ist, dass man historisch diesen Zeitraum aus technischen Gründen als notwendig für die (Wertpapier-)Belieferung ansah. Die Grenze von zwei Tagen ist einerseits gewillkürt und lässt sich nur historisch erklären. Heute, im Zeitalter vollelektronischer Abwicklungssysteme bei gleichzeitigem Verzicht der physischen Übergabe der Wertpapiere, wäre auch eine Erfüllung am Handelstag möglich. Entscheidend ist also, dass hier auf die technischen Gegebenheiten der physischen Abwicklung abgestellt worden ist. Eine analoge Anwendung dieses Gedankens bedeutet aber, dass auf die Abwicklung des jeweiligen Geschäftes abgestellt werden muss. Dabei stellt sich zunächst die Frage, was denn den Gegenstand der Erfüllung darstellt. Ist bei einem Wertpapier die Übergabe des Papiers oder eine entsprechende Buchung noch sehr eindeutig, gilt zu beachten, dass bei Strom immer Lieferzeiträume und keine Lieferzeitpunkte Gegenstand der Verträge sind.¹¹⁰ Eine Stromlieferung ist immer die Lieferung von elektrischer Energie in einem bestimmten Zeitfenster (Lieferzeitraum) und auf eine bestimmte Spannungsebene (Lieferart). Für Berechnung der Regelenergie sind z. B. Zeiträume von 15 Minuten maßgeblich, im Großhandelsbereich hat sich eine Stromlieferung von einer Stunde als kleinste

106 Vgl. BGH, Urteil vom 13. 07. 2004 (Az.: XI ZR 132/03), BGHZ 103, 84, 87 = WM 2001, 1714 [1715].

107 Vgl. Schulte-Beckhausen, Stromhandel – Möglichkeiten und Grenzen im neuen europäischen und nationalen Ordnungsrahmen für Energie, RdE 2/1999, S. 51 [52].

108 Vgl. Sanio, Welche Anforderungen stellt das Kreditwesengesetz an die Energiewirtschaft?, Vortrag am 13. 02. 2002 in Essen.

109 Vgl. Zander, Produkte im liberalisierten Energiemarkt, Kommunalwirtschaft 2002, S. 14 [16].

110 Vgl. Gerke/Hennies/Schäffner, Der Stromhandel, 1. Aufl., Frankfurt 2000, S. 34.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Einheit herauskristallisiert. Fraglich ist aber die Zuordnung bei Wochen- und Monatskontrakten. Stellt man bei diesen Lieferverträgen auf das Ende oder den Anfang der Lieferung ab, so lässt man unberücksichtigt, dass es sich um zusammenhängende Lieferzeiträume handelt. Stellt man, dem Fahrplanmanagement folgend auf Einzeltage ab, verkennt man ebenso die Tatsache, dass der Vertrag als Ganzes zu beurteilen ist und nicht in beliebige Einzelteile zerlegt werden darf.¹¹¹ So unbefriedigend das Ergebnis auch sein mag, es ist festzuhalten, dass eine theoretisch-analytische Betrachtung hier zu keinem verwertbaren Ergebnis führt. Praxisrelevanter ist ein Blick auf das Selbstverständnis der Branche, nach dem die Grenze zwischen Kassa- und Terminpositionen regelmäßig in einer Spanne zwischen einer Woche und einem Monat gezogen wird. Aber auch hierbei ist zu beachten, dass die in der Praxis und damit in den einzelnen Organisationsformen in den Handelsbereichen getroffene Unterscheidung durch den verfolgten Zweck begründet ist. Bei Aktivitäten im kurzfristigen Bereich steht die physische Erfüllung im Vordergrund, bei langfristigen Aktivitäten die Ausnutzung von Preisentwicklungen zur Realisierung von Handelsmargen. Zudem ist eine zu starke Anlehnung an die Organisationsformen kritisch zu sehen, da die Energiewirtschaft einen fundamentalen Wandel durchlebt und keinesfalls von gefestigten Strukturen ausgegangen werden kann. Die hilfsweise Anlehnung an die den Verkehrskreis betreffende Sichtweise ist also mit Vorsicht zu genießen. Man erkennt jedoch, dass die Unterscheidung in den verfolgten Zielen begründet ist. Hinsichtlich der Fristigkeit kann also festgehalten werden, dass dies kein belastbares Kriterium ist, sondern allenfalls hilfsweise herangezogen werden kann. Klarheit in diesem Punkt hat die Legaldefinition der EU-Kommission gebracht. Demnach ist ein Kassageschäft ein Verkaufsgeschäft mit einer Warenlieferung innerhalb von zwei Tagen.¹¹² Natürlich ist eine feste Fristigkeit schwierig, denn auch eine Lieferung innerhalb von drei Tagen könnte noch als Kassageschäft verstanden werden. Diesem Umstand wird Rechnung getragen, indem außerhalb der Regelfrist die Marktgepflogenheiten herangezogen werden. Dazu heißt es in Art. 7 II lit. b der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU, dass auch dann ein Kassageschäft vorliegt, wenn es innerhalb einer vom Markt akzeptierten Standardlieferfrist erfüllt wird. Damit wird die fixe Zeitbegrenzung aufgehoben, aber es bedarf des Nachweises, dass es sich bei einer längeren Frist um eine vom Markt akzeptierte Standardlieferfrist handelt.

¹¹¹ Vgl. Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland, Begründung, Besonderer Teil, zu Art. 2, zu Nummer 3, BT-Drucksache 14/8017, 18. 01. 2002.

¹¹² Vgl. Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU, Artikel 7 II, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:02017R0565-20171214&qid=1526557215545&from=EN> (01.09. 2020).

3. Der Spotmarkt

a) Der Spotmarkt für Strom

Der im Sommer 2009 auf die EPEX Spot SE ausgegliederte Strom-Spotmarkt für das Marktgebiet Deutschland/Österreich ist in Bezug auf Volumina und Referenzpreisbildung nach wie vor am stärksten. Gleichwohl werden unter dem Dach der EPEX Spot SE die für die Marktgebiete Großbritannien, Belgien, Niederlande, Frankreich und Schweiz Preise auf Auktionsmärkten und im Wege des kontinuierlichen Handels ermittelt. Über das Market-Coupling sind zusätzlich die Märkte Dänemark, Schweden, Norwegen und Finnland erschlossen.¹¹³ So wurde 2019 am Day-ahead-Markt für Großbritannien, Belgien, Frankreich Schweiz, Niederlande, Österreich und für das Marktgebiet Deutschland und Luxemburg insgesamt 502 TWh (Vorjahr 485 TWh) gehandelt.¹¹⁴ Auf das Marktgebiet Deutschland/Luxemburg entfällt mit rund 200 TWh der Großteil des Handelsvolumens. Dieser hohe Anteil des Spothandelsvolumens am Gesamtverbrauch ist insbesondere mit der Tatsache zu begründen, dass am Day-ahead-Markt in Deutschland nahezu die gesamte Menge an EEG-Strom gehandelt wird (siehe hierzu auch Bedeutung von Erneuerbaren Energien).

53

An den Intraday-Märkten, überwiegend in der Form des kontinuierlichen Handels ausgeprägt, sind im Jahr 2019 in Großbritannien, Frankreich, Niederlanden, Belgien, Schweiz, Österreich und in Deutschland/Luxemburg 92 TWh (Vorjahr 82 TWh) gehandelt worden.¹¹⁵ Damit zeigt sich wiederum für das Marktgebiet Deutschland/Luxemburg eine Zunahme der Handelsvolumina und damit eine Verlagerung vom day-ahead-Markt zum Intraday-Markt. Prognosen werden umso besser, je kürzer der Zeitraum zwischen Prognose und zu prognostizierendem Zeitpunkt ist. Diese allgemeingültige Regel trifft in besonderem Maße für dargebotsabhängige Stromproduktion wie Stromgewinnung mittels Windkraft oder mittels Photovoltaik zu, so dass sich Intraday-Märkte deutlich besser für den kurzfristigen Handel eignen als dies day-ahead-Märkte tun.¹¹⁶ Da der Intraday-Markt zeitlich nach dem day-ahead-Markt liegt, wird sich das gesamte Handelsvolumen vom day-ahead-Markt auf den Intraday-Markt verlagern. Die Intraday-Märkte werden in naher Zukunft die day-ahead-Märkte in ihrer Bedeutung überholen, weil es nur noch wenig Veranlassung gibt, am day-ahead-Markt zu handeln, wenn es auch einen späteren Markt gibt.

113 Vgl. EPEX Spot SE, Trading Brochure, <https://www.epexspot.com/en/downloads#trading-products> (01.09.2020).

114 Vgl. EPEX Spot SE, Trading Brochure, <https://www.epexspot.com/en/downloads#trading-products> (01.09.2020).

115 Vgl. EPEX Spot SE, Trading Brochure, <https://www.epexspot.com/en/downloads#trading-products> (01.09.2020).

116 Vgl. Jäger, Die Bedeutung von Windprognosen im Marktprämienmodell am Beispiel der Clean Energy Sourcing GmbH, Bachelor-Thesis, Nordhausen 2014, S. 40.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

b) Einbettung des physischen Handels in die Netztopographie

- 54 Um die Funktionsweise der Spotbörsen besser zu verstehen, ist es hilfreich, die Börse zunächst in das gesamte Abwicklungsprocedere einzuordnen. Hierzu soll der Zusammenhang zwischen Handelsebene und Netzbetrieb an nachfolgendem Bild erläutert werden (Abbildung 1):

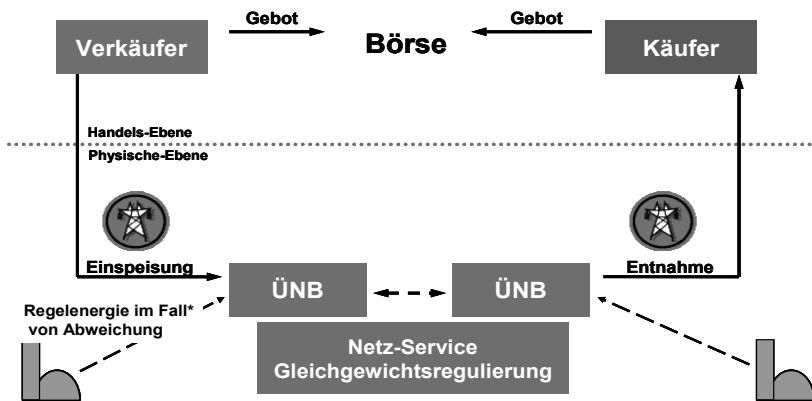


Abbildung 1: Handelsbeziehung und physikalischer Ausgleich

Quelle: Eigene Darstellung

Käufer und Verkäufer platzieren jeweils ihre Gebote an der Börse. Die Börse ermittelt die Preise für die jeweiligen Einzelstunden und bestätigt jedem Handelsteilnehmer einzeln das jeweilige Geschäft. Dabei kommt jeweils ein getrennter Vertrag zwischen Käufer und dem Börsenträger einerseits und Verkäufer und Börsenträger andererseits zustande. Da die Börse bzw. der Träger der Börse bzw. das zwischengeschaltete Clearinghaus nicht nur die Preisfeststellung, sondern auch die finanzielle Abwicklung übernimmt, transferiert die Börse das Geld vom Käufer zum Verkäufer auf der Grundlage der getätigten Geschäfte, unabhängig von der tatsächlichen Lieferung. Damit ist das Handelsgeschäft abgeschlossen. Nun hat der Verkäufer durch sein Handelsgeschäft die Verpflichtung übernommen, zu einem bestimmten Zeitpunkt die veräußerte Menge Strom in das Netz einzuspeisen, in das er angeschlossen ist und der Käufer hat die Verpflichtung übernommen, den Strom aus dem Netz zu nehmen, aus dem er angeschlossen ist. Man erkennt die einem normalen Kaufvertrag innewohnenden Abnahmee- und Lieferverpflichtungen, wobei die Lieferung und Abnahme nicht unmittelbar, sondern über Mittler, die Netzbetreiber, erfolgt. Die Geschäfte gelten als erfüllt, wenn die dem Handel folgenden Fahrpläne mit den entsprechenden Mengenangaben rechtzeitig beim Übertragungsnetzbetreiber eingegangen sind. Die Rechtzeitigkeit ergibt sich dabei aus der Anforderung des Übertragungsnetzbetreibers, der die Fahrpläne für den Folgetag in der Regel bis 14:30 Uhr haben will.

Kommt es beispielsweise zu einer Leistungsstörung auf der Verkäuferseite, weil dieser nicht in der Lage ist, den Strom, den er an der Börse verkauft hat, auch einzuspeisen, registriert der entsprechende Netzbetreiber dieses Defizit und gleicht die Differenzmenge durch Ausgleichsenergie aus. Der Übertragungsnetzbetreiber kommt damit seiner Verpflichtung nach, für Stabilität der Netze durch die Überwachung und Steuerung von Einspeisung und Entnahme zu sorgen. Ungeachtet der dargestellten Probleme auf der Einspeiseseite entnimmt der Käufer den Strom aus dem Netz, an das er angeschlossen ist. Dieses Prinzip ist durch die Nutzung von Bilanzkreisen etwas abstrahiert worden. Käufer und Verkäufer haben entsprechend der Zulassungsbedingungen einen Bilanz- oder zumindest Subbilanzkreis, der als Lieferant oder Beziehender auftritt. An der ökonomischen und technischen Zerlegung des Verkaufs und der Einspeisung einerseits und des Kaufs und der Entnahme andererseits ändert dies nichts. Wesentlicher Regelungsinhalt des **Bilanzkreisvertrages** ist es mithin, den Verantwortlichen für die Übernahme der Ausgleichsenergie festzulegen.¹¹⁷ Da der Handel nur auf Bilanzkreisebene erfolgt, sind Netzzanschluss- und Netznutzungsverträge entbehrlich, wodurch auch reine Stromhändler an dem als physischen bezeichneten Handel teilnehmen können.

Das informative Bindeglied zwischen der Handelsebene und der physikalischen Ebene sind die **Fahrpläne** (Abbildung 2). Mit den Fahrplänen wird in einem standardisierten Verfahren die Informationen über die Austauschbeziehungen zwischen den einzelnen Bilanzkreisen dem jeweiligen Übertragungsnetzbetreiber mitgeteilt. Der Verkäufer teilt in seinem **Fahrplan** mit, welche Menge er in einer bestimmten Viertelstunde einspeist und an welchen Bilanzkreis er diese Menge liefern will. Der korrespondierende Fahrplan kommt nun vom Beziehenden. Beide Fahrpläne können nun vom Übertragungsnetzbetreiber abglichen werden und stellen die Grundlage für die Abrechnung der Ausgleichsenergie dar. Der Börsenträger tritt also als normaler Bilanzkreisverantwortlicher auf, mit der Ausnahme, dass bei abweichenden Fahrplänen dem Börsenfahrplan der Vorzug gegeben wird, da der Träger der Börse per Definition und in Folge des Preissetzungsmechanismus auf der Einspeise- und Entnahmeseite identische Mengen hat.¹¹⁸

55

117 Vgl. BNetzA, Standard-Bilanzkreisvertrag, abrufbar unter https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Service-Funktionen/Beschlusskammern/1_GZ/BK6-GZ/2018/BK6-18-061/BK6-18-061_Standardbilanzkreisvertrag_01_08_2020.pdf?blob=publicationFile&v=2 (25.01.2021).

118 Vgl. Burmeister, Netznutzung und Bilanzkreissystem, in: Horstmann/Cieslarczyk [Hrsg.], Energiehandel, 1. Aufl., Köln 2006, S. 69 [114], Rn. 123.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

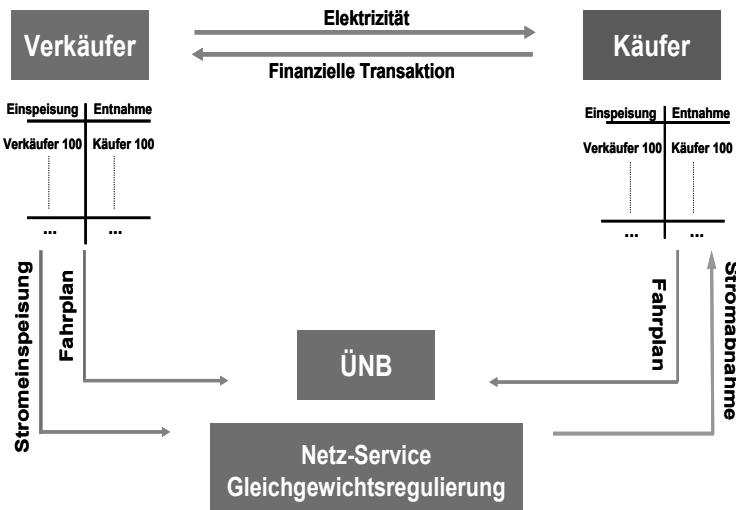


Abbildung 2: Fahrplanbeziehungen

Quelle: Eigene Darstellung

c) Die Preisermittlung

- 56 Die Preisermittlung am Spotmarkt erfolgt auf der Basis der eingehenden Gebote der Marktteakteure und erfolgt im Wege einer **zweiseitigen Auktion**.¹¹⁹ Die Börse erhält von den Börsenteilnehmern und den anerkannten Brokern Excel-ähnliche Tabellen, bei denen in der ersten Spalte die Stunden aufgeführt sind. In der ersten Zeile sind die Preisschritte mit den Preisgrenzen -1000 und 3000 abgetragen. Diese technischen Preisgrenzen werden von der Börse vorgegeben, und jeder Teilnehmer, der an der Auktion teilnehmen möchte, muss eine Information darüber abgeben, welche Mengen bei diesen Preisen von ihm ge- oder verkauft werden sollen. Es sind somit auch **negative Preise** möglich, jedoch ist zur Vereinfachung im nachfolgenden Beispiel darauf verzichtet worden. In der beigefügten Tableauübersicht sind beispielsweise die Stunden 1 bis 4 abgetragen:

	Preis in €/MWh										
	0	6,9	7	16,9	17	17,1	17,2	149,9	150	3000	
Lieferrunde	1	200,0	200,0	100,0	100,0	0,0	-75,0	-75,0	-75,0	-275,0	-275,0
	2	154,9	154,9	42,6	42,6	6,3	6,3	0,0	0,0	-20,0	-20,0
	3	-57,0	-57,0	-100,0	-100,0	-100,0	-175,0	-175,0	-175,0	-325,0	-325,0
	4	200,0								200,0	

Abbildung 3: Beispiel eines Gebots

Quelle: Eigene Darstellung

¹¹⁹ Vgl. auch Grimm/Ockenfels/Zoettl, Strommarktdesign: Zur Ausgestaltung der Auktionsregeln an der EEX, Zeitschrift für Energiewirtschaft 03/2008, S 147 [148].

In diesem Tableau (Abbildung 3) möchte der Teilnehmer für die erste Stunde bei einem Preis von null EUR 200 MWh Strom kaufen. Bei einem Börsenpreis von 6,9 EUR möchte er auch 200 MWh kaufen bei einem Börsenpreis von 7,0 EUR möchte er nur noch 100 MWh kaufen, wobei negative Vorzeichen Verkaufspositionen bezeichnen. Hinter dieser Preis-Volumensänderung kann folgende Überlegung stecken: Der Teilnehmer hat einen Gesamtbedarf in dieser Stunde von 200 MWh und verfügt über eine Bezugsalternative in Höhe von 100 MWh zu einem Grenzkostensatz von 7,0 EUR, beispielsweise durch ein eigenes Kraftwerk. Steigt der Börsenpreis auf ein Niveau oberhalb von 7,0 EUR, ist es für den Teilnehmer wirtschaftlicher, zunächst sein eigenes Kraftwerk in dieser Stunde zur Lastabdeckung zu nutzen und lediglich die Restmenge über die Börse zu beziehen.¹²⁰ In der Stunde 4 bestimmt der Teilnehmer, dass er immer den Bedarf von 200 MWh über die Börse beziehen möchte, weil er über keine anderen Bezugsalternativen verfügt. Man erkennt bereits aus diesen Gebotsstypus, dass es sich hier nicht um Handel im klassischen Sinne, also um das Ausnutzen von Preisbewegung und Zeitverlauf handelt, sondern dass hier die Beschaffungsoptimierung im Vordergrund steht. Es werden lediglich die unterschiedlichen Beschaffungsalternativen in der Reihenfolge ihrer Bezugskosten genutzt, wobei die Börse eine Alternative darstellt.

Ab einem bestimmten Zeitpunkt nimmt die Börse keine neuen oder Änderungen bestehender Gebote mehr an. Derzeit ist dieser Zeitpunkt auf 12:00 Uhr festgelegt (Schweiz 11 Uhr).¹²¹ Nach Zugang der Gebote interpretiert die Börse diese Tabellen. Aus der diskreten Preis-Mengenkombination werden nun im Wege der linearen Interpolation stetige Kurven gebildet. Möchte der Teilnehmer bei einem Wert von null EUR und von 6,9 EUR 200 MW beziehen, so erkennt die Börse daraus, dass der Teilnehmer auch 200 MWh bei allen Preisen zwischen null und 6,9 EUR beziehen will. Als Ergebnis erhält man graphisch gesehen eine individuelle Nachfrage und eine individuelle Angebotskurve. Da die Börse von allen Teilnehmern unterschiedliche Gebote für eine Stunde erhält, summiert die Börse die einzelnen individuellen Gebotskurven je Stunde, um in einem nächsten Schritt zu einer **aggregierten Nachfrage** und **aggregierten Angebotskurve** zu gelangen. Diese aggregierte Nachfragekurve zeichnet sich dadurch aus, dass mit Zunahme des Preises die Nachfrage abnimmt (Abbildung 4).¹²² Die Angebotskurve verläuft umgekehrt. Der Schnittpunkt der aggregierten Nachfragekurve mit der aggregierten Angebotskurve bestimmt den markträumenden Gleichgewichtspreis, den so genannten **Market-Clearing-Price**.¹²³ Bei diesem Preis sind alle Anbieter bereit, die ermittelte Menge anzubieten und alle Nach-

120 Vgl. auch Kremp/Rosen, Nutzung der Spotbörse, Kommunalwirtschaft 01/2002, S. 21 [22].

121 Vgl. EPEX Spot SE, Trading Brochure, <https://www.epexspot.com/en/downloads#trading-products> (01.09. 2020).

122 Vgl. Stoll, Risiken in der deutschen Energiewirtschaft, 1. Aufl. Hamburg 2016, S. 14.

123 Vgl. EPEX Spot SE, EPEX Spot Indices, <https://www.epexspot.com/document/36857/EPEX%20SPOT%20Indices> (01.09. 2020).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

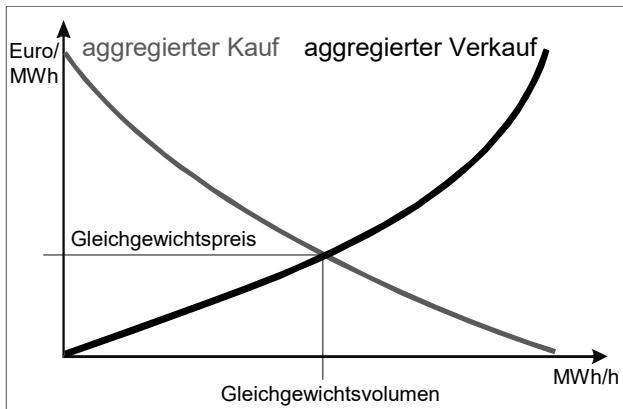


Abbildung 4: Preisermittlung im Auktionsmarkt

Quelle: Eigene Darstellung

frager sind bereit, diese Menge nachzufragen, d. h. der Börsenmarkt ist in dieser Stunde geräumt.¹²⁴

- 57 Das Ergebnis ist der Gleichgewichtspreis für diese Stunde. Dieser ermittelte Gleichgewichtspreis wird nun in die individuellen Gebote eingesetzt und es wird so ermittelt, welche Menge der Teilnehmer gehandelt hat. Dieses Prozedere findet für alle 24 Stunden des Folgetages einzeln statt. Da innerhalb der Auktion auch Blöcke, also die Zusammenfassung mehrerer Stunden, gehandelt wird, werden auch Blockpreise ermittelt, wobei der jeweilige Blockpreis das arithmetische Mittel der Einzelstundenpreise ist.

Nach Bekanntgabe der Preise tritt eine 30-minütige Einspruchsfrist in Kraft und nach Verstreichen dieser Frist kommt es zu den oben beschriebenen Verträgen zwischen dem Börsenteilnehmer bzw. ihrem Clearingmitglied und dem Träger der Börse bzw. dem Clearinghaus.

Die EPEX ermittelt aus den Einzelpreisen tägliche Indizes als Referenzwerte. Diese Indizes heißen **Physical Electricity Index**, kurz Phelix. Die EPEX berechnet den Phelix-Base und den Phelix-Peak. Der Phelix-Base bzw. der Index für die Grundlast ist das arithmetische Mittel aller 24 Preise und beschreibt damit den Tagesdurchschnittspreis. Der Phelix-Peak ist das arithmetische Mittel aller 12 Tagesstunden; der Stunden 9–20 und gibt damit einen Durchschnittspreis für den Tagesstrom wieder. Diese Indizes sind auch die Grundlage für den EEX-Terminmarkt.

d) Der Spotmarkt für EUA

- 58 Der Spotmarkt für CO₂-Zertifikate, genauer **EU-Allowances (EUA)**, erfolgt als fortlaufender Handel im Handelssystem T7. Danach beginnt der Handel mit

124 Vgl. Machate, Strompreisbildung, in: Bartsch/Röhling/Salje/Scholz [Hrsg.], Stromwirtschaft, 2. Aufl., Köln 2008, S. 447 [451].

einer Eröffnungsauktion, in der der Preis nach dem Meistausführungsprinzip ermittelt wird. Der Eröffnungspreis ist sodann der Preis, zu dem die meisten Aufträge mit dem geringsten Überhang ausgeführt werden können. Die so genannte Aufrufphase, in der Aufträge eingestellt werden können und ein indikativer Marktpreis (der Preis, der zustande käme, wenn zu dieser Marktlage die Auktionen durchgeführt würden) angezeigt wird, beträgt dabei nur wenige Minuten.

In der Anfangsphase war bereits nach dieser Eröffnungsauktion der Emissionshandel an der EEX beendet. Mit Einführung des fortlaufenden Handels schließt an diese Eröffnungsauktion der eigentliche fortlaufende Handel an. Das Orderbuch ist offen, d. h. die Teilnehmer sehen Preise und Mengen der eingestellten Aufträge (mit Ausnahme von Market Orders), jedoch nicht den Auftraggeber.

Es kommt regelmäßig zu einem Börsenpreis, wenn sich zwei Aufträge ausführungsfähig gegenüberstehen und zusammengeführt werden (**Matching**). Der fortlaufende Handel wird mit einer Schlussauktion beendet, die nach dem gleichen Verfahren abläuft wie die Eröffnungsauktion.

Bezüglich der Abwicklung der EUA hat die ECC ein cleveres Verfahren eingeführt. Zur Aufnahme des Handels müssen die Teilnehmer Zertifikate auf das Konto der ECC AG beim Europäischen Emissionshandelsregister transferieren, und zwar zum Ende der Geschäftszeiten des Unionsregisters am Tag des Geschäftabschlusses.¹²⁵ Zur Beschleunigung der Abwicklung ist das Konto der ECC als „trusted account“ zu spezifizieren.¹²⁶ Die ECC AG verwaltet diese Zertifikate treuhänderisch. Kauf- und Verkaufstransaktionen werden sodann ausschließlich auf ECC-internen Konten verbucht. Das Geschäft gilt als erfüllt, sobald die internen Buchungen abgeschlossen sind, unabhängig von der tatsächlichen Transaktion auf dem Konto des Emissionshandelsregisters. Nachteil dieses Verfahrens ist, dass vor jedem Geschäft die Zertifikate eingeliefert werden müssen und damit nicht für den Handel an anderen Marktplätzen zur Verfügung stehen.

59

e) Spotmarkt für Gas

Der Spotmarkt für Gas wurde bis zum 31.12.2019 unter der zwischen Power-
next und EEX gemeinsam betriebene Marke Pegas betrieben, seit Januar 2020
aber wieder unter EEX. Am Spotmarkt für Gas für das Marktgebiet Deutschland
werden Blockkontrakte für Tages-Grundlast und Wochenend-Grundlast in der
Gasqualität H-Gas gemäß DVWG Richtlinie 260 gehandelt.¹²⁷ Beide Kontrakte
können jeweils zwei Tage gehandelt werden, also day-ahead wie im Strom und

60

125 Vgl. European Commodity Clearing AG, Clearingbedingungen Ziffer 4.9.2. vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

126 Vgl. VERORDNUNG (EU) Nr. 389/2013 DER KOMMISSION vom 02.05.2013, Art. 26
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0389&from=SK> (01.09.2020).

127 Vgl. Baumhögger/Perret in Matzen/Tesch [Hrsg.], Industrielle Energiestrategie,
1. Aufl. Wiesbaden 2016, S. 93.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

ein Tag zuvor. Zusätzlich gibt es den **within-day-Handel**, der dem Intraday-Handel im Strom entspricht. Die physische Lieferung wird an den virtuellen Handelpunkten in folgenden Marktgebieten erfüllt:

- CEGH VTP – im österreichische Marktgebiet Ost, betrieben von Central European Gas Hub AG;
- CZ VTP – das von NET4GAS, FNB in der Tschechischen Republik, betrieben wird;
- ETF – das von Energinet.dk, FNB in Dänemark, betrieben wird;
- GPI* – das von GASPOOL Balancing Services, MGV in Deutschland, betrieben wird (Bilden voraussichtlich ab 1. Oktober 2021 oder zu einem späteren Zeitpunkt gemeinsam das neue Marktgebiet THE, das von Trading Hub Europe, MGV in Deutschland, betrieben werden wird.)
- NBP – das von National Grid, FNB im Großbritannien, betrieben wird;
- NCG* – das von NetConnect Germany GmbH & Co. KG, MGV in Deutschland, betrieben wird (Bilden voraussichtlich ab 1. Oktober 2021 oder zu einem späteren Zeitpunkt gemeinsam das neue Marktgebiet THE, das von Trading Hub Europe, MGV in Deutschland, betrieben werden wird.)
- PEG – das von GRTgaz und Teréga, FNBs in Frankreich betrieben wird;
- PVB – das von Enagas, FNB in Spanien, betrieben wird;
- PSV – das von Snam Rete Gas, FNB in Italien, betrieben wird;
- TTF – das von Gasunie Transport Services B.V., FNB in den Niederlanden, betrieben wird;
- ZEE – das von Fluxys, FNB in Belgien, betrieben wird;
- ZTP – das von Fluxys betrieben wird.

Der Handel findet auf dem T7-System statt und erfolgt im Wege des fortlaufenden Handels analog zum Handel mit EU-Allowances.¹²⁸

4. Der Terminmarkt an der EEX

- 61 Am Terminmarkt der EEX werden derzeit physische und finanzielle Produkte mit unterschiedlichen Underlyings gehandelt¹²⁹

- Finanzielle Terminprodukte auf Strom
- Belgien (EEX Belgian Power Base Futures),
- Bulgarien (EEX-PXE Bulgarian Power Base Futures),
- Deutschland (EEX German Power Base und Peak Futures),
- Deutschland/Österreich (EEX German/AustrianPower Base, Peak und Off-Peak Futures),
- Frankreich (EEX French Power Base und Peak Futures),

128 Vgl. European Energy Exchange AG Kontraktspezifikationen, Version 0074a. vgl. <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (28.01.2021).

129 Vgl. European Energy Exchange AG, Kontraktspezifikationen, Version 0074a, vgl. <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (28.01.2021).

- Griechenland (EEX Greek Power Base Futures),
- Großbritannien (EEX GB Power Base und Peak Futures),
- Italien (EEX Italian Power Base und Peak Futures),
- Niederlande (EEX Dutch Power Base und Peak Futures),
- Nordic (EEX Nordic Power Base Futures),
- Österreich (EEX Austrian Power Base und Peak Futures),
- Polen (EEX-PXE Polish Power Financial Power Base und Peak Futures),
- Rumänien (EEX-PXE Romanian Power Financial Power Base und Peak Futures),
- Serbien (EEX-PXE Serbian Power Base Futures),
- Slowakei (EEX-PXE Slovakian Power Base und Peak Futures),
- Slowenien (EEX-PXE Slovenian Power Base und Peak Futures),
- Spanien (EEX Spanish Power Base Futures),
- Schweiz (EEX Swiss Power Base Futures),
- Tschechien (EEX-PXE Czech Power Base und Peak Futures) und
- Ungarn (EEX-PXE Hungarian Power Base und Peak Futures).
- Physische Terminprodukte auf Strom nur auf dem OTF-Markt:¹³⁰
 - EEX Austrian Power Base
 - EEX Austrian Power Peak
 - EEX French Power Base
 - EEX French Power Peak
 - EEX German Power Base
 - EEX German Power Peak
- Terminprodukte auf Gas mit Physischer Erfüllung für Gaslieferungen:¹³¹
 - EEX CEGH VTP Natural Gas Month/Quarter/Season/Year Futures
 - EEX CZ VTP Natural Gas
 - EEX ETF Natural Gas
 - EEX GPL Natural Gas
 - EEX NCG Natural Gas
 - EEX NBP Natural Gas
 - EEX PEG Natural Gas
 - EEX PSV Natural Gas
 - EEX PVB Natural Gas
 - EEX TTF Natural Gas

130 Vgl. European Energy Exchange AG, EEX OTF Kontraktspezifikationen, Version 002a, https://www.eex.com/fileadmin/EEX/Downloads/Trading/OTF_Market/EEX_OTF_Contract_Specifications/DE/20200101-eex-otf-kontraktspezifikationen-v002a-final-data.pdf (28.01.2021).

131 Vgl. European Energy Exchange AG, Kontraktspezifikationen, Version 0074a, vgl. <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (28.01.2021).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

- EEX ZEE Natural Gas
 - EEX ZTP Natural Gas
 - Terminprodukte auf CO₂-Zertifikate
 - physische Futures auf EUA und CER
 - Terminprodukte auf Agrarprodukte (Kartoffeln, Milchprodukte) und Frachtraten
- angeboten.
- 62 Ein Terminmarktentagement kann aus unterschiedlichen Motiven heraus erfolgen, wobei die Motive in **Absicherung**, **Arbitrage** und **Spekulationen** unterteilt werden können.¹³² Unter Arbitrage versteht man das zeitgleiche Agieren an zwei Märkten in demselben Produkt zur Ausnutzung von Preisunterschieden. In Bezug auf Futureskontrakte mit dem Phelix als Underlying gibt es diese Arbitrageschäfte nicht, da der Phelix-Futures nur an einem Marktplatz gehandelt wird.¹³³ Häufig wird aber unter Arbitrage auch das gleichzeitige Kaufen und Verkaufen eines **Phelix-Futures** und eines Forwards verstanden, obgleich sich beide Produkte erheblich in ihrem spezifischen Risikoprofil und, vielleicht noch wichtiger, in dem mit den Produkten einhergehenden cash-flow unterscheiden.¹³⁴ Unter Spekulation wird das Eingehen einer Position verstanden, ohne über eine entsprechende Basisposition zu verfügen.

a) *Der Terminmarkt für Strom*

Der German Power-Futures

- 63 Der finanzielle Futures mit dem (Monats-)Phelix als Underlying stellt das volumenstärkste Produkt der EEX dar und daher beschränkt sich die nachfolgende Beschreibung auf dieses Produkt. German Power Futures, früher als Phelix-Futures bezeichnet, sind als Jahres-, Quartals-, Monats-, Wochen- und Tagesfutures handelbar.

Die Funktionsweise des EEX **German Power Futures** soll anhand eines Beispiels deutlich gemacht werden, wobei gleichzeitig gezeigt wird, wie der Futures als Preissicherungsinstrument genutzt werden kann.

Die Kontrakte umfassen ein fest definiertes Liefervolumen, das sich aus dem Produkt aus der Lieferrate (1 MW), dem Lasttypus und der Anzahl der jeweiligen Liefertage ergibt. So hat ein Monatskontrakt Baseload mit 30 Liefertagen ein Kontraktvolumen von 720 MWh und kann zur Preisabsicherung einer Stromlieferung von 1 MW konstanter Leistung im gesamten Monat genutzt werden.¹³⁵

¹³² Vgl. auch *Theobald/Theobald*, Grundzüge des Energiewirtschaftsrechts, 1. Aufl., München 2001, S. 99.

¹³³ Vgl. *Hilpold/Kaiser*, Innovative Investmentstrategien, 1 Aufl. Wiesbaden 2010, S. 156.

¹³⁴ Vgl. *Bohne/Frenzel*, Formale und informale Ordnung des Zugangs zum Strommarkt, FÖV Discussion Papers 2, 1. Aufl., Münster 2004, S. 27.

¹³⁵ Vgl. *European Energy Exchange AG*, Kontraktspezifikationen, Version 0074a vgl. <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/verordnungen-und-regelwerke> (28.01.2021).

	Future-Preis	31 €	33 €	31 €	30 €	32 €	31 €	34 €		36 €	37 €	38 €
Future	Veränderung (€)	1	2	-2	-1	2	-1	3	2	1	1
	Volumen in MWh	720	720	720	720	720	720	720	720	720	720
	Kontraktanzahl	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Auszahlung in €	720	1.440	-1.440	-720	1.440	-720	2.160	1.440	720	720

Abbildung 5: Zahlungsmittelfluss des Futures

Quelle: Eigene Darstellung

An nachfolgendem Beispiel eines Getränkedosenherstellers (Abbildung 5) soll die Funktionsweise der Futures erläutert werden. Der Getränkedosenhersteller hat im Sommer 2021 einen Auftrag über die Herstellung einer Sondercharge von Getränkedosen erhalten. Der Auftragskalkulation liegt ein fest kalkulierter Strompreis zugrunde, denn dem Getränkedosenhersteller ist bekannt, dass er für diese Sondercharge einen zusätzlichen Strombedarf von 1 MW in jeder Stunde im Produktionszeitraum, beispielsweise im November 2021, hat. Dem Getränkedosenproduzent droht jetzt das Risiko, dass die Strompreise im November so weit steigen, dass die Produktion der Getränkedosen mit den dann erhöhten Strompreisen nicht mehr kostendeckend erfolgen kann. Der Getränkedosenhersteller muss also bereits im Sommer 2021 den Strompreis für November 2021 absichern.¹³⁶ Hierzu bedient er sich des EEX-Terminmarktes. Zur Absicherung gegen steigende Preise kauft er einen Monats-Phelix-Futures Base-load November 2021, um damit den zusätzlichen Strombedarf von 720 MWh preislich abzusichern. Den Futureskontrakt erwirbt er zum aktuellen und dem Angebot zugrunde liegenden Preis von 30 Euro/MWh. Am nächsten Tag steigt der Preis des Futures von 30 EUR auf 31 EUR auf der Grundlage der durch andere Börsenteilnehmer getätigten Geschäfte in diesem Kontrakt. Diese Wertdifferenz wird in bar ausgeschüttet, denn Futureskontrakte zeichnen sich dadurch aus, dass beim Kauf eines Futures nicht sofort der gesamte Kontraktwert fällig ist, sondern Gewinne und Verluste tagtäglich im Rahmen der Variation Margin realisiert werden. Hierzu vergleicht die Börse am Ende eines jeden Handelstages den von ihr ermittelten Tagesabrechnungspreis (**Settlementpreis**) des Futures (hier im Beispiel 31 Euro) mit dem Abrechnungspreis des Vortages bzw. am ersten Handelstag mit dem Kaufpreis des Futures (hier im Beispiel 30 Euro). Die so ermittelte Wertdifferenz wird mit dem Kontraktvolumen und der Anzahl der offenen Kontrakte multipliziert. Dieser Betrag wird dem Börsenteilnehmer auf einem Konto seiner Clearingbank gutgeschrieben. Der Teilnehmer, hier im Beispiel der Getränkedosenproduzent, erhält eine Auszahlung in Höhe von 720 EUR. Damit hat der Getränkedosenproduzent den

¹³⁶ Vgl. hierzu auch *Tooman, The power of risk management, Commodities now Vol. 5, 2001, S. 73 [74]*.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Gewinn des Futures von einem EUR in bar realisiert. Am nächsten Tag steigt der Abrechnungspreis des Futures von 31 EUR auf 33 EUR und analog zum Vortag vergleicht die Börse den aktuellen Abrechnungspreis mit dem Abrechnungspreis des Vortages. Die Wertdifferenz von plus zwei EUR multipliziert mit dem Kontraktvolumen und der Kontraktanzahl bekommt der Getränkedosenproduzent wieder ausgeschüttet. Dieser Prozess findet über die gesamte Zeit, also vom Zeitpunkt des Futureskaufes bis zum Ende des Futureskontraktes, also bis zum Ende November, statt.

Da der Getränkedosenproduzent aber einen physischen Bedarf hat, d.h. er benötigt für seine Produktion im November den Strom, wird er am 31.10.2021 (letzter Börsenhandelstag vor dem 01.11.2021) am Auktionsmarkt der EPEX Spot SE aktiv und platziert dort preisunabhängige Gebote für alle Stunden des 1. Novembers. Die EPEX kalkuliert die Preise am Spotmarkt nach dem oben beschriebenen Verfahren und der Teilnehmer bezahlt die Einzelpreise für alle 24 Stunden. Somit hat der Teilnehmer seinen Strom erhalten und zahlt im Durchschnitt den einfachen Tagesdurchschnittspreis, im Beispiel 35 EUR. Dieser Wert entspricht dem Phelix-Base. Dieses Prozedere am Auktionsmarkt findet nun täglich statt, d.h. der Getränkedosenproduzent wird täglich am Auktionsmarkt der EPEX Spot SE aktiv und kauft seinen Strom dort ein. Das nachfolgende Bild (Abbildung 6) zeigt deutlich, dass alle Preise im November deutlich über seinen ursprünglich geplanten Einkaufspreis von 30 EUR liegen.

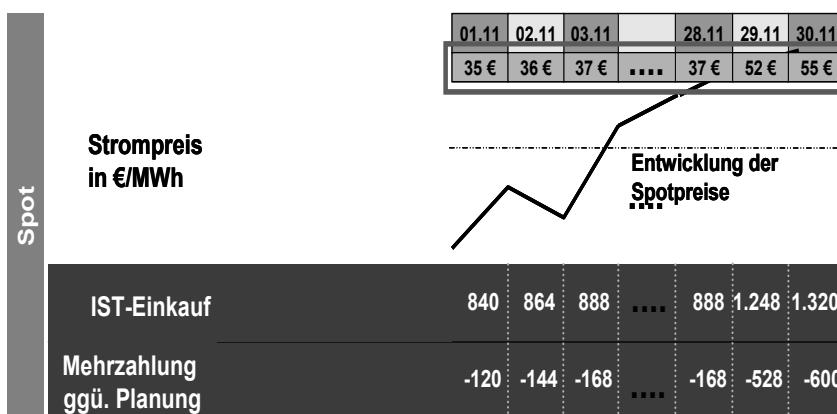


Abbildung 6: Zahlungsmittelfluss am Auktionsmarkt

Quelle: Eigene Darstellung

- 64 Am letzten Handelstag im November (im Beispiel am 30.11.2021) wird nun das Prozedere verändert. Die Börse kalkuliert den Monatsdurchschnittspreis des Spotmarktes als arithmetisches Mittel aller Tagesdurchschnitswerte (MonatsPhelix als Durchschnitt aller Tages Phelix). Dieser Wert wird als Schlussabrech-

A. Formen des Handels an der EEX

nungspreis beim Futures verwendet und die Preisdifferenz zum Vortag wird wieder ausgeglichen (Abbildung 7).

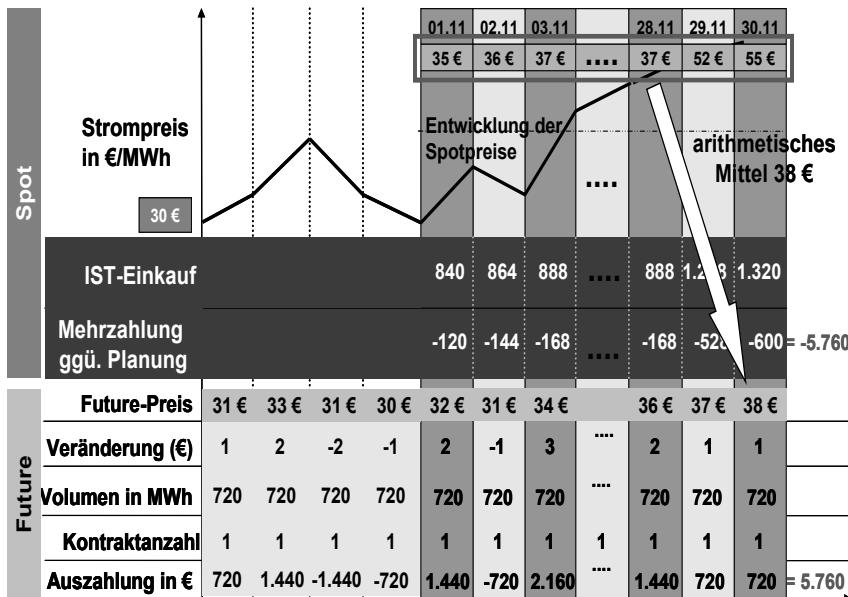


Abbildung 7: Zusammenspiel von Spot- und Termingeschäft

Quelle: Eigene Darstellung

Man erkennt, dass der Teilnehmer insgesamt den gegenüber seiner Planung höheren Monatsdurchschnittspreis am Spotmarkt für den Strom bezahlt hat. Am Terminmarkt hat er im Saldo die Differenz zwischen dem Monatsdurchschnittspreis (38 EUR) und dem Kaufpreis des Futures (30 EUR) als Kompensationszahlung erhalten. Damit hat er im Ergebnis einen Strompreis im November von 30 EUR realisiert.

(nicht belegt)

65

b) Optionen

Im November 2004 hat die EEX **Optionen** auf den Phelix Futures eingeführt. Dabei handelt es sich um europäische Optionen mit einem festen Ausübungszeitpunkt. Die Option gibt es derzeit nur mit dem Underlying Phelix Baseload Jahresfutures. Die Ausübung erfolgt den OTC-Gepflogenheiten folgend am 2. Donnerstag im Dezember.

Optionen sind Handelsinstrumente, bei denen der Käufer einer Option ein Recht zugestanden bekommt, wohingegen der Verkäufer von dem Wahlrecht des Käufers abhängig ist und deshalb auch als Stillhalter bezeichnet wird. Für

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

die Überlassung des Ausübungsrechts bezahlt der Käufer den Preis der Option, die so genannte Optionsprämie.

Hinsichtlich der **Ausübung** unterscheidet man europäische und amerikanische Optionen. Amerikanische Optionen kann der Käufer zu jedem Zeitpunkt bis zum letzten Handelstag ausüben, bei europäischen Optionen ist das Ausübungsrecht auf einen bestimmten Zeitraum bzw. Zeitpunkt festgelegt. Hinsichtlich des Basiswertes sind ebenfalls unterschiedliche Ausprägungen üblich, wobei sich die EEX auf finanzielle Optionen mit dem German Power Futures als Underlying des europäischen Typus entschieden hat.¹³⁷

Die Ausübung bei Optionen auf Jahresfutures ist auf den zweiten Donnerstag im Dezember festgelegt worden. Damit erwirbt der Optionskäufer das Recht, am Ausübungstag die Zuteilung des Underlyings zum festgelegten Ausübungspreis, dem Strike-price, verlangen zu können. Der Stillhalter ist vom Wahlrecht des Käufers abhängig und erhält hierfür die Optionsprämie.

Die EEX bietet Kaufoptionen (**Calls**) und Verkaufsoptionen (**Puts**) an. Der Käufer eines Calls erwirbt das Recht, am Ausübungstag das Underlying zum vorher festgelegten Ausübungspreis zu erwerben. Der Käufer eines Puts hat das Recht erworben, am Ausübungstag das Underlying zum vorher festgelegten Preis zu verkaufen. Analog hierzu hat der Verkäufer eines Calls seinem Vertragspartner das Recht eingeräumt, das Underlying zum vorher festgelegten Preis zu beziehen. Dem Optionskäufer steht somit regelmäßig ein Wahlrecht zu, dass er in Abhängigkeit des am Ausübungstag herrschenden Marktpreises ausübt.

Liegt bei einem Call der Marktpreis des Underlyings über dem Ausübungspreis, ist es für den Käufer ungeachtet seiner physischen Positionen wirtschaftlich sinnvoll, die Option auszuüben. Ihm wird dann das Underlying zum Ausübungspreis zugewiesen und er kann es sofort zum höheren Marktpreis veräußern und erzielt die Differenz zwischen Strike-Preis und Marktpreis des Underlyings als Erlös. Dabei erzielt der Teilnehmer erst einen Gewinn, wenn der Marktpreis des Underlyings so weit über dem Ausübungspreis liegt, dass auch die bezahlte Optionsprämie abgedeckt ist und das Geschäft einen Totalgewinn erwirtschaftet.

Unabhängig von der Ausübung der Option ist die Optionsprämie fällig, sie wird zwei Tage nach Abschluss des Geschäfts bzw. Einstellung des Geschäfts in das Clearingsystem dem Konto des Optionskäufers bei dessen General-Clearing-Member belastet.

Aufgrund des einseitigen Risikoprofils der Option wird diese auch als asymmetrisches Sicherungsinstrument bezeichnet. Der Käufer im oben genannten Beispiel ist nur einseitig dem Preisrisiko ausgesetzt. Bei steigenden Preisen kommt seine Option „in-the-money“ und wird wirtschaftlich werthaltig bei Preisen des Underlying oberhalb des Ausübungspreises. Fallen hingegen die Preise unter den Ausübungspreis, ist es für den Teilnehmer wirtschaftlich sinnvoll, die Op-

137 Vgl. Pschick, Hedgingstrategien im Stromgroßhandel, 1. Aufl. Hamburg 2014, S. 169.

tion nicht auszuüben und, wenn benötigt, das Underlying direkt zu erwerben. Sind die Gewinne dieser Option bei steigenden Preisen unbegrenzt, ist das Verlustpotential auf die Optionsprämie beschränkt. Diametral entgegengesetzt verhält es sich sodann für den Optionsverkäufer. Seine Verlustposition ist bei steigenden Preisen unbegrenzt und sein Gewinn auf die Prämie beschränkt. Absichern kann der Verkäufer dieses Risiko durch zeitgleiche Eindeckung mit dem Basiswert zum aktuellen Marktpreis, so dass die Optionsprämie gesichert ist. Steigen die Preise dann, erhält der Optionskäufer und Futureskäufer Variation Margin, die einen positiven Zins erwirtschaftet, so dass der Zins bei der Ermittlung der Optionsprämie Eingang findet (Abbildung 8).

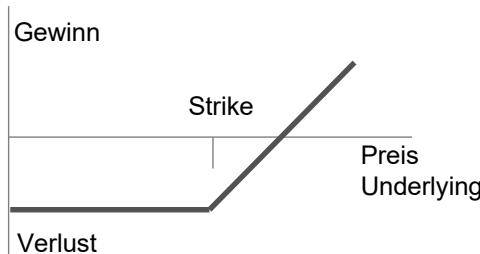


Abbildung 8: Vorteilhaftigkeit beim Kauf eines Calls

Quelle: Eigene Darstellung

Maßgebliches Bewertungsinstrument ist jedoch die Volatilität des Underlyings. Je stärker der Basiswert schwankt, desto wahrscheinlicher ist es, dass der Ausübungspreis erreicht wird. Auf der anderen Seite muss die Option am Ausübungstag „at-the-money“ oder „in-the-money“ sein, damit die Ausübung wirtschaftlich sinnvoll ist, so dass auch Trendbewegungen von preisbestimmender Bedeutung sind. Es würde den Rahmen dieses Beitrags sprengen, wenn ausführlich auf die Bedeutung von Stromoptionen eingegangen werden sollte.

Es zeigt sich jedoch gerade in Zeiten mit starker Preisbewegung, dass der Handel bzw. das Clearing an Optionen besonders gering ist. Die Zurückhaltung findet auch ihren Niederschlag in den sehr hohen Optionsprämien. Eine Optionsprämie von 5 EUR pro MWh zeigt z.B. deutlich, dass der Optionsverkäufer einer Calloption einen Preisanstieg bis zum Fälligkeitstag für sehr wahrscheinlich hält. Erst für Preise oberhalb eines Preisanstieges von 5 EUR pro MWh ist für den Optionskäufer die Option wirtschaftlich sinnvoll. Insbesondere industrielle und gewerbliche Endverbraucher sind an flexiblen Preisinstrumenten interessiert. Optionen dienen dabei in der Beschaffungsstrategie als Preisbegrenzung und insofern besteht für diese Klientel ein größeres Interesse an Optionen „out-of-the-money“, oberhalb der aktuellen Marktsituation. Zur Sicherung des Einkaufsbudgets wird die Option gewählt, womit die Chancen auf sinkende Marktpreise offen gehalten werden. Ebenso erleichtern Optionen das Schließen von Positionen in Marktsituationen, bei denen ein Preisrückgang erwartet wird. Zur

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Absicherung dieser Erwartungshaltung wird beim Schließen der Position gleichzeitig ein Call gekauft, um das Risiko einer Fehleinschätzung und weiter steigender Preisen zu begrenzen. Geringe Liquidität und überhöht bewertete Optionsprämien lassen jedoch auch hier die Nachfrage erlahmen. Mit der Kombination von Calls und Puts können unterschiedliche Optionsstrategien gefahren werden. So sind **Straddle**, **Strangles**, **Butterfly** etc. nichts anderes als die Kombination von verschiedenen Calls und Puts und bewirken grundsätzlich eine Begrenzung der Chancen-Risiko-Verteilung.

EEX-Optionen zeichnen sich durch die Besonderheit aus, dass die Stillhalter am Ausübungstag ausgelost werden. Dies ist der Tatsache geschuldet, dass durch die Einschaltung des zentralen Kontrahenten die unmittelbare Zuordnung von Käufer und Verkäufer aufgehoben wird und jede Position einzeln handelbar ist. Damit nimmt die Unsicherheit auf Seiten des Stillhalters weiter zu, da er nicht nur mit der Preisunsicherheit und damit der Ausübungunsicherheit konfrontiert ist, sondern überdies auch noch mit der Unsicherheit der Losentscheidung. Dieses für Börsen typische Vorgehen ist aber bei näherer Betrachtung unkritisch, da sich diese Risikokomponente auf Optionen in-the-money beschränkt. Optionen im Geld werden sehr wahrscheinlich ausgeübt, so dass auch hier alle Stillhalter verpflichtet werden.

c) Der Terminhandel für EUA

- 68 Mit Einführung des EU-Emissionshandels hat auch die EEX die Produktpalette um den Handel mit **EU-Allowances** (EUA) erweitert.

Zunächst wurde der Spotmarkt mit einmaliger Auktion eingeführt, der nach kurzer Zeit durch einen fortlaufenden Handel ergänzt wurde. Am 04.10.2005 startete sodann die EEX auch den Terminhandel auf CO₂-Berechtigungen.

Am Terminmarkt werden Futures auf EUA mit physischer Erfüllung gehandelt, wobei das Kontraktvolumen 1.000 EUA beträgt. Die Erfüllung der Kontrakte erfolgt zwei Tage nach dem Handelsschluss des jeweiligen Terminkontraktes. Handelbare Fälligkeiten sind Monat, Quartal und Dezember (bis Dezember 2020). Bei dem Terminkontrakt handelt es sich jedoch wiederum um einen Futureskontrakt mit einer täglichen Variation-Margin. Seit Ende 2008 sind auch Futures-Kontrakte auf CER und EUAA handelbar. Sie unterscheiden sich von den Futures auf EUA hinsichtlich des Underlyings, in der Handhabung und im Ablauf sind sie jedoch identisch.

Letztendlich wird damit das Preisänderungsrisiko, ähnlich wie bei Stromfutures, in ein Liquiditätsrisiko umgewandelt. Vor dem Hintergrund der insgesamt noch geringen Liquidität des Emissionshandels sind die Preisbewegungen am CO₂-Markt sehr erheblich, mit der Folge, dass über tägliche Variation-Margin ein erheblicher Cashflow beim Positionsnehmer generiert wird.

Mit der Einführung des Terminmarktes für EUA gehört die EEX zu den wenigen Plattformbetreibern, die sowohl einen Spot- und einen Terminmarkt für EUA betreiben. Auch Nasdaq OMX hat mittlerweile einen Spotmarkt eingeführt, war

aber zunächst nur mit dem Terminmarkt gestartet. Damit hat die EEX dem Umstand Rechnung getragen, dass der Spotmarkt für EUA an der EEX eine wesentlich geringere Liquidität im Vergleich zu anderen Plattformen aufweist. Positiv ist an der Aufnahme des Terminmarktes, dass damit zugleich auch das OTC-Clearing für EUA angeboten wird und es kann davon ausgegangen werden, dass dem OTC-Clearing zugeführten Volumina eine größere Bedeutung zukommen wird als den börslich gehandelten.¹³⁸

d) *Der Terminhandel für Gas*

EEX bietet physische Futures-Kontrakte für den Gashandel an.

69

Physische Futures bedeutet, dass die Erfüllung der Geschäfte mittels physischer Gaslieferung im jeweiligen Marktgebiet erfolgt. Während der Handelsperiode, also dem Zeitraum vor Eintritt in die Lieferperiode, unterscheiden sich physische und finanzielle Futures nicht. Bei beiden Produkten erfolgt ein tägliches mark-to-market zur täglichen Realisierung von Gewinnen und Verlusten. Zwei Tage vor Eintritt in die Lieferperiode wird bei physischen Futures der Schlussabrechnungspreis ermittelt.

Der Verkäufer ist verpflichtet, das Gas im jeweiligen Marktgebiet zur Verfügung zu stellen, der Käufer ist zur Abnahme verpflichtet. Der Abrechnungspreis stellt die Grundlage für die Zahlung dar. Wie bei vielen Termingeschäften können somit nochmals Differenzen zwischen dem Abrechnungspreis und dem täglichen Spotpreis auftreten.

e) *Der Terminhandel für sonstige Produkte*

Futures auf **Schiffsdiesel, Holzpellets, Fracht, Eisenerz und Agrarprodukte** wie Milch oder Kartoffeln runden das Produktpektrum der EEX ab. Gemeinsames Merkmal dieser Produkte ist die Abwicklung über das Clearinghaus European Commodity Clearing AG und die finanzielle Erfüllung auf der Grundlage unterschiedlicher Indizes.

70

IV. Das Clearing von Börsengeschäften

1. Darstellung des Clearings an der European Commodity Clearing AG

Unter Clearing wird allgemein die finanzielle Abwicklung von Börsengeschäften sowie deren Besicherung verstanden. Zentrale Aufgabe des Clearings ist die Berechnung von Ausgleichszahlungen sowie die Übernahme des so genannten Kontrahentenrisikos. Börsen verfügen traditionell über eine Clearingfunktion.¹³⁹

71

138 Vgl. Teis/Wragge, Handel mit EU-Emissionsberechtigungen an der European Energy Exchange, in Zenke/Fuhr/Bornkamm [Hrsg.], CO₂-Handel Aktuell, S. 136 [142].

139 Vgl. Bergschneider/Karasz, Risikomanagement im Energiehandel, Stuttgart, 1. Aufl. 1999, S. 87.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Der Übernahme des Kontrahentenrisikos kommt dabei im Terminmarkt eine höhere Bedeutung zu als es bei Spotgeschäften der Fall ist. Hintergrund ist die Tatsache, dass der Träger der Börse über einen längeren Zeitraum an den Börsenteilnehmer bzw. an das Clearingmitglied gebunden ist. Je nach abzuwickelndem Kontrakt kann die Bindungsdauer bis zu sechs Jahren betragen.

Der Börsenträger stellt nicht nur die Börse, mithin die Handelsplattform, zur Verfügung, sondern er ist zudem häufig zentraler Vertragspartner und steht bei den Geschäften immer zwischen dem Käufer und dem Verkäufer und übernimmt damit das Clearing.¹⁴⁰ Hierdurch wird einerseits die Anonymität garantiert, d. h. der Käufer hat keine Kenntnis über den eigentlichen Verkäufer, denn der Börsenträger ist sein Vertragspartner. Als notwendiges Korrektiv für diese Anonymität übernimmt der Börsenträger die Rolle des zentralen Vertragspartners. Durch diesen Prozess wird die normale Kauf- und Verkaufstransaktion in zwei separate Verträge mit der Folge aufgespalten, dass die wirtschaftliche Entwicklung des einen Vertrags von der wirtschaftlichen Entwicklung des anderen Vertrages unabhängig ist.¹⁴¹ Marktteilnehmer sehen überdies im börslichen Tool auch eine Effizienzsteigerung im Handel, um letztendlich den Aufwand einer laufenden Bonitätsprüfung der Handelspartner im OTC-Geschäft in nicht unerheblichem Maße zu reduzieren.¹⁴² Die EEX AG hat die Clearingaktivitäten 2006 auf die European Commodity Clearing AG ausgegründet. Zielsetzung der Ausgründung der ECC ist es, Clearingdienstleistungen auch für andere Marktplätze und Brokerplattformen zur Verfügung zu stellen. ECC cleart nunmehr auch Produkte der Hungarian Power Exchange, Serbian Power Exchange SEEPEX, Power Exchange Central Europe PXE, Norexco, EEX Asia, EPEX Spot SE und SEMO, dem Single Electricity Market Operator für Nordirland und die Republik Irland.

2. Die Clearingstruktur

- 72 Die Zusammenführung von zwei ausführungsfähigen Aufträgen am Terminmarkt der Börse oder im Wege des sog. OTC-Clearings bedeutet, dass jeweils ein Geschäft zwischen dem Clearinghaus und dem Clearing-Mitglied des Börsenhändlers bzw. des OTC-Clearing-Mitgliedes auf der Kaufseite als auch ein Geschäft zwischen dem Clearinghaus und dem Clearing-Mitglied auf der Verkaufsseite zustande kommt.¹⁴³ Hat ein Börsenteilnehmer keine Clearing-Lizenz, muss er seine Geschäfte über einen Handelsteilnehmer mit Clearing-Lizenz abwickeln. Vertragspartner des Börsenteilnehmers ohne Clearing-Lizenz wird dann

140 Vgl. Pilgram, in: Zenke/Ellwanger [Hrsg.], Handel mit Energiederivaten, München, 1. Aufl. 2003, S. 350.

141 Vgl. Barth, Grundzüge des Stromhandels, RdE 2000, S. 3.

142 Vgl. Soennecken/Nießen/Pilgram/Croonen/Rütze, Energie und Management 19/2002, S. 7.

143 Vgl. Vgl. European Energy Exchange Bedingungen für den Handel; Release 56a, § 6, vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

nicht die ECC, sondern das Clearing-Mitglied, das seinerseits Vertragspartner der ECC wird. Die Börse selbst ist kein Vertragspartner in diesem Geschäft.

Das Clearingsystem der ECC kennt zwei Arten von Clearing-Mitgliedern: Sog. General Clearing Member (GCM) sind berechtigt, das Clearing für ihre eigenen Geschäfte, die ihrer Kunden und diejenigen von Non Clearing Member (NCM) zu übernehmen.¹⁴⁴ Direct Clearing Member (DCM) dürfen hingegen eigene Geschäfte, Geschäfte ihrer Kunden und Geschäfte konzernverbundener Handelsteilnehmer ohne Clearing-Lizenz abwickeln.¹⁴⁵

Die sogenannte „DCP-Lizenz“ berechtigt den Teilnehmer zum Clearing von eigenen Spotmarktgeschäften. Diese Teilnehmer müssen ein haftendes Eigenkapital von 50.000 EUR aufweisen.¹⁴⁶ Die ECC durchbricht die Clearingstruktur und trägt das Risiko des Handelsteilnehmers nunmehr direkt, was aber angesichts der Begrenzung auf Spotgeschäfte mit kurzer Laufzeit vertretbar erscheint. Es ist aber vielmehr ein Anzeichen dafür, dass es offensichtlich einen Bedarf für diese Funktion gibt, mit anderen Worten: Es ist für einige Handelsteilnehmer schwer, eine Clearingbank für die Abwicklung ihrer Geschäfte zu finden.

Die ECC trägt in dieser Konstruktion das Risiko der Clearing-Mitglieder. Diese tragen wiederum das Risiko ihrer Kunden, der Handelsteilnehmer. Die GCM nehmen im Terminmarkt die finanzielle Abwicklung und Besicherung für die Kunden wahr. Die ECC ist in dieser Konstruktion der zentrale Vertragspartner, reduziert aber ihr spezielles Risiko auf den Ausfall der Clearing-Mitglieder, also der Banken. Mit Einführung der Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister hat auch das Clearing an der ECC umfangreiche Veränderungen erfahren.¹⁴⁷ So sind beispielsweise „Bekannte Teilnehmer“ eingeführt worden, auf deren Sicherheiten das Clearinghaus zusätzlich zugreifen kann, um die Haftmasse im Falle eines Ausfalls weiter zu erhöhen.¹⁴⁸ Die Clearing-Mitglieder wiederum tragen das Risiko ihrer NCM, also das Risiko, dass einer ihrer Kunden, für den sie das Clearing durchführen, seinen finanziell-

144 Vgl. *European Commodity Clearing AG*, Clearing-Bedingungen der European Commodity Clearing, Release 0050a, 2.1. vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

145 Vgl. *European Commodity Clearing AG*, Clearing-Bedingungen der European Commodity Clearing, Release 0050a, 2.1., vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

146 Vgl. *European Commodity Clearing AG*, Clearing-Bedingungen der European Commodity Clearing, Release 0050a, 2.1.3., vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

147 Vgl. Verordnung Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (ABl. L 201 vom 27.7.2012, S. 1) (European Market Infrastructure Regulation, EMIR).

148 Vgl. *European Commodity Clearing AG*, Clearing-Bedingungen der European Commodity Clearing, Release 0050a, 3.4.1., vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021); vgl. auch „Bekannte Teilnehmer“ i. S. v. Artikel 48 Abs. 7 Verordnung Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (ABl. L 201 vom 27.7.2012, S. 1) (European Market Infrastructure Regulation, EMIR).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

len Verpflichtungen nicht nachkommt. Damit tragen die Clearing-Mitglieder das eigentliche Risiko bei den Termingeschäften.¹⁴⁹

3. Besicherung

- 73 Jedes Clearing-Mitglied und das Clearinghaus haben einen Beitrag zum Clearingfonds bzw. Ausfallfonds zu leisten.¹⁵⁰ Der Beitrag kann in Geld oder Wertpapieren erfolgen. Bankgarantien werden nur für die Anrechnung auf die Sicherheiten-Anforderungen gegenüber dem Clearing-Mitglied in Bezug auf Initial Margin Spot Market anerkannt.¹⁵¹ Jedes Clearing-Mitglied leistet im Verhältnis zu seinen Margin-Anforderungen einen Beitrag zum Clearingfonds. Gegenüber dem früher festen Beitrag zum Clearingfonds wird hierdurch der unterschiedlichen Verteilung des Clearinggeschäfts, namentlich der Konzentration auf wenige General-Clearing-Teilnehmer, Rechnung getragen.

Der Clearingfonds wird zur Behebung der finanziellen Folgen eines in Verzug befindlichen Clearing-Mitgliedes oder eines anderen Clearing-Mitgliedes herangezogen. Dabei sind zunächst andere Sicherheiten des in Verzug befindlichen Mitgliedes, dann der Beitrag zum Clearingfonds des in Verzug befindlichen Clearing-Mitgliedes, dann die Rücklagen der ECC zum Clearingfonds und dann die Beiträge der anderen Clearing-Mitglieder heranzuziehen.¹⁵²

Gemäß Artikel 43 Abs. 2 EMIR muss der Clearingfond so bemessen sein, dass das Clearinghaus den Ausfall der zwei größten Clearingmitglieder unter extremen, aber plausiblen Marktbedingungen auffangen kann.¹⁵³ Dies wird in regelmäßigen Abständen durch ESMA überprüft und zuletzt ist hierüber am 13.07.2020 berichtet worden.¹⁵⁴ Unbekannt ist aber, welche Clearingmitglieder die hier in Rede stehenden zwei größten Clearingmitglieder sind. Galt mit der Übernahme des Clearing-Geschäfts der BHF-Bank durch die Deutsche Bank die Deutsche Bank als das mit Abstand größte Clearingmitglied bei ECC, so ist dies mit dem Ausscheiden der Deutsche Bank als General-Clearing-Mitglied heute wohl ABN Amro Clearing Bank N.V. Gleichwohl entspräche es dem Transparenzgedanken, diese Informationen zu veröffentlichen. So kann heute nur gemutmaßt werden, wer die größte Clearingbank ist.

149 Vgl. Pilgram, in: Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa, 1. Aufl., S. 317.

150 Vgl. Härle, in: Schwintowski [Hrsg.], Handbuch Energiehandel, 1. Aufl., S. 390.

151 Vgl. European Commodity Clearing AG, Clearing-Bedingungen der European Commodity Clearing, Release 0050a, 3.4.12. vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

152 Vgl. European Commodity Clearing AG, Clearing-Bedingungen der European Commodity Clearing, Release 0050a, 3.10.2. vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

153 Vgl. Verordnung Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (ABL L 201 vom 27. 7.2012, S. 1) (European Market Infrastructure Regulation, EMIR), Art 46, Abs. 2.

154 Vgl. European Securities and Markets Authority, 3rd EU-wide CCP stress test, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-151-3186_3rd_eu-wide_ccp_stress_test_report.pdf (17.12.2020).

4. Margining-System vor Einführung von SPAN

Bis zur Einführung des **Standard Portfolio Analysis of Risk** (SPAN) arbeitete ECC mit einem System aus Additional Margin und Premium Margin, das um weitere Aspekte zur Reduktion der Margin-Anforderungen wie beispielsweise dem Spreading und der Nutzung von Margin-Klassen ergänzt war. Dieses System versuchte, über die eingesetzten Instrumente das Risiko-Profil eines Portfolios eines Clearing-Mitgliedes abzubilden. Es hatte den Vorteil, dass man relativ einfach die Margin-Anforderungen berechnen konnte, führte bei großen und heterogenen Portfolien aber zu einer höheren Sicherheitenanforderung. 74

Beim Öffnen einer Futures- oder Options-Position war eine Sicherheit durch das jeweilige Clearing-Mitglied zu hinterlegen, die sog. Additional-Margin. Beim Kauf oder Verkauf eines Futures-Kontraktes, und in diesem Punkt unterscheidet sich der Futures-Kontrakt von den außerbörslichen Forwards nicht, ist man durch den hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt bzw. -zeitraum über eine längere Frist an den Vertragspartner gebunden und ist von der wirtschaftlichen Entwicklung des Vertragspartners, in erster Linie vom Insolvenzrisiko, betroffen.

Das Clearinghaus als zentraler Vertragspartner ist daher an das Clearing-Mitglied über die Gesamlaufzeit des Futures-Kontraktes gebunden. Im Falle des Ausfalls des Clearing-Mitgliedes muss das Clearinghaus alle mit diesem Vertragspartner abgeschlossenen Geschäfte wieder glattstellen. Da sich zwischen der letzten Bewertung mit anschließend durchgeführter Ausgleichszahlung und dem aktuellen Zeitpunkt der Wert der Futures-Positionen verändert haben kann, trägt das Clearinghaus dieses kurzfristige Preisänderungsrisiko. Dabei ist das Glattstellungsrisiko von der Volatilität der abgeschlossenen Kontrakte, also von der Preisveränderung der Kontrakte im kurzfristigen Zeitverlauf, abhängig. Je höher die Volatilität der Kontrakte ist, desto höher ist die Additional-Margin.

Die ECC hatte für jedes Produkt (Futures-Jahr-Base, Futures-Jahr-Peak, Monats-Base, Monats-Peak etc.) feste Margin-Parameter definiert. Dieser Wert ist unabhängig von der Bonität des Clearing-Mitgliedes und diese Gleichberechtigung ist möglich, weil überwiegend Banken bester Bonität Clearing-Mitglieder sind bzw. die Clearingbedingungen Mindestanforderungen an das haftende Eigenkapital definieren. Die Veränderung der Volatilität führt zu gelegentlichen Anpassungen. Die Höhe der Parameter ergab sich aus einem Value-at-Risk-Ansatz (VaR) historischer Preisentwicklungen. Rechnet man einen VaR (Konfidenzintervall 99 %, ein Tag Handelsdauer), so erkennt man, dass die Parameter ungefähr diesem Wert entsprachen.

Die Additional-Margin konnte mittels Bargeld oder im Wege der Verpfändung von Wertpapieren erfolgen; Bankbürgschaften wurden jedoch nicht akzeptiert. Die Additional-Margin wurde am Ende des jeweiligen Futures-Kontraktes oder beim Schließen der entsprechenden Position wieder freigegeben. Gleches gilt für die nunmehr als Initial-SPAN-Margin bezeichnete Grundsicherheit. Die ECC erlaubt, die von den Clearingmitgliedern gehaltene EUA als Sicherheit zu ver-

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

wenden, um die Margin-Anforderung für Spot-Geschäfte zu erfüllen, jedoch wird der aktuelle Marktwert um derzeit 30 % gemindert (Haircut).¹⁵⁵

5. SPAN-Modell

- 75 Mit dem 4. Quartal 2011 hat die ECC das SPAN-Modell zur Berechnung der Margins eingeführt.¹⁵⁶ Das Standard Portfolio Analysis of Risk (**SPAN**) System ist eine anspruchsvolle Methode zur Berechnung des maximalen Verlustes von allen gehaltenen Positionen in einem „What-if-Szenario“. 1988 wurde dieses Modell erstmalig von der Chicago Mercantile Exchange (CME) eingeführt. Es berechnet die Sicherheitenanforderung eines Clearings- und eines Handelsteilnehmers basierend auf dem gesamten Portfolio dieses Teilnehmers. Das SPAN-Modell hat sich mittlerweile zu einer Art Standard entwickelt und findet heute bereits bei rund 30 Börsen seinen Einsatz. Bei Nasdaq OMX wird als „Nordic-SPAN“ schon seit Jahren verwendet.¹⁵⁷

Die Margin-Anforderung basiert sodann auf dem größten, anzunehmenden Verlust dieses Portfolios. SPAN bewertet das Gesamtrisiko des Portfolios durch die Berechnung des schlimmsten möglichen Verlusts, den ein Portfolio von derivativen Instrumenten und physischen Produkten über einen bestimmten Zeitraum (normalerweise einen Handelstag) erleiden kann. Kern der Methodik ist eine Reihe von numerischen Werten, die angeben, wie ein bestimmter Kontrakt (z.B. Futures-Kontrakt) in unterschiedlichen Szenarien abschneidet, also Gewinne oder Verluste generiert. Jede Bedingung ist als Risiko-Szenario bezeichnet. Ein solches Szenario kann die Veränderung der Volatilität, Marktpreisveränderung oder Veränderung der Restlaufzeit sein. Nasdaq OMX Commodities bspw. rechnet 16 unterschiedliche Szenarien durch.¹⁵⁸ Die Risikoneigung des Clearinghauses bestimmen dabei die SPAN-Parameter. Das SPAN-Modell basiert auf folgenden Parametern:

- Glattstellungspreis basierend auf dem Marktpreis;
- Veränderung des Portfolio-Wertes basierend auf 16 Marktszenarien innerhalb eines Beobachtungszeitraumes, wobei der Beobachtungszeitraum wiederum basiert auf:
 - historischen Preisen und der Volatilität;
 - Restlaufzeit bis zum Lieferzeitpunkt bis Start des Lieferzeitraumes;
 - theoretischer Preis für alle Standardprodukte basierend auf anerkannten Berechnungsmethoden;
 - Berücksichtigung von Korrelationsfaktoren und Time-Spreads.

155 Vgl. European Commodity Clearing AG, Risk Parameters, https://www.ecc.de/fileadmin/ECC/Downloads/Risk_Management/Collaterals/Collateral_Emissions/risk-parameters-pdf-data.pdf (17.12.2020).

156 Vgl. European Commodity Clearing AG, ECC-Clearing-Information 2011-07-05.

157 Vgl. <http://www.nasdaqomxcommodities.com>, (01.10.2020).

158 Vgl. <http://www.nasdaqomxcommodities.com>, (01.10.2020).

SPAN teilt sodann die einzelnen Instrumente in Gruppen ein. Jede Gruppe von Instrumenten hat das gleiche Underlying. Für jede Gruppe wird dann untersucht, wie diese Gruppe auf Marktpreisveränderungen oder Veränderungen der Volatilität reagiert (**scan risk**), wie diese Gruppe auf Veränderungen von Backwardation oder Contango reagiert (**intracommodity spread charge**), wie diese Gruppe reagiert, wenn die Kontrakte dichter an die Lieferperiode heranrücken (**delivery risk**), wie diese Gruppe auf Veränderungen reagiert, wenn die Spreads innerhalb dieser Gruppe sich verändern (**intercommodity spread credit**) und schließlich, wie sich das minimale Risiko bei Short-Optionen verändert, die weit aus dem Geld sind (siehe Short Option Minimum). Für jede Gruppe berechnet SPAN die Summe der Risiken (scan risk), Intracommodity Spread Charge und Delivery Risk, zieht hiervon das Intercommodity Spread Credit ab und nimmt den höheren Wert aus dieser Berechnung und dem Short Option Minimum. Die Summe über alle Gruppen ergibt dann das Risiko für das gesamte Portfolio.¹⁵⁹ 76

Im Unterschied zum „Risk-based-Margining“ der ECC, berücksichtigt das SPAN-Modell das gesamte Portfolio des Teilnehmers und versucht damit, eine risiko-adäquate Ermittlung der Margins zu erreichen. Dieser Gedanke ist bisher beim Risk-Based-Margining lediglich ansatzweise durch Margin-Gruppen und Cross-Margining berücksichtigt worden. Für die Handelsteilnehmer ist es schwieriger abzuschätzen, wie sich die Margin-Anforderung durch ein bestimmtes Geschäft verändert. Hierfür hat ECC einen einfachen Rechner zur Verfügung gestellt, um diese Auswirkungen simulieren zu können.

a) Combined Commodity

Produkte mit dem gleichen Basiswert, Lastprofil und Lieferperiode bilden „Combined Commodities“. Dabei weist ECC darauf hin, dass aus technischen Gründen die Kombination von Produkten, die an unterschiedlichen Börsen gehandelt werden, aber dennoch die Bedingungen für „Combined Commodities“ erfüllen, nicht zusammengefasst werden können. Gleichwohl wird auch für diese Produkte der „Intercommodity Spread“ auf eins gesetzt, was die gleiche Wirkung entfaltet.¹⁶⁰ 77

b) Scan Risk und Volatility Scan Risk

ECC verwendet das SPAN-Modell ohne weitere individuelle Anpassungen. Es werden also 16 vordefinierte Szenarios aus Preis- und Volatilitätsveränderungen berechnet. Jedes Szenario ist charakterisiert durch ein „price scan range“, auch genannt „scan range“, und ein „volatility scan range“ und dem jeweiligen Gewichtungsfaktor. Der price scan range wird definiert durch den „single margin parameter“ und ist mithin der exponentiell-volumengewichtete Durch-

159 Vgl. <http://www.cme.com>, (01.10.2020); European Commodity Clearing AG, A Guide to Margining at ECC, https://www.ecc.de/fileadmin/ECC/Downloads/Risk_Management/Margining/20190814-margining-data.pdf (28.01.2021).

160 Vgl. European Commodity Clearing AG, ECC-Margining, Release 1.8.6, S. 24 vgl. <https://www.ecc.de/de/risk-management/margining> (28.01.2021).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

schnitt der letzten 255 Settlement-Preise. Bei Optionen wird der „price scan range“ des Underlyings verwendet und die Preisbildung erfolgt auf der Grundlage des Black76-Models.

Anschließend werden die möglichen Verluste je Produkt je Szenario berechnet. Das Szenario mit dem größten Verlust wird als „aktives Szenario“ bezeichnet. Der Szenarioverlust wird sodann mit der Nettoposition in diesem Produkt multipliziert und bildet so das „scan risk“. Bei kombinierten Produkten ist das scan-risk die Summe der scan-risks der die Kombination umfassenden Produkte.

Die volatility scan range ist die erwartete Veränderung der impliziten Volatilität einer Option über die angenommene Haltedauer. Die maximale Veränderung innerhalb zweier Tage ist die seitens ECC genutzte volatility scan range.

c) Short-Option Minimum (SOM)

- 79 Bei Optionen gibt es zusätzlich das Short Optionen Minimum. Das dient der Erhöhung der Sicherheiten bei Call-Optionen, die weit aus dem Geld sind. Die erwarteten Verluste von Netto-Short-Positionen in Optionen werden bei ECC über das theoretische Optionspreismodell Black76 ermittelt. Bei weit aus dem Geld liegenden Optionen besteht hierbei die Gefahr, dass der so bestimmte Optionspreis und damit die Margin zu niedrig berechnet werden. Deshalb wird der erwartete Optionspreis für Netto-Short-Positionen, die weit aus dem Geld sind, durch ein Short Option Minimum ersetzt, falls der maximale Optionspreis geringer als das Short Option Minimum ist.¹⁶¹

d) Die Premium-Margin

- 80 Die Premium-Margin ist für eine offene Short-Position in Optionen zu hinterlegen. Sie entspricht der Additional-Margin bei Futures-Positionen, ist aber nur vom Optionsverkäufer zu hinterlegen. Sie deckt die Verluste einer Glattstellung zum aktuellen Marktpreis ab und wird daher von der ECC in Höhe des aktuellen Abrechnungspreises der jeweiligen Option eingefordert. Sie hat damit hohe Ähnlichkeit zur Variation-Margin bei Futures-Kontrakten.

Die Premium-Margin ist nicht für offene Long-Positionen in Optionen zu hinterlegen, da die Glattstellung einer Long-Position in Optionen nur zu einem Glattstellungsgewinn führen kann. Die Premium-Margin für Long-Positionen wird daher ebenfalls berechnet und dem Konto des Clearing-Teilnehmers gutgeschrieben, aber nicht ausgezahlt. Die Abrechnungspreise der Optionen ändern sich täglich und damit ändert sich auch täglich die Höhe der Premium-Margin. Zusätzlich können durch den Handel über Tag neue Positionen aufgebaut und bestehende Positionen durch Gegengeschäfte glattgestellt werden. Aus diesen Gründen wird die Premium-Margin täglich neu festgesetzt. So ist der

161 Vgl. European Commodity Clearing AG, ECC-Margining, Release 1.8.6, S. 26. vgl. <https://www.ecc.de/de/risk-management/margining> (28.01.2021).

Inhaber einer offenen Short-Position in Optionen zum Nachschuss an Premium-Margin verpflichtet, wenn die Optionspreise steigen.¹⁶²

e) *Cross-Margining und Spreading,*

Fällt ein Clearing-Mitglied aus, sind alle von ihm gehaltenen Positionen betroffen. Das Clearingsystem der skandinavischen Strombörsen Nasdaq OMX stellen daher mit dem sog. Nordic-Span-Modell bei der Berechnung der Additional-Margin auf das Gesamtportfolio ab und lassen insofern risikominimierende Saldierungen zu. Bei der ECC fand sich dieser Gedanke in Margin-Gruppen, Margin-Klassen und im Spreading wieder.

Beim Spreading werden Netto-Positionen im gleichen Future mit unterschiedlichen Fälligkeiten mit einer Spread-Margin bewertet, die sich in ihrer Höhe an der Preiskorrelation der Futures mit unterschiedlichen Fälligkeiten orientiert, in der Höhe aber geringer als die jeweilige Additional-Margin ist. Dieses Verfahren kam bei der ECC bei Futures auf Emissionsberechtigungen zum Einsatz. In Margin-Klassen wurden Positionen mit gleichem Basiswert zusammengefasst. Gegenläufige Risiken von Netto-Positionen der gleichen Margin-Klasse wurden dabei als vollständig korreliert angesehen, wenn sie sich auf die gleiche Fälligkeit beziehen, und teilweise korreliert, wenn sie sich auf unterschiedliche Fälligkeiten beziehen. German-Power-Futures und Optionen auf German-Power-Futures mit der gleichen Fälligkeit sowie German-Power-Futures und physische German-Futures gehörten der gleichen Margin-Klasse an. Dies findet sich auch heute noch im Span-Modell wieder (siehe Spreads).

Margin-Klassen konnten bei Vorliegen signifikanter Korrelationen zu Margin-Gruppen zusammengefasst werden. Innerhalb einer Margin-Gruppe konnten unterschiedliche Produkte partiell saldiert werden. So konnte die Long-Position des Baseload-Jahreskontraktes gegen die Short-Position des Peakload-Kontraktes desselben Jahres mit der Folge verrechnet werden, dass nur für den jeweils höheren Betrag eine Additional-Margin zu stellen war.

In Summe führten diese Saldierungseffekte der ECC dazu, dass sich Sicherheitenanforderungen an Teilnehmer und damit letztendlich die Kapitalkosten verringern lassen. Infolgedessen konnten bestehende Handelslimite flexibler gestaltet und schließlich Handelsvolumina im Sinne eines liquideren Marktes gesteigert werden.¹⁶³ Die Einbeziehung der Optionen in die Margin-Klassen der Basiskontrakte als auch die Tatsache, dass nur vom Verkäufer einer Option die Sicherheit verlangt wurde, verringerte nochmals die Sicherheitenanforderung.

Dieser Gedanke ist im SPAN-Modell weiterentwickelt. ECC spricht von Spreads für den Ausgleich von gegenläufigen Positionen bei (hoch) korrelierten Instrumenten. Dabei unterscheidet ECC „Perfekte Spreads“ und „Regular Spreads“.

162 Vgl. European Commodity Clearing AG, ECC-Margining, Release 1.8.6, S. 24. vgl. <https://www.ecc.de/de/risk-management/margining> (28.01.2021).

163 Vgl. Claxton/Sandbye, in: Isherwood, WorldPower 2002, S. 70.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Gegenläufige Positionen mit dem gleichen Basiswert und überlappenden Lieferperioden werden bei ECC „Perfekte Spreads“ genannt. Die Abrechnungspreise dieser Instrumente sind arbitragefrei. Arbitragefreiheit bedeutet hier, dass der Abrechnungspreis des Jahresproduktes unter Berücksichtigung der Kontraktgröße (Lieferstunden) genau dem Mittelwert der Abrechnungspreise der dieses Jahr umfassenden Quartalsprodukte entspricht. Mittels eines Kaufes eines Jahresproduktes zum Settlementpreis und dem gleichzeitigen risikolosen Verkauf der Quartalsprodukte kann folglich keine Arbitrage erzielt werden. „Perfekt Spreads“ zeichnen sich also dadurch aus, dass bei gegenläufigen Positionen keine Variation Margin ausbezahlt wird. Dies berücksichtigt ECC durch einen „Intercommodity Credit“ in Höhe von 99 %. Dadurch bleibt die Position bei der Risikoberechnung nahezu unberücksichtigt.

Reguläre Spreads drücken die Korrelation von zwei Preisverläufen aus und führen nur zu einer teilweisen Aufrechnung der gegenläufigen Positionen. Dabei ist für jedes Produktpaar die Korrelation berechnet und hieraus der Margin-Credit bestimmt worden. Zur Ermittlung des Scan-Risks dieses Produktpaars wird das Minimum der Einzelscan-Risks mit dem Margin-Credit multipliziert.

f) *Delivery-Margin für Futures mit physischer Erfüllung*

- 82 Die Delivery-Margin gibt es bei der ECC für fällige Positionen in Futures über Strom und Gas während der Lieferphase. Damit werden diejenigen Risiken besichert, die sich aus einem physischen Lieferanspruch des Käufers von Strom bzw. Gas gegenüber der ECC als Folge einer nicht erfüllten Lieferung des Verkäufers ergeben, soweit ECC keine bevorzugte Behandlung in Bezug auf die Erfüllung (Fahrplanvorrang von Börsengeschäften) hat. Sie berechnet sich aus dem Produkt aus Scan-Range und Expiry Month Factor. Besonders ist, dass das abnehmende Liefervolumen während der Lieferphase bei der Berechnung der Delivery-Margin keine Berücksichtigung findet, so dass selbst am letzten Lieferstag noch Sicherheiten gestellt werden, obwohl keine Lieferverpflichtung mehr besteht.¹⁶⁴

Bei lagerfähigen Produkten wie EUA oder Guarantee of Origin (GoO) ist jeder Verkäufer eines Futures verpflichtet, vor Fälligkeit dieser Position die entsprechende Liefermenge an Papieren auf seinem internen Delivery Account zu halten.

g) *Expiry Month Factor*

- 83 Unverändert geblieben ist der Expiry Month Factor. Zusätzlich zum SPAN-Initial Margin (früher Additional-Margin-Parameter) wird bei der Ermittlung der Initial-Margin von Netto-Positionen in Month-Futures der Expiry Month Factor herangezogen, sobald es sich bei diesem Future um einen Kontrakt handelt, der

164 Vgl. European Commodity Clearing AG, ECC-Margining, Release 1.8.6, S. 25. vgl. <https://www.ecc.de/de/risk-management/margining> (28.01.2021).

im nächsten Monat in die Lieferphase wechselt. Hierdurch soll dem höheren Risiko in der Lieferphase (höhere Volatilität oder Liefer- und Zahlungsverbindlichkeiten aus der physischen Erfüllung) Rechnung getragen werden.¹⁶⁵

h) Margin CAP bei 80 %

Die Nutzung des SPAN-Modells dient der risikoorientierten Berechnung von Sicherheiten, wobei ein Ausgleich zwischen dem Sicherungsinteresse des Clearinghauses und der Forderung nach niedrigen Sicherheiten gefunden werden muss. Im Interesse einer ökonomischen Allokation von (gebundenem) Kapital sollen die Sicherheiten so niedrig wie möglich sein, aber gerade ausreichen, um im Sicherungsfall das Clearinghaus und mithin die anderen Marktteilnehmer vor Schäden zu bewahren. ECC berechnet die Margins auf einer so genannten Brutto-Basis, d.h. für jeden Clearing-Member einzeln und für unterschiedliche Konten einzeln. Die Summe über alle Konten ist die Margin-Anforderung an das Clearing-Mitglied, wobei Margin-Guthaben eines Kontos, beispielsweise aus Premium-Margins, bei Longpositionen in Optionen nicht mit Margin-Anforderungen aus einem anderen Konto verrechnet werden.¹⁶⁶ Gemäß RTS 153 in Bezug auf Artikel 27 Abs. 4 darf die Margenreduzierung nicht größer sein als 80 %, wenn unterschiedliche Instrumente in einer Portfoliobewertung zusammengefasst sind. Damit soll eine Unterbesicherung vermieden werden, die auf ein umfangreiches Netting gegenläufiger Positionen zurückzuführen ist. Hierzu verfolgt die ECC einen zweistufigen Prüfprozess: Zunächst berechnet ECC die Margin-Anforderung auf einer Brutto-Basis, also ohne die Nutzung des Spreadings mit Ausnahme des Perfect Spreads. Mit anderen Worten: Nur gegenläufige Positionen mit dem gleichen Basiswert werden saldiert, wohingegen Positionen mit unterschiedlichen Basiswerten aber hoher Korrelation unberücksichtigt bleiben. Der Bruttowert ist die Summe der Margins für die unterschiedlichen Konten des Clearingmitgliedes.

Im zweiten Schritt werden auch diese Positionen vollständig oder partiell in Abhängigkeit der Intercommodity Credits saldiert und alle Konten des Clearing-Mitgliedes saldiert. Der Nettowert entspricht also dem VaR-Wert des Portfolios des Clearing-Mitgliedes. Der Nettowert ist das absolute Minimum an Sicherheiten und mithin ist die Differenz zwischen Brutto- und Nettowert die maximale Reduktion der Sicherheiten in Folge des Spreadings. Diese Reduktion ist auf 80 % begrenzt und so werden hiervon 20 % berechnet und als zusätzliche Sicherheit eingefordert. Diese Sicherheit wird täglich berechnet und dem Clearingfonds zugerechnet.¹⁶⁷

165 Vgl. European Commodity Clearing AG, ECC-Margining, Release 1.8.6, S. 25 vgl. <https://www.ecc.de/de/risk-management/margining> (28.01.2021).

166 Vgl. European Commodity Clearing AG, Clearing-Bedingungen der European Commodity Clearing, Release 0050a, 3.5.1., vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

167 Vgl. European Commodity Clearing AG, ECC-Margining, Release 1.8.6, S. 27. vgl. <https://www.ecc.de/de/risk-management/margining> (28.01.2021).

6. Die Variation-Margin

- 85 Mit der sog. Variation-Margin werden tägliche Gewinne und Verluste des entsprechenden Kontraktes ausgeglichen. Futures-Kontrakte werden täglich bewertet (Mark-to-Market), indem der Abrechnungspreis des aktuellen Tages mit dem Abrechnungspreis des Vortages bzw. mit dem Kauf- oder Verkaufspreis verglichen wird. Die so ermittelte Wertdifferenz wird mit dem jeweiligen Kontraktvolumen und der jeweiligen Kontraktanzahl multipliziert. Die Variation-Margin ist also jener Betrag, der jedem Clearing-Mitglied börsentäglich ausbezahlt oder der vom Clearing-Mitglied eingezogen wird. Dieser Prozess wird während der gesamten Laufzeit des jeweiligen Kontraktes durchgeführt.

7. Exchange for Physical

- 86 Die ECC bietet im Rahmen ihres Clearingangebotes die Abwicklung außerbörslich verhandelter Futures-Kontrakte an. Missverständlichweise wird dies auch häufig als OTC-Clearing verstanden. Unter der Funktion „**Exchange for Physical**“ (EFP) ist eine Funktionalität im Terminmarktsystem der EEX zu verstehen, die eine außerbörsliche Preisvereinbarung von Futures-Kontrakten und die Abwicklung dieser Geschäfte ermöglicht. Die außerbörslich vereinbarten Geschäfte werden dazu mittels der EFP-Trading-Funktion erfasst. Nachdem beide Parteien die Geschäfte erfasst haben, kommt es zu gewöhnlichen Futures-Geschäften zwischen der jeweiligen Clearingbank und der ECC.¹⁶⁸ Der Unterschied zum gewöhnlichen Futuresgeschäft besteht darin, dass es sich nicht um einen öffentlich-rechtlichen Börsenpreis, sondern um einen bilateral vereinbarten Preis handelt. Dabei ist jedoch zu beachten, dass der verhandelte Preis einen definierten Preiskorridor um den zuletzt ermittelten Börsenpreis dieses Kontraktes nicht verlassen darf. Nach Abschluss dieser Geschäfte erfolgt dann das identische Procedere wie bei Futures-Kontrakten mit börslicher Preisfeststellung.¹⁶⁹

Viele Handelsgeschäfte im Stromgroßhandel kommen durch die Vermittlung von OTC-Brokern zustande.¹⁷⁰ Hierbei handelt es sich aber in aller Regel um physische Forwards. Um diese Geschäfte dem Clearing zuzuführen, wird häufig ein außerbörsliches Forward-Geschäft unter der Maßgabe geschlossen, dass nach Vertragsabschluss beide Parteien dieses Geschäft dem OTC-Clearing zuführen. Dabei handelt es sich rechtstechnisch um einen Austausch, denn das außerbörsliche Geschäft wird gegen zwei Futures-Geschäfte zu demselben Preis ersetzt. Der OTC-Broker vermittelt mithin einen physischen Forward, weshalb die meisten der teilnehmenden Broker keine Finanzdienstleisterlizenz besitzen und deshalb die Überführung des Geschäfts durch die Teilnehmer selbst zu

¹⁶⁸ Vgl. *European Energy Exchange AG*, Einführung in den Börsenhandel an der EEX auf Xetra und Eurex, Release 0001C, S. 59.

¹⁶⁹ Vgl. *European Energy Exchange AG*, Einführung in den Börsenhandel an der EEX auf Xetra und Eurex, Release 0001C, S. 59.

¹⁷⁰ Vgl. *Ransley*, in: IPE, *Futures Energy*, S. 61, 65.

erfolgen hat. Voraussetzung ist also, dass die Teilnehmer über einen Zugang zum ECC-Clearingsystem verfügen.¹⁷¹

Ein weiterer Brokerzugang ist, wenn der Broker unmittelbar zugelassenes Börsenmitglied ist und über eine entsprechende Genehmigung verfügt.¹⁷² Die beiden Brokernutzer einigen sich durch Vermittlung des Brokers auf ein Geschäft. Nach dem außerbörslichen Geschäftsabschluss gibt der Broker nun das Geschäft in das Handelssystem der EEX per EFP-Funktionalität ein. Der Broker gibt Kauf- und Verkaufsseite des Geschäftes mit Hilfe einer weiteren Funktionalität des Handelssystems, der **Give-up**-Funktionalität, an die Clearingbanken der teilnehmenden Kunden ab. Die Clearingbanken der Kunden bestätigen nun ihrerseits mithilfe des Handelssystems den **Take-up**, dass sie in das Geschäft eintreten.

Der Zugang zur Börse ist mit nicht unerheblichen Kosten verbunden. Einige Marktteure scheuen diesen Aufwand, wollen aber zugleich das Clearing des Börsenträgers im Rahmen des OTC-Clearings nutzen. Hierbei vereinbaren wiederum zwei Marktteure außerhalb der Börse den Preis und ein Börsenteilnehmer mit entsprechender BaFin-Genehmigung gibt dieses Geschäft in das Clearingsystem der ECC ein.¹⁷³ Danach überträgt er ggf. die Positionen via Give-up auf den GCM des Akteurs bzw. verbucht das Geschäft auf dem Positionsconto des Akteurs. Voraussetzung für diese Variante ist also lediglich, dass der Teilnehmer über einen Vertrag mit einem GCM verfügt, der sog. GCM-NCM-Vertrag.¹⁷⁴

8. Erfüllung

a) Erfüllung finanzieller Geschäfte

Finanzielle Futures, deren Lieferperiode einen Kalendermonat übersteigen, werden durch Novation erfüllt. Der jeweilige Kontrakt erlischt nach dem Settlement-Prozess des letzten Handelstages und der Inhaber des Kontraktes bekommt eine entsprechende Anzahl des jeweils kürzeren Produktes zum jeweiligen Settlement-Preis dieser Kontrakte eingebucht. Da die Abrechnungspreise der jeweils kürzeren Perioden arbitragefrei gegenüber der längeren, überlappenden Periode sind, ist kein Wertausgleich erforderlich. Die ECC spricht in diesem Zusammenhang von Kaskadierung.¹⁷⁵ So zerfällt ein Jahres-Futures-

86a

171 Vgl. *Berlinghof/Scholz/Krobs*, in: Horstmann/Cieslarczyk [Hrsg.], Energiehandel, S. 680.

172 Vgl. *Wiegelmann*, in: Bohne, Neubestimmung ordnungspolitischer Aufgaben des Staates im Strommarkt, S. 75, 80.

173 Vgl. *European Energy Exchange AG*, Einführung in den Börsenhandel an der EEX auf Xetra und Eurex, Release 0001C, S. 63; vgl. Horstmann, in: Bartsch/Röhling/Salje/Scholz [Hrsg.], Stromwirtschaft, 2. Aufl., S. 1117.

174 Vgl. *Berlinghof/Scholz/Krobs*, in: Horstmann/Cieslarczyk [Hrsg.], Energiehandel, S. 681.

175 Vgl. *European Commodity Clearing AG*, Clearing-Bedingungen der European Commodity Clearing, Release 0050a, 4.5.2., vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Kontrakt in vier Quartalsprodukte des jeweiligen Jahres, Quartalsprodukte zerfallen in Monatskontrakte.

Monatskontrakte werden finanziell erfüllt, indem am letzten Handelstag der Final-Settlement-Preis als Abrechnungspreis eingesetzt wird und die Wertdifferenz im Rahmen der Variation Margin ausgeglichen wird.¹⁷⁶

Optionen auf Futures werden nach Ausübung durch Einbuchung einer korrespondierenden Futures-Position zum jeweiligen Ausübungspreis erfüllt.

b) Erfüllung physischer Geschäfte

- 86b Die physische Erfüllung von Spotmarkt-Geschäften und Terminmarkt-Geschäften auf leitungsgebundene Energie erfolgt durch Nominierungen unmittelbar durch den Handelsteilnehmer gegenüber der jeweiligen Erfüllungsgesellschaft und zugleich zwischen der jeweiligen Erfüllungsgesellschaft und der ECC. Die Erfüllungsgesellschaft der ECC ist für Strom und Gas die ECC Luxemburg s.a.r.l und für Geschäfte an der PXE die EnCC Energy Clearing Counterparty, a.s. (EnCC). EnCC ist eine hundertprozentige Tochtergesellschaft von Burza cenných papírů Praha, a.s. EnCC fungiert als Gegenpartei für Spot-Trades, die von Handelsteilnehmern über PXE in der Tschechischen Republik am Day-Ahead-Strommarkt von OTE, a.s. (der OTE Day-Ahead-Markt) abgeschlossen wurden.¹⁷⁷ Für diese Zwecke fungiert auch EnCC als technischer Non-Clearing-Teilnehmer der ECC. Der Handelspartner nominiert also gegen die jeweilige Erfüllungsgesellschaft, die ihrerseits auch Geschäfte gegenüber der ECC nominiert.

OTF-Geschäfte werden hingegen nicht direkt physisch erfüllt, sondern es erfolgte eine Abgabe eines unlimitierten Gebotes durch ECC in das Spotmarktsystem der EPEX Spot SE für den jeweiligen Handelspartner, so dass faktisch die physische Erfüllung wie die bei einem Spotgeschäft erfolgt.

Bei einigen leitungsgebunden Geschäften genießt die Nominierung durch die Börse bzw. das angeschlossene Clearinghaus nicht immer Priorität, so dass es hier zu Leistungsstörungen kommen kann.¹⁷⁸ In diesem Fall wird das Clearinghaus von den Übertragungsnetzbetreibern wie ein gewöhnlicher Handelsteilnehmer behandelt. Dies hat zur Folge, dass zwischen den Mengen gemäß Geschäftsabschluss und Lieferung Differenzen entstehen können. Diese Differen-

176 Vgl. European Commodity Clearing AG, Clearing-Bedingungen der European Commodity Clearing, Release 0050a, 4.5.1., vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

177 Vgl. Energy Clearing Counterparty, a.s., Annual Report 2019, S. 3, https://www.pse.cz/storage/uploads/annual_reports/5faed986532fc829ba02be14d8d76e7.pdf (01.10.2020).

178 Vgl. BNetzA, Standard-Bilanzkreisvertrag, Anlage 3, Ziffer 1.6, https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Service-Funktionen/Beschlusskammern/1_GZ/BK6-GZ/2018/BK6-18-061/BK6-18-061_Standardbilanzkreisvertrag_01_08_2020.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (01.10.2020).

zen werden finanziell ausgeglichen, z. B. auf der Basis von Ausgleichsenergiepreisen.¹⁷⁹

Die Erfüllungen von registerbasierten Produkten, wie beispielsweise EUA-Zertifikaten, erfolgen am Liefertag Zug um Zug gegen Zahlung des Kaufpreises, wobei ECC selbst die Erfüllungsgesellschaft bei EUA ist.

Der Erwerber verpfändet der ECC zur Sicherung des Kaufpreisanspruchs die aus einem Spotmarkt-Geschäft erworbenen Rechte, die mit den auf seinen internen Bestandskonto gebuchten Anteilen am Sammelbestand zusammenhängen, insbesondere den Anspruch gegenüber der ECC auf Auslieferung auf ein anderes Registerkonto.

Bei der Erfüllung von Geschäften über Herkunfts-nachweise oder Kapazitätsgarantien ist die ECC Luxemburg wiederum die Erfüllungsgesellschaft. Hintergrund für diese unterschiedliche Behandlung dürfte die umsatzsteuerliche Behandlung sein. Während EUA-Zertifikate im Rahmen des Reverse-Charge-Verfahrens wirtschaftlich gesehen von der Umsatzsteuer ausgenommen sind, sind Herkunfts-nachweise weiterhin steuerbar und steuerpflichtig. Um dies aber für den Großteil der Handelspartner faktisch auszuschließen, erfolgt auch hier, wie bereits bei Strom, die Abwicklung über die ECC Luxemburg, so dass für nahezu alle Handelspartner auch hier das Reverse-Charge-Verfahren zum Einsatz kommt.

V. Bedeutung von Erneuerbaren Energien und Händlern an den Märkten

Die Energiemärkte in Europa, speziell der Energiemarkt in Deutschland, durchleben fundamentale Änderungen. Auf der einen Seite nimmt der Anteil **Erneuerbarer Energien** immer weiter zu und bestimmt zunehmend das Handelsgebaren. Mit einer installierten Leistung von 61.000 MW Wind-Onshore und 50.000 MW Photovoltaik hat Deutschland eine der größten Kapazitäten an Erneuerbaren Energien.¹⁸⁰

87

So werden in Deutschland rund 40 % des in Deutschland verbrauchten Stroms bereits aus Erneuerbaren Energien gewonnen. Dieser wird von den Verteilnetzbetreibern aufgekauft und von den Übertragungsnetzbetreibern am Spotmarkt der EPEX Spot SE in Paris verkauft.¹⁸¹ Mit der Einführung der Marktpremie kann dieser Strom anstelle der Verteilnetzbetreiber von Unternehmen aufgekauft werden und freihändig vermarktet werden. Da die Preisreferenz für die Bestimmung der Marktpremie aber der Durchschnittspreis an der EPEX Spot SE

179 Vgl. European Commodity Clearing AG, Clearing-Bedingungen der European Commodity Clearing, Release 0050a, 4.8.5.2, vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

180 Vgl. Bundesverband Wind e. V. <https://www.wind-energie.de/themen/zahlen-und-fakten/> (01.10.2020); Statistika, <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/13547/umfrage/leistung-durch-solarstrom-in-deutschland-seit-1990/> (01.10.2020).

181 Vgl. Ausgleichsmechanismusverordnung vom 17.07.2009 (BGBl. I S. 2101).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

ist, wird auch weiterhin ein Großteil des Volumens dort gehandelt.¹⁸² Damit sind die EEG-Mengen an der EPEX Spot SE auch weiterhin preis- und strukturbestimmend. Insbesondere der Zubau an Photovoltaik führt zu einem starken Rückgang der Peak-Preise, wodurch auch die Tagesdurchschnittspreise (Base-load-Preise) deutlich unter Druck geraten. An Tagen mit geringer Sonneneinstrahlung bzw. in Schwachwindzeiten können jedoch recht hohe Preise an der EPEX Spot SE beobachtet werden. Insgesamt ist dadurch eine Zunahme der Volatilität zu verzeichnen. Im Rahmen des Market-Coupling werden diese Preissignale auch an die angeschlossenen Märkte Frankreich und Niederlande weitergegeben, weshalb auch dort die Preise in gleicher Weise unter Druck geraten. Auch klassisch als Hochpreisländer bekannte Staaten wie Italien verzeichnen einen rasanten Ausbau an Erneuerbaren Energien, so dass auch aus diesen Märkten neben den konjunkturellen Einflüssen erheblicher Preisdruck auf die Märkte ausgeübt wird. Dieser Preisrückgang wird als Begründung herangezogen, warum Gaskraftwerke nicht mehr rentabel betrieben werden können.¹⁸³ Der Gesamtmarkt wird sich in Folge des weiteren starken Ausbaus der Erneuerbaren Energien hin zu einem von Erneuerbaren Energien dominierten Markt entwickeln. Erzeugungskapazitäten ohne Grenzkosten werden die kurzfristige Preissetzung bestimmen, konventionelle Kraftwerke werden als Ersatzkraftwerke nur dann zum Einsatz kommen, wenn der Bedarf nicht durch Wind- und Sonnenkraftwerke befriedigt werden kann.¹⁸⁴ In einem solchen kurzfristigen Markt sind die Preise sehr niedrig, da nur in Ausnahmefällen Erzeugungskapazitäten mit Grenzkosten zum Einsatz kommen. Damit können diese Märkte keine weiteren Investitionsanreize in zusätzliche Kapazitäten liefern.¹⁸⁵ Damit werden neben den so genannten Energy-Only-Märkten weitere Märkte, die Kapazitätsmärkte, oder eben feste Einspeisevergütungen Anreize für Investitionen in neue Kapazitäten liefern müssen.¹⁸⁶

Die zunehmende Volatilität an der EPEX Spot SE als derzeit zentraler Vermarktplatz von EEG-Mengen führt zu einer deutlichen Zunahme der Preisveränderung an der EPEX Spot SE und damit auch zu vermehrten Preisdifferenzen im Vergleich zu anderen Märkten. Gleichzeitig schreitet die Harmonisierung und Integration des europäischen Energiemarktes voran, so dass es auch für kleinere Handelsteilnehmer zunehmend einfacher wird, grenzüberschreitend tätig zu werden. Beide Aspekte können als Grund gesehen werden, warum sich gerade im Kurzfristhandel eine rege Handelstätigkeit entwickelt hat. Dabei werden Preisdifferenzen zwischen OTC- und Börsen oder zwischen verschiedenen Börsen aktiv zur Spekulation genutzt. Die Kurzfristprodukte sind dabei besonders ge-

182 Vgl. Hölder, Stromvertriebe stärken, Energy 2.0, Ausgabe 1.2013, S. 2.

183 Vgl. Eon AG, Pressemitteilung 13.11.2011, <http://www.news.de/wirtschaft/855365361/eon-verdient-deutlich-mehr/1/>(25.01.2021).

184 Vgl. Matzen/Tesch, Industrielle Energiestrategie, 1. Aufl. Wiesbaden 2017, S. 133.

185 Vgl. Grimm/Ockenfels/Zoettl, Strommarktdesign: Zur Ausgestaltung der Auktionsregeln an der EEX, Zeitschrift für Energiewirtschaft, 03/2008, S. 147, 157.

186 Anders: Kupferschmidt, Market Integration of Renewable Energy in Germany, Master thesis Universität Leipzig, S. 62.

eignet, weil sie einerseits die für die Spekulation wichtige Volatilität aufweisen, andererseits die Kapitalbindung aufgrund der Kurzfristigkeit sehr gering ist. Zur Erzielung eines nennenswerten Einkommens müssen dennoch größere Volumen gehandelt werden, so dass sicherlich davon auszugehen ist, dass ein nicht unerhebliches Volumen auch an den Kurzfristmärkten durch reine Spekulationsgeschäfte verursacht wird.¹⁸⁷ Gleiche Entwicklungen sind aus den Finanzmärkten bekannt.¹⁸⁸

VI. Diskussion wichtiger Funktionen des Clearings

Um die Vorteile des Clearings beurteilen zu können, ist es hilfreich, die unterschiedlichen Aspekte des Clearings zu diskutieren. 88

1. Reduzierung des Kontrahentenrisikos

Als ein Vorzug von Clearing wird häufig die Minimierung des **Kontrahentenrisikos** genannt. Vorausgegangene Darstellung hat gezeigt, dass beim Clearing an der ECC das Kontrahentenrisiko aus der Sicht eines Marktteilnehmers abgegeben bzw. minimiert wird. Kontrahentenrisiko beschreibt allgemein das Risiko, dass der Vertragspartner nach Vertragsschluss nicht seinen finanziellen Verpflichtungen nachkommt. Damit ist Kontrahentenrisiko zunächst ein Oberbegriff, unter dem beim Ausfall des Vertragspartners eintretende Risiken subsumiert werden. Fällt der Vertragspartner nach Vertragsabschluss aus, liegt grundsätzlich ein Wiedereindeckungs- oder Wiederabsatzrisiko vor.¹⁸⁹ Die bereits beschaffte oder abgesetzte Menge wird nun nicht mehr geliefert oder abgenommen, so dass hierfür Ersatz beschafft werden muss. Da die Preise gerade in jüngster Zeit eine signifikante Volatilität aufweisen, ist also der nicht ausgefallene Vertragspartner wieder mit dem **Marktpreisänderungsrisiko** konfrontiert. Hat er Strom auf Termin beschafft, und sind die Strompreise zwischenzeitlich gestiegen, muss er einen höheren Einstandspreis in Kauf nehmen, obwohl er gerade zur Ausschaltung des Risikos das Termingeschäft seinerzeit getätigter hat. Das Adressenausfallrisiko ist also ein latentes Marktpreisrisiko.

Nur der Vollständigkeit halber sei angeführt, dass zusätzlich auch ein Losgrößenrisiko eintreten kann. Fällt der Vertragspartner während der Lieferperiode aus, dann kann es vorkommen, dass die Restmenge eine untypische Losgröße darstellt, die zu schlechteren Preisen eingedeckt werden muss als der durch die

¹⁸⁷ Vgl. *Commission de Régulation de l'Energie*, Decision concerning the guidelines of the French energy regulatory Commission (CRE) for the explicit access to intraday interconnection capacity, http://www.cre.fr/en/documents/deliberations/orientation/_interconnection-capacity (20.01.2021).

¹⁸⁸ Vgl. unter anderem: Handelsblatt, Day-Trading goes Dax-Trading, <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/amerikanische-amateur-spekulanten-entdecken-den-deutschen-aktienindex-day-trading-goes-dax-trading-seite-2/2421116-2.html?ticket=ST-14948723-JnDz0yescZckLLPyFOKT-ap5> (17.12.2020).

¹⁸⁹ Vgl. Bohne, Ordnungspolitische Probleme im Strommarkt, in Bohne [Hrsg.], Neubestimmung ordnungspolitischer Aufgaben des Staates im Strommarkt, Münster, 1. Aufl. 2003, S. 9.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Insolvenz betroffene Gesamtvertrag. Diesem Umstand trägt die ECC durch einen „Expiry Month Factor“ Rechnung. Dieser erhöht die zu stellende Sicherheit bei physisch zu erfüllenden Monatskontrakten. Finanzielle Monatskontrakte bleiben der gesamten Lieferperiode handelbar, und zwar mit dem vollen Kontraktvolumen, obgleich das Restvolumen im Monat ständig abnimmt. Quartals- und Jahreskontrakte erreichen die Lieferperiode hingegen nicht, denn sie werden im Wege der Kaskadierung erfüllt, d.h., vor Eintritt in die Lieferperiode werden sie in kürzere Kontrakte aufgeteilt.¹⁹⁰ Bei den Positionskonten erfolgt eine Buchung der neuen Future-Kontrakte zum Schlussabrechnungspreis der verfallenen Quartals- bzw. Jahresfutures. Diese Buchung entspricht einem Geschäft in den neuen Futures-Kontrakten zum Schlussabrechnungspreis des Quartals- bzw. Jahresfutures.

Um das Gegenparteienrisiko zu beherrschen, werden im Rahmen des Risikomanagements die jeweiligen Kontrahenten überwacht. Mit Zunahme der Kontrahentenanzahl kann dies einen erheblichen Aufwand bedeuten.¹⁹¹ Die Minimierung dieses Aufwandes durch die Beschränkung auf wenige Kontrahenten wird mit der Zunahme des so genannten Klumpenrisikos erkauft. Hierunter ist die Konzentration von Risiken auf eine oder wenige Adressen zu verstehen. Mit anderen Worten: Werden zur Vermeidung des Überwachungsaufwandes nur mit einem Unternehmen Geschäfte getätigt, dann hat der Ausfall dieses Unternehmens zur Folge, dass alle Positionen von der Insolvenz betroffen sind. Eine Selektion nach Unternehmensgröße oder Reputation ist dabei nicht der richtige Ansatz, wie die Fälle Enron und TXU Europe gezeigt haben. Nicht ohne Grund werden daher zur Risikodiversifikation Geschäfte mit mehreren Unternehmen abgeschlossen und jeweils die maximale Gesamtgeschäftshöhe bzw. der maximale offene Betrag (Kreditlinie) begrenzt.¹⁹² Man beachte, dass sich Vollversorgungsverträge dadurch auszeichnen, dass die gesamte Versorgung über einen Lieferanten abgewickelt wird und sie daher nicht den Anforderungen an ein effizientes Risikomanagement gerecht werden.

Im Finanzsektor gibt es ähnliche Probleme, denn auch dort erfolgt ein reger Handel mit vielen verschiedenen Unternehmen. Der Finanzsektor hat aber gegenüber dem Energiehandel den Vorzug, dass der Großteil der am Handel beteiligten Unternehmen, und teilweise die Handelsobjekte selbst, über ein externes Rating verfügen. Das Rating stellt im Prinzip nichts anderes dar als die externe Überwachung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit und häufig werden die Ratings feste Vertragsbestandteile mit der Folge, dass bei einer Ratingverschlechterung dem anderen Vertragspartner Kündigungs- oder Nachbesiche-

190 Vgl. *European Commodity Clearing AG*, Clearing-Bedingungen der European Commodity Clearing, Release 0050a, 4.5.2. vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

191 Vgl. Goethe, Kommunale Energieversorgungsunternehmen als Stromhändler: OTC- und Börsenhandel, in: Bohne [Hrsg.], Neubestimmung ordnungspolitischer Aufgaben des Staates im Strommarkt, Münster, 1. Aufl. 2003, S. 95.

192 Vgl. Wilcox, Credit Where Credits Due, in: Isherwood, World of Power 2003, S. 39 [41].

A. Formen des Handels an der EEX

rungsrechte eingeräumt werden. Damit wird der Überwachungsaufwand der Vertragspartner deutlich effizienter, aber das Vertrauen auf das externe Rating hat durch die Subprime-Krise deutlich gelitten. In der Energiewirtschaft verfügen viele Unternehmen bisher über kein externes Rating.¹⁹³

Der Grundgedanke ist, dass die mit einem Kontrahentenrisiko behafteten Geschäfte an ein anderes Unternehmen abzugeben. Dabei ist aus Risikogesichtspunkten wichtig, dass es sich um ein Unternehmen handelt, dass eine bessere wirtschaftliche Performance aufweist als jenes Unternehmen, dessen Risiko man sich entledigen will. Diese Anforderung ist auch aus dem Umstand zu folgern, dass nun doch anstelle vieler Geschäftsbeziehungen nur mit einem Unternehmen Verträge abgeschlossen werden, so dass das **Klumpenrisiko** besteht. Nun werden beim Clearing an der ECC die Geschäfte nicht direkt an das Clearinghaus abgegeben, sondern die General-Clearing-Member sind dazwischengeschaltet. Insofern wird das Kontrahentenrisiko des Stromhandelspartners gegen das Risiko des General-Clearing-Members, in der Regel eine Bank, eingetauscht. Banken haben in aller Regel eine gute Bonität, die auch durch ein gutes Rating zum Ausdruck kommt. Zudem gehört es zu den Kerngeschäftsfeldern vieler Banken, Risiken zu übernehmen und mit der unterschiedlichen Bonität und dem Management dieser Risiken ihre Erträge zu erwirtschaften.¹⁹⁴

Die sogenannte Finanzkrise findet damit auch beim Clearing seinen Niederschlag. Finanzinstitute, die das Clearing anbieten, sind teilweise in erheblichem Maße von den Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten betroffen oder gar bereits Gegenstand staatlicher Unterstützungen. Damit wird offensichtlich, dass die Übertragung des Kontrahentenrisikos auf die beim Clearing teilnehmenden Banken nicht automatisch eine Risikominimierung bedeutet, sondern zunächst eine Risikoverlagerung ist. Sollte nämlich ein Clearingmitglied suspendiert oder gekündigt werden, sind die von diesem Clearingmitglied gehaltenen Positionen zu schließen. Damit würden aber gerade die Sicherungsinstrumente veräußert, die man zur Absicherung aufgebaut hat.¹⁹⁵ Daher ist aus Risikogesichtspunkten zu überlegen, den Weg eines Back-Up-Clearers zu wählen, um im Krisenfall einen Clearer als Ersatz zu haben.¹⁹⁶

Mit der Einführung von European Market Infrastructure Regulation (EMIR) und der Umsetzung der Richtlinie mit dem EMIR-Ausführungsgesetz soll dieser Aspekt dadurch berücksichtigt werden, als dass bei Insolvenz eines Clearingmitgliedes die von diesem Mitglied gehaltenen Positionen auf andere Clearingmit-

193 Vgl. Wilcox, Credit Where Credits Due, in: Isherwood, World of Power, S. 39 [40].

194 Vgl. Wagner, Kreditrisikomanagement in der Energiewirtschaft, in Federico/Kozlowski [Hrsg.], Risikomanagement in der Energiewirtschaft, Herrsching, 2. Aufl. 2005, S. 108.

195 Vgl. European Commodity Clearing AG, Clearing-Bedingungen der European Commodity Clearing, Release 0037a 2.1.7 vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

196 Vgl. European Commodity Clearing AG, Clearing-Bedingungen der European Commodity Clearing, Release 0050a, 3.10.1., vgl. <https://www.ecc.de/en/about-ecc/rules> (28.01.2021).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

glieder übertragen werden sollen.¹⁹⁷ Im Falle einer Übertragung sah die Ergänzung des EGInsO aber einen Nachteilsausgleich zu Lasten der zentralen Gegenparteien (Artikel 102b § 2 II EGInsO) vor. ECC befürchtete, dass aufgrund der zu erwartenden unkalkulierbaren finanziellen Folgerisiken der zentralen Gegenpartei die Anwendung der in Artikel 102b § 1 EGInsO genannten Verfahren faktisch unmöglich gemacht werden.¹⁹⁸ Der Gesetzgeber hat offensichtlich diese Befürchtung geteilt, denn im Einführungsgesetz zur Insolvenzordnung hat der oben beschriebene Nachteilsausgleich keinen Eingang gefunden.¹⁹⁹ Damit genießen Clearinghäuser, genauer gesagt Central Counterparts, ein insolvenzrechtliches Privileg, das aber auch angemessen erscheint, um die Sicherheit und Zuverlässigkeit von Clearinghäusern gerade in einer Krise zu sichern.

Aber auch andere Clearingstrukturen, wie die bei Nasdaq OMX, können effizient das Kontrahentenrisiko minimieren, ohne dass hierfür Banken eingeschaltet werden. Die Clearingstruktur bei Nasdaq OMX ist trotz der Existenz von General-Clearing-Members durch eine deutlich höhere Anzahl an Direct-Clearing-Members gekennzeichnet, also durch Unternehmen, die das Clearing für ihre eigenen Geschäfte selbst übernehmen. In beiden Fällen weisen aber die die Risiken übernehmenden Institute eine hohe Bonität auf, so dass die Einschaltung dieser Einrichtungen eine höhere Effizienz im Energiehandel bewirken kann.²⁰⁰

Anzumerken ist aber, dass es sich bei den angebotenen Clearinglösungen immer nur um die Abgabe des Kontrahentenrisikos auf der Großhandelsseite handelt. Für Weiterverteiler, also beispielsweise Stadtwerke, bleibt das Kontrahentenrisiko auf der Abnehmerseite weiter bestehen, so dass alleine für das Management dieser Risiken ein geeignetes Instrumentarium aufgebaut werden muss.

2. Finanzielle versus physische Erfüllung

- 90 Die überwiegende Anzahl der OTC-Handelsprodukte werden physisch erfüllt, wohingegen börsliche Futureskontrakte finanziell erfüllt werden. Aufgrund der Verbindung von Spot- und Terminmarkt bei der EEX kann auch eine physische Lieferung mit dem Futureskontrakt verbunden werden. Hierzu haben die Teil-

¹⁹⁷ Vgl. Gesetzentwurf der Bundesregierung Entwurf eines Ausführungsgesetzes zur Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR-Ausführungsgesetz). <https://dip21.bundestag.de/dip21/btd/17/112/1711289.pdf> (Stand 28.01.2021). Vertiefend zum Thema EMIR: *Willehelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmundt* (Hrsg.), Handbuch EMIR, Berlin, 1. Aufl. 2016.

¹⁹⁸ Vgl. *European Commodity Clearing AG*, Stellungnahme der European Commodity Clearing AG (ECC) zum Gesetzentwurf der Bundesregierung für ein Ausführungsgesetz zur Verordnung (EU) 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR-Ausführungsgesetz).

¹⁹⁹ Vgl. Art. 102b EGInsO vom 5. Oktober 1994 (BGBl. I S. 2911), das zuletzt durch Artikel 3 des Gesetzes vom 5. Juni 2017 (BGBl. I S. 1476) geändert worden ist.

²⁰⁰ Vgl. Frye, It's back to the Future for Energy Trading, in: Isherwood, World of Power 2003, S. 28 [30].

nehmer, die an einer physischen Belieferung interessiert sind, preisunabhängige Gebote am Auktionsmarkt der EPEX Spot SE für die jeweiligen Stunden zu platzieren. Dadurch erhalten Sie die physische Erfüllung am Auktionsmarkt zum Phelix und erhalten bzw. zahlen am Terminmarkt entsprechende Kompensationszahlungen, so dass der ursprünglich ausgehandelte Preis zum Tragen kommt. Vor diesem Hintergrund kommen der finanzielle Futures und der physische Forward zum gleichen Ergebnis.

Unter Clearinggesichtspunkten ist die Aufteilung in finanzielle und physische Geschäfte vereinfachend, da bei einem Ausfall während der Lieferperiode lediglich das finanzielle Geschäft glattgestellt werden muss.

3. Netting

Unter **Netting** wird die Saldierung und Aufrechnung von gegenläufigen Ansprüchen verstanden. Auf der einen Seite reduziert man hierdurch den Abwicklungsaufwand. Gewichtiger ist aber aus Risikogesichtspunkten, dass hierdurch die Außenstände und damit das Risiko minimiert werden. Fast schon trivial ist, dass es für Netting gegenläufiger Positionen bedarf. Ein Marktakteur muss also mit einem anderen sowohl ein Kauf- als auch ein Verkaufsgeschäft getätigt haben. Notwendiges Kriterium für Netting ist also, dass zwei Unternehmen einmal Käufer und einmal Verkäufer sind. Dies ist häufig dann der Fall, wenn es sich um Händler, also beispielsweise Strom- oder Ölhändler handelt, die die Ware mehrfach kaufen und verkaufen, um an den Preisveränderungen im Zeitverlauf zu profitieren. Liegt jedoch ein anderes Geschäftsmodell zugrunde, bei dem am Großhandel eingekauft und am Retailmarkt wieder verkauft wird, liegt zwar auch eine klassische Handelstätigkeit vor, aber an unterschiedlichen Märkten mit unterschiedlichen Marktakteuren. Es fehlt bei diesem für Stadtwerke typischen Geschäftsmodell an der Doppelrolle als Käufer und Verkäufer gegenüber demselben Vertragspartner.²⁰¹ Bei Unternehmen, die aufgrund ihrer Bedarfs- oder Angebotsstruktur wie eben beschriebene entweder auf der Käufer- oder auf der Verkäuferseite positioniert sind, ergibt sich kein nennenswerter Nettingansatz.

Netting setzt in seiner Grundform neben dem gleichen Geschäftspartner zusätzlich noch die Gleichartigkeit der Forderung voraus. So ist Netting nicht möglich, wenn eine Lieferverpflchtung für das Jahr 2021 mit einem Belieferungsanspruch für das Jahr 2022 vorliegt. Gleiches trifft natürlich für unterschiedliche Energieträger zu. Häufig anzutreffen ist jedoch, dass bei diesen Geschäften die gegenseitigen Forderungen trotz des unterschiedlichen Produkts zu einem bestimmten Zeitpunkt aufgerechnet werden und lediglich die Differenz finanziell ausgeglichen wird. Zu beachten ist hierbei, dass aus einem originär physischen

²⁰¹ Vgl. Bosch, Grundlagen des Clearings, WM 1995, S. 365 [367].

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Kontrakt durch die Nettingvereinbarung ein finanzielles Produkt werden kann, was aufsichtsrechtliche Konsequenzen hat.²⁰²

Die Clearinglösung der ECC und von Nasdaq OMX sind durch die Existenz eines zentralen Vertragspartners gekennzeichnet. Alle Börsengeschäfte bzw. über das so genannte OTC-Clearing in das Clearingsystem eingebrachten Geschäfte werden über den zentralen Kontrahenten abgewickelt. Damit ergibt sich eine größere Möglichkeit für Netting als dies bei bilateralen Nettingvereinbarungen der Fall ist.²⁰³

- 93 Wie oben ausgeführt, bedarf es aber für das Netting der Gleichartigkeit der Forderungen. Nun unterliegen aber die Stromkontrakte dem Marktpreisänderungsrisiko, d.h., eine Strombandbeschaffung für 2021 kann zu unterschiedlichen Preisen erfolgen. Um ein Netting durchzuführen, müssen aber diese möglichen Differenzen ausgeglichen werden. Das Clearinghaus wendet für Futures ein tägliches mark-to-market an, bei dem die Preisveränderung von einem zum anderen Tag in bar ausgeglichen wird. Dies erfolgt mit allen Positionen, so dass die Position stets dem aktuellen Marktpreis, zumindest dem aktuellen Börsenpreis, entspricht. Wird nun eine bestehende Longposition durch den Verkauf eines Futures verringert, so erfolgen am Ende des Börsenhandelstages die Bewertung der Position und die Bewertung des neuen Geschäfts getrennt. Bei der bestehenden Position wird der Abrechnungspreis des Vortrages mit dem aktuellen Abrechnungspreis verglichen und die Differenz wird mit der Kontraktanzahl und dem Kontraktvolumen multipliziert. Bei dem neuen Geschäft erfolgt es entsprechend, mit dem Unterschied, dass anstelle des Abrechnungspreises des Vortrages der Kaufpreis gesetzt wird und nur diese Differenz ausgeglichen wird. Am Ende dieses Prozesses hat nun das neue Geschäft und die bestehende Position die gleiche Bewertungsgrundlage und beide können nun zur neuen Gesamtposition zusammengefasst werden, deren Kontraktanzahl um die Anzahl der Kontrakte aus dem neuen Geschäft kleiner ist. Es erfolgte also eine direkte Saldierung. Die Rechte und Pflichten aus dem Einzelgeschäft sind untergegangen, anstelle dessen stehen dem Inhaber der Position nun die Rechte und Pflichten aus der neuen Gesamtposition zu. Der Ausgleich von Wertdifferenzen im Rahmen der Variation Margin dient also unter anderem dazu, Geschäfte mit unterschiedlichen Preisen in einer Position saldiert zusammenfassen zu können.²⁰⁴ Beim außerbörslichen Netting werden die Preisdifferenzen auch ausgeglichen, wobei dies nur zum Zeitpunkt der Aufrechnungserklärung erfolgt und nicht handelstätiglich. Hierbei kann der auszugleichende Betrag zwar höher sein, dafür ist aber kein täglicher Zahlungsfluss wie bei Börsengeschäften erforderlich.²⁰⁵

202 Vgl. Puderbach/Zenke, Handel aus juristischer Perspektive, in: Zenke/Ellwanger [Hrsg.], Handel mit Energiederivaten, München, 1. Aufl. 2003, S. 44.

203 Vgl. Gerke/Hennies/Schäffner, Der Stromhandel, Frankfurt, 1. Aufl. 2000, S. 55.

204 Vgl. Moser, Gashandel an der EEX, in: Zeitschrift für Energie, Markt Wettbewerb 2/2004, S. 26 [28].

205 Vgl. vertiefend Hufendiek, Teil 1 A. in diesem Band.

Netting stellt aus der Sicht der am Netting beteiligten Unternehmen ein effizientes Instrument zur Reduktion von Risiken dar und kommt daher beim Clearing zur Anwendung.²⁰⁶

4. Clearing von weiteren Produkten und EUA-Geschäften

Mit der Einführung vieler anderer Strom-Terminprodukte, wie beispielsweise dem **Italian-Power-Futures**, dem **Nordic-Power Futures** oder dem **Spanish Power Futures**, dem Spot-Emissionshandels und Termin-Emissionshandels und das Clearing für Gaskontrakte, bekommt der Clearing-Aspekt eine besondere Bedeutung. Alle Geschäfte in den verschiedenen Produkten münden im gleichen Clearing-System und können über Cross-Margining zu reduzierten Sicherheitsanforderungen führen. Neben der Reduktion der Sicherheitenanforderung ist für international tätige Unternehmen auch die einheitliche Abwicklung unterschiedlicher Kontrakte, sei es in Bezug auf eine regionale Verteilung oder auch commodityübergreifend, von effizienzsteigernder Bedeutung. 94

Aber auch hier gilt das für Netting allgemein Gesagte: Bis auf international tätige Handelsunternehmen hat Netting eine eher untergeordnete Bedeutung, denn der Großteil der Markakteure steht überwiegend auf einer Positionsseite. Lediglich bei Positionen in EUA und in Gaskontrakten kommt es häufiger vor, dass die Markakteure (in Strom und EUA und Gas) sowohl Long- als auch Shortpositionen halten und es hierbei zu den beschriebenen Nettingeffekten kommen könnte.

5. Cash flow

Bei einer Preisabsicherung mittels finanzieller Futures und gleichzeitiger Eindeckung der physischen Position am Spotmarkt bezahlt der Teilnehmer für den auf Termin gekauften Strom den Monatsdurchschnittspreis am Spotmarkt und bekommt oder bezahlt im Saldo die Differenz zwischen Monatsdurchschnittspreis des Spotmarktes und Kaufpreis des Futures. Die Saldobetrachtung verdeckt aber den Umstand, dass Bewertungsänderungen aufgrund der Änderung des Abrechnungspreises täglich zu einem Zahlungsstrom im Rahmen der Variation Margin führen. 95

Da die Variation Margin börsentäglich berechnet und bezahlt wird, bedeutet dies, dass es durch die zum Teil erheblichen Preisveränderungen der **Abrechnungspreise** zu einem enormen Zahlungsstrom bei den Handelsteilnehmern kommen kann. Die teilnehmenden Unternehmen müssen auf den Referenzkonten über ausreichende liquide Mittel verfügen, da das Marktpreisrisiko durch die Variation Margin in eine Liquiditätsbelastung umgewandelt wird. Von der Metallgesellschaft ist bekannt, dass alleine das Liquiditätserfordernis ein Unter- 96

²⁰⁶ Vgl. zum Spannungsverhältnis zwischen der vertraglichen Aufrechnung und dem Insolvenzrecht: *Pilgram*, Ökonomische Analyse der bundesdeutschen Insolvenzordnung, Frankfurt, 1. Aufl. 1999; *Häsemeyer*, Aufrechnung, in: Arbeitskreis für Insolvenz- und Schiedsgerichtswesen e.V., Kölner Schriften zur Insolvenzordnung, 1. Aufl. 1997, Rn. 10; zuletzt BGH, Urteil vom 15.11.2012 – IX ZR 169/11.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

nehmen an den Rand des Ruins bringen kann. Das Absicherungsgeschäft ist getätigkt, kann aber gegenüber der Absicherung mit Forwards eine erhebliche **Liquiditätsbelastung** hervorrufen. Die Betrachtung der Finanzströme erhält durch die Tatsache zusätzliche Bedeutung, dass die finanziellen Rückflüsse im Rahmen des Vertriebsgeschäftes zu konstanten Einzahlungen erst in der Lieferperiode führen und damit in ihren Zahlungscharakteristika eher zum Zahlungsstrom der Forwards denn zum Zahlungsverhalten der Futures passen.

- 97 Insgesamt kann es durch den asynchronen Cash-flow zu einem Vorfinanzierungsaufwand kommen, der bei der Gesamtbetrachtung der Absicherungsgeschäfte zu berücksichtigen ist. Der Handelsteilnehmer muss somit über ausreichende Liquidität verfügen, um den Marktpreisbewegungen während der Kontraktlaufzeit folgen zu können. Gerade in Krisenzeiten, wie beispielsweise im März 2020 zum vorläufigen Höhepunkt der Corona-Pandemie, reagieren die Großhandelspreise sehr stark. Hat sich beispielsweise ein Stadtwerk gegen steigende Preise durch den Kauf eines German Power Futures abgesichert, musste dieser Handelsteilnehmer einen Preisrückgang von 30 % hinnehmen, was auf einen Jahreskontrakt rund 150.000 EUR bedeutet. Bei größeren Positionen können derartige Preisbewegungen schnell dazu führen, dass die vorhandene Liquidität ausgeschöpft ist und das Sicherungsinstrument aufgelöst werden muss. Überdies führen die tägliche Abrechnung und Zahlung zu einer Erhöhung der Prozesskosten.²⁰⁷

Häufig, jedoch nicht zwingend, ist mit dem Clearing ein standardisierter und automatisierter Zahlungsverkehr verbunden, der die Prozesse effizienter macht.²⁰⁸ Diesem Aspekt wird bisweilen noch zu wenig Aufmerksamkeit geschenkt, wenn man bedenkt, welcher Einrichtungs- und Unterhaltungsaufwand häufig bei nicht geclearnten Geschäften erforderlich ist. Insofern relativieren sich die oben angesprochenen Prozesskosten, jedoch ist eine gewisse Aversion bei Marktteilnehmern bezüglich eines täglichen cash flows zu beobachten.

6. Stellung von Sicherheiten

- 98 Einen weiteren wichtigen Aspekt beim Risikomanagement im Allgemeinen und beim Clearing im Speziellen umfasst die Stellung von Sicherheiten. Die Stellung von Sicherheiten gehört im Stromgroßhandel zur täglichen Praxis, lediglich bei Vollversorgungsverträgen wird historisch bedingt darauf verzichtet. Die so genannte Finanzkrise hat das Sicherungsbedürfnis in ungeahnte Höhen schnellen lassen, so dass entweder Handelslinien dramatisch reduziert worden sind oder die zu stellenden Sicherheiten in die Höhe geschnellt sind. Im bilateralen Handel werden überwiegend Bankgarantien verlangt, wobei die Höhe der gestellten Sicherheiten die jeweilige Handelshöhe determiniert.²⁰⁹ Geht man davon aus,

207 Vgl. Claxton/Sandbye, Clearing in Power Markets – Old problems, New solutions, World of Power 2002, S. 70 [72].

208 Vgl. Marsh, Taking the slow road, in: Energy Risk 02/2004, S. 46 [48].

209 Vgl. Lapson/Hunter, Credit Risk in Liberalised Power and Natural Gas Markets, in: Risk Books, Managing Energy Price Risk, London, 2. Aufl. 1999, S. 223.

A. Formen des Handels an der EEX

dass man für einen effizienten Handel mindestens eine zweistellige Anzahl an Handelsteilnehmer benötigt, ergibt sich hieraus schnell ein stattlicher Kostenaufwand in Form von Bürgschaftsgebühren. Zudem produziert dies darüber hinaus einen erheblichen Verwaltungsaufwand.²¹⁰

Auch beim dargestellten Clearing sind Sicherheiten zu stellen, so dass hier kein prinzipieller Vorteil des Clearings entsteht. Es gilt aber zu prüfen, ob die Höhe der Sicherheiten beim vorgestellten Clearing geringer ausfallen als beim bilateralen Handel. Da die Höhe der zu stellenden Sicherheiten im OTC-Handel individuell verhandelt sind, ist eine exakte ökonomische Analyse nicht möglich. Die nachfolgende Betrachtung beschränkt sich daher auf die strukturellen Unterschiede.

Durch die Tatsache, dass Geschäfte mit vielen verschiedenen Vertragspartnern auf die Clearingeinrichtung übertragen werden kann, ergibt sich der Vorteil, dass unter den oben genannten Einschränkungen das Netting zu einer Reduktion der Außenstände führt. Grundsätzlich reduziert sich durch die Übertragung auf einen Vertragspartner der Verwaltungsaufwand und die Höhe der gestellten, aber nicht durch Handelsgeschäfte genutzten Sicherheiten. Insoweit ist die Nutzung des Clearings gegenüber dem bilateralen Handel effizienter.

Aufgrund des täglichen Marginings wird mit der zu stellenden Sicherheit nur das Risiko aus der maximalen Preisveränderung bei schlechtester Marktsituation von einem Tag auf den anderen abgedeckt. Gleichwohl ist zu beachten, dass die Höhe der zu stellenden Sicherheiten bezogen auf das damit abgedeckte Risiko teilweise als sehr hoch eingestuft werden kann. Dies ist der hohen täglichen Volatilität geschuldet und es ist zu beachten, dass die Volatilität bei zwei Tagen durch Korrekturbewegungen niedriger ausfällt. Im OTC-Handel muss hingegen mit der Sicherheit häufig der Gesamtvertragswert einschließlich der Preisveränderungen über die gesamte Vertragslaufzeit abgedeckt werden. Insoweit ist die Sicherheitenanforderung der ECC AG im Vergleich zum konventionellen Stromhandel geringer und der Preis hierfür ist bei dieser Clearinglösung in dem höheren Liquiditätserfordernis zu erkennen. 99

Auch beim Thema Sicherheiten spielt das Netting eine wichtige Rolle. Hierbei geht es nicht um das oben beschriebene Positionsnetting, sondern genauer gesagt um Cross-Margining. Mit dem Cross-Margining-Ansatz werden wie oben dargestellt die Sicherheitenanforderungen auf der Berechnungsgrundlage der einzelnen Produkte teilweise gegeneinander aufgerechnet, so dass die Gesamtsicherheitenanforderung kleiner ist als die Summe der Einzelbeträge. Diesem Aspekt kann bei der Integration weiterer Märkte im Rahmen des Cross-Marginings stärkere Bedeutung zukommen und die Vorteile des Clearings voll ausschöpfen. Gleichwohl ist regulatorisch das Cross-Margining auf 80 % beschränkt, denn der Betrag der Margin-Reduzierungen darf nicht höher sein als 80 % der Differenz zwischen der Summe der Margins für jedes Produkt, berech-

²¹⁰ Vgl. Ransley, Clearing monopoly not on the agenda, in: IPE [Hrsg.], Future Energy, S. 61.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

net auf individueller Basis, und der Margin-Berechnung für ein Gesamtportfolio.

Insgesamt kann man bezüglich der Sicherheitenstellung sagen, dass die Nutzung des Clearings insgesamt Effizienzvorteile gegenüber dem bilateralen Handel hat, da unter Inkaufnahme des täglichen Marginings weniger Sicherheiten erforderlich sind.

7. Notwendige Liquidität

- 101 Ungeachtet einer wirtschaftlichen Beurteilung der Clearingfunktion stellt sich die Frage, welches Risiko das Clearinghaus beim Ausfall eines der Vertragspartner trägt. In diesem Fall hat der zentrale Kontrahent Positionen zu bedienen, die auf der anderen Seite keine Entsprechung mehr finden. Theoretisch verbleibt dem Clearinghaus die Möglichkeit, die offenen Positionen zu halten und sich damit der Marktpreissituationen auszusetzen. Das Clearinghaus würde dann als normaler Marktteilnehmer agieren. Geht man jedoch davon aus, dass die Insolvenz des Vertragspartners seinen Ursprung im schlechten Management der Handelspositionen hat, so liegt der Verdacht nahe, dass das Clearinghaus die verlustträchtigen Geschäfte „erbt“. Clearinghäuser haben sich daher dazu entschieden, keine eigenen Positionen zu halten. Dies hat zur Konsequenz, dass die betroffenen Positionen nach Bekanntwerden des Ausfalls durch das Clearinghaus unverzüglich geschlossen werden. Schließen bedeutet, dass das Clearinghaus selbst oder ein Dritter im Auftrag des Clearinghauses am Markt aktiv wird, um Glattstellungsgeschäfte zu tätigen. Entscheidend für das Schließen der Position ist aber, dass das Clearinghaus überhaupt einen Vertragspartner findet. Als unabdingbare Voraussetzung ist dafür ein Mindestmaß an Liquidität erforderlich, so dass Positionen geschlossen werden können.²¹¹ Stark individualisierte Verträge sind in Folge dessen von einem Clearing ausgeschlossen, weil für diese Verträge in angemessener Frist kein neuer Vertragspartner gefunden werden kann. Die Illiquidität oder die schwache Liquidität während bestimmter Zeitperioden lässt das Risiko für das Clearinghaus deutlich ansteigen. Ein Clearing kann daher nur für Produkte angeboten werden, für die sich ein bestimmter Handelsmarkt etabliert hat. Damit beschränkt sich das Clearing auf standardisierte Verträge, für die ein liquider Handelsmarkt besteht.
- 102 Konzentriert man sich auf Handelsprodukte, so ist neben dem Kriterium der vorhandenen Liquidität auch das Kriterium der notwendigen Liquidität zu erfüllen. Die notwendige Liquidität soll als Maßstab für die Preisstabilität verstanden werden. Tritt der Fall ein, dass das Clearinghaus die Positionen schließen muss, ergibt sich ein besonderes Risiko aus einer geringen Liquidität. Je nach Anzahl der glattzustellenden Positionen kann das Glattstellungsgeschäft in einem durch die Insolvenz nervösen Marktumfeld erheblichen Einfluss auf das Preisniveau haben und insofern wiederum auf die Risikoposition des Clearing-

211 Vgl. Pilipovic, Energy Risk, New York, 1. Aufl. 1998, S. 161.

hauses Einfluss nehmen.²¹² Ebenso kann die daraus resultierende Preisveränderung am Markt negativen Einfluss auf die Positionen der anderen Clearingmitglieder haben. Die Belastbarkeit des Marktes spielt daher eine wesentliche Rolle bei Clearingprozessen. Damit schränkt sich der Raum für mögliche Clearingprodukte weiter auf hochliquide Produkte ein. Das Liquiditätsrisiko wird beim **Stress-Test** der ESMA besonders berücksichtigt, indem z.B. eine verzögerte Glattstellung von Positionen und/oder eine reduzierte Stellung überschießender Cash-Positionen angenommen wird.²¹³

8. Das Absicherungssystem

Das Absicherungssystem der ECC ist durch ein tägliches mark-to-market und mit der daran anknüpfenden Variation Margin charakterisiert. Dadurch werden die Positionen zum Marktwert bewertet und Gewinne und Verluste täglich realisiert. OTC-Kontrakte kennen dieses mark-to-market-Verfahren bzw. die daran anschließende Variation Margin in der Regel nicht. Die Zahlung bei diesen Geschäften erfolgt in Teilbeträgen während der Lieferperiode.

Durch die tägliche Realisierung von Gewinnen und Verlusten wird andererseits das von den Clearingbanken zu tragende Risiko auf das **Overnight-risk** begrenzt. Positiv wirkt sich diese Begrenzung auf die Höhe der Additional Margin aus. Die Additional Margin muss bei diesem Verfahren lediglich das Risiko der maximalen Preisveränderung bei ungünstigen Marktverhältnissen über Nacht abdecken und fällt somit im Vergleich mit der Besicherung von OTC-Forwards deutlich geringer aus.²¹⁴

a) Bonität des zentralen Vertragspartners

Für die Vertragspartner ist entscheidend, ob der zentrale Vertragspartner die übernommenen Risiken auch verkraften kann. Dabei ist auf zwei Aspekte abzustellen: Zum einen auf die Bonität des zentralen Vertragspartners und auf den zur Anwendung kommenden Absicherungsmechanismus. Je risikoabsorbierender der Absicherungsmechanismus des Clearingsystems ist, desto stärker rückt die Bonität in den Hintergrund.

Die ECC Clearingstruktur ist durch eine hohe Bonität der teilnehmenden Unternehmen gekennzeichnet. Nicht die European Commodity Clearing AG als zentraler Vertragspartner weist die hohe Bonität auf, sondern die Clearingbanken. Selbst wenn die Absicherungseinrichtung fehlschlagen würde, hat dies nur dann einen Einfluss auf das Clearinghaus, wenn eine der beteiligten Banken ihren finanziellen Verpflichtungen nicht nachkommt. Dann greift der, durch

212 Vgl. Ricknell, What is Clearing & What Benefit Can it Have for Electricity Markets, World of Power 2002, S. 50.

213 Vgl. European Securities and Markets Authority, 3rd EU-wide CCP stress test, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-151-3186_3rd_eu-wide_ccp_stress_test_report.pdf (28.01.2021).

214 Vgl. Broadbent/Senior, Asset Risk Management in the Wholesale Power Market, World of Power 2003, S. 126.

103

104

105

106

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

alle am Clearing beteiligten Unternehmen gespeiste, Clearingfonds. Ist dieser ausgeschöpft, haftet die ECC AG mit ihrem Eigenkapital.²¹⁵ Da Banken einer besonderen Kontrolle hinsichtlich ihrer Solvenz unterworfen sind, ist die Clearingstruktur der ECC unter Bonitätsgesichtspunkten als sehr belastbar zu beurteilen.

Das Risiko der ECC AG ist im Rahmen der zweistufigen Absicherungsarchitektur auf das Bonitätsrisiko der teilnehmenden Banken begrenzt. Erst wenn ein General-Clearing-Member seinen finanziellen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen kann und auch der Clearingfonds erschöpft ist, greift die Haftung der ECC AG. Die Risikoabsorbierung durch die Banken ist in diesem System um ein Vielfaches höher als durch die ECC AG.

b) Konzentrationsrisiko

- 106a Wie dargelegt, kommt der Risikoübernahme und Leistungsfähigkeit der General-Clearing-Member eine zentrale Rolle zu. Dabei wäre eine Risikominimierung dann am größten, wenn viele General-Clearing-Member das Risiko tragen würden. Das entspricht aber nicht der wirtschaftlichen Realität. Vielmehr konzentriert sich das Clearinggeschäft wohl auf wenige Akteure, so dass hier ein **Konzentrationsrisiko** entsteht. Unter Konzentrationsrisiko ist also die Gefahr zu verstehen, die durch den Ausfall eines General-Clearing-Members für das Clearinghaus bzw. die anderen Clearingmitglieder entsteht.

Die ECC trägt diesem Risiko Rechnung, indem es täglich Stress-Tests durchführt und die Höhe des Clearing-Fonds überprüft. Zusätzlich hat ECC Konzentrationslimite definiert. Interessant ist hierbei, dass bei der Bestimmung der Konzentrationslimite auf externe Ratings abgestellt wird.²¹⁶ Hiermit wird ermittelt, ob ECC dem Ausfall der beiden Clearing-Mitglieder mit dem größten kombinierten Engagement standhalten kann. Zum ersten Mal wurde eine Konzentrationskomponente in den Stress-Test der ESMA aufgenommen. Dabei ist auch festgestellt worden, dass es eine Konzentration auch über unterschiedliche Central-Counterparts gibt, so dass ggf. eine Gefährdung eines Clearingsystems durch Turbulenzen in einem anderen Markt entstehen können. Die erste Konzentrationsanalyse zeigte, dass konzentrierte Positionen ein signifikantes Risiko für die CCP's innerhalb der EU darstellen können.²¹⁷

Aus Transparenzgesichtspunkten wäre es wünschenswert, wenn der Handelsteilnehmer Informationen darüber hätte, auf welche Clearingmitglieder sich die Konzentrationen bezieht.

215 Vgl. vertiefend Härle, Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX, Teil 2 B. in diesem Band.

216 Vgl. European Commodity Clearing AG, Konzentrationslimite, Release 1, https://www.ecc.de/fileadmin/ECC/Downloads/Risk_Management/Concentration_Limits/concentration-limits-data.pdf (28.01.2021).

217 Vgl. European Securities and Markets Authority, 3rd EU-wide CCP stress test, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-151-3186_3rd_eu-wide_ccp_stress_test_report.pdf (01.10.2020).

c) Relevanter Markt

Wendet man das oben beschriebene mark-to-market Verfahren zur Ermittlung der Variation Margin an, so ist der auf diesem Markt ermittelte Preis maßgeblich für die Bewertung der Kontrakte. Während bei Börsengeschäften die Preisfeststellung und die Ermittlung des Abrechnungspreises klar definiert und überwacht sind, ist die Preisfindung bei OTC-Trading-Plattformen oder beim Voice-Brokerage Gegenstand von Verhandlungen. Der auf OTC-Plattformen oder über Broker ermittelte Preis hat zunächst nur eine Bedeutung für die beteiligten Parteien. Werden jedoch die Preise in Form eines Indexes für die Bewertung von Kontrakten herangezogen, ist an diesen Referenzpreis eine höhere Anforderung zu stellen. Auch hier gilt natürlich, dass dieses Verfahren nur auf Akzeptanz stößt, wenn der zur Bewertung verwendete Preis als Marktpreis akzeptiert wird. Sowohl die ermittelten Preise als auch die gehandelten Volumina müssen dafür transparent und nachvollziehbar sein, damit sie sich für eine Bewertung eignen. Bislang wird diese Bedingung nur von wenigen OTC-Marktplätzen erfüllt.

Damit stellt sich auch zugleich die Frage nach dem relevanten Markt bzw. dem Referenzmarkt. Clearingprozesse von Börsengeschäften beziehen sich immer auf die Börse. Beim Clearing von OTC-Produkten müsste sich demnach das Clearing auf OTC-Märkte beziehen, wobei aber fraglich ist, welcher Markt konkret herangezogen werden soll. Da es den einen OTC-Markt gibt, werden Hilfsverfahren verwendet, wie die Abfrage von Quotes von Handelsteilnehmern zu bestimmten Zeitpunkten. Das Clearing von Börsengeschäften hat hingegen den strategischen Vorteil, einen klaren Bezug auf die Handelsplattform, nämlich die Börse, und die dort ermittelten Preise zu haben.

d) Der Abrechnungspreis

Basis für die Berechnung der Variation Margin ist der Abrechnungspreis. Der Abrechnungspreis ist der zuletzt ermittelte Börsenpreis. Sollte dieser Börsenpreis nicht dem aktuellen Marktpreis entsprechen, weil beispielsweise das letzte Börsenhandelsgeschäft vom Abrechnungszeitpunkt zeitlich zu weit entfernt ist, kommen andere Verfahren zum Einsatz.²¹⁸ Die Börse wendet hier das so genannte Chefhändler-Verfahren an. Beim Chefhändler-Verfahren werden die Chefhändler nach einer Preisindikation befragt, aus deren Mittelwert dann der Börsenpreis ermittelt wird.²¹⁹ Die Abfrage erfolgt mittels eines standardisierten Formulars außerhalb des Handelssystems und obgleich alle Börsenteilnehmer an diesem Verfahren teilnehmen können, ist es ihnen verwehrt, auf diese Preise zu handeln. Dieses Verfahren unterscheidet sich aber nicht zu oben dargestelltem Verfahren beim OTC-Clearing.

218 Vgl. European Energy Exchange AG, Verfahren zur Festlegung des Settlement-Preis, Release 5.05, S. 5, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/handelsformulare-und-dokumentation> (Stand 28.01.2021).

219 Vgl. European Energy Exchange AG, Verfahren zur Festlegung des Settlement-Preis, Release 5.05, S. 5, <https://www.eex.com/de/maerkte/handel/handelsformulare-und-dokumentation> (Stand 28.01.2021).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

- 110 Es trüge zur Verbesserung der Akzeptanz der Börse bei, wenn das Chefhändler-Verfahren im System erfolgen würde und jeder Teilnehmer in Kauf nehmen müsste, auf dem so annoncierten Preis durch ein Geschäft auch verpflichtet zu werden. Diese Forderung erhält besonders dadurch an Bedeutung, als das der Anteil „nicht börslich gehandelter“ Produkte den überwiegenden Teil des Clearingvolumens darstellt und die Börse Gefahr läuft, ihren strategischen Vorteil des Abrechnungspreises zu verlieren.
- 111 Das gemeinsame Clearing von Börsengeschäften und OTC-Kontrakten ist aber insoweit akzeptiert, wie der beim Clearing verwendete Abrechnungspreis auf allgemeine Akzeptanz stößt. Dies ist nur dann gegeben, wenn der Abrechnungspreis Ergebnis börslicher Aktivitäten ist. Kommen jedoch andere Verfahren zur Bestimmung des Abrechnungspreises zur Anwendung, verliert das börsennahe Clearing sein Alleinstellungsmerkmal und damit seinen Vorteil gegenüber bilateral vereinbarten Abrechnungspreisen mit der Folge, dass das Clearingangebot an Attraktivität verliert. Diese Dialektik ist die große Gefahr und insofern ist es im ureigensten Interesse des Börsenträgers, nur Produkte aufzusetzen, die einen hohen oder gar überwiegenden Anteil des Handelsvolumens börslich abwickeln. Erfreulich ist in diesem Zusammenhang, dass der Anteil börslich gehandelter Kontrakte wieder zunimmt.

9. Transparenz des Börsenhandels

- 112 Das Beispiel zur Nutzung des Terminmarktes zeigt auch deutlich die Doppelfunktion des Spotmarktes. Der Spotmarkt dient einerseits zur Portfoliooptimierung, also zur kurzfristigen Mengenanpassung an die jüngste Lastprognose.²²⁰ Auf der anderen Seite liefert der Spotmarkt den Basispreis für die Termingeschäfte, weshalb diese auch Phelix-Futures hieß. Als dritte Funktion dient der physische Spotmarkt den Teilnehmern zur Abdeckung ihrer physischen Bedürfnisse aus den finanziellen Termingeschäften.²²¹ Das eingangs erwähnte Handelsvolumen am Spotmarkt der EPEX Spot SE setzt sich also aus drei Quellen zusammen: Aus der Portfoliooptimierung, aus der Vermarktung von EEG-Strom im Wege der Direktvermarktung und aus der Umwandlung der finanziellen Futurespositionen. Das Beispiel hat aber gezeigt, dass diese Positionen als preisunabhängige Gebote Eingang in die Spotmarktauktion finden. Preisunabhängige Gebote haben aber per Definition keinen Einfluss auf die Preisfindung am Spotmarkt, sofern auf der Nachfrage- und Angebotsseite das gleiche Volumen eingestellt wird. Es trüge zur weiteren Vertrauensbildung der Börse bei, wenn Informationen veröffentlicht würden, welches Volumen aus dem Terminmarkt über die physische Erfüllung von Terminmarktpositionen in den Spotmarkt einfließen. Überdies ist von Interesse, ob hier die Angebots- und Nachfra-

220 Vgl. Zenke/Wollschläger, Resümee/Handlungsempfehlungen in Zenke/Wollschläger [Hrsg.] § 315 BGB – Streit um Versorgerpreise, 2. Aufl., Frankfurt am Main 2009, S. 245 [251].

221 Vgl. Pilgram, Handel an der EEX, Wirtschaftswelt Energie 10/2002, S. 11 [12].

geseite in gleichem Maße durch die Umwandlung der Terminmarktpositionen beeinflusst wird.²²²

Es trüge auch der Transparenz der Börse und damit der nachhaltigen Stärkung des Vertrauens in die Börse bei, wenn die Börse weitere Informationen über die Börsenaktivitäten veröffentlicht würde. Es wäre z. B. hilfreich, wenn auf monatlicher Basis die Unternehmen mit den größten Handelsumsätze (zur Sicherstellung der erforderlichen Anonymität Kauf- und Verkaufspositionen zusammen) veröffentlicht würden. Damit würde die Börse die vielfach erhobenen Vorwürfe der Beeinflussung durch bestimmte Teilnehmer versachlichen.²²³

113

VII. Fazit

Die erforderliche Nähe der Spotbörsen zu den Übertragungsnetzbetreibern, aber auch der politische Aspekt, dass in vielen europäischen Ländern Energieversorgung als nationalstaatliche Angelegenheit betrachtet wird, lässt die Vermutung zu, dass auch zukünftig die Anzahl an Spotbörsen eher zu- denn abnehmen wird. Dabei ist zu beachten, dass nicht die nationalen Staatsgrenzen, sondern die Preisgebiete den relevanten Markt beschreiben. Das Preisgebiet ist jenes geografische Gebiet, in dem ein Marktpreis zustande kommt. Diese Erscheinung ist mit der am 20. Mai 2015 implementierten lastflussbasierten Marktkopplung (Flow Based Market Coupling – FBMC) in Zentralwesteuropa beendet worden, so dass man eher von einem gekoppelten, europäischen Binnenmarkt für Strom sprechen kann. Dabei wird die Zuteilung von Übertragungskapazitäten teilweise zeitgleich mit dem Market Clearing an den Strommärkten durchgeführt, was durch die engere Verzahnung von Kapazitätszuteilung und Marktgeschehen größere grenzüberschreitende Transportkapazitäten sichert. Mit NEMO (Nominated Electricity Market Operator) und XBid für den Intraday-Handel findet diese Entwicklung auf der Handelsebene ihren Niederschlag und formt so den Europäischen Binnenmarkt für Strom.²²⁴

114

Für Unternehmen, die lediglich in ihrem jeweiligen Heimatland tätig sind, ist die Zunahme an Spotbörsen zunächst unproblematisch. Abgeschlossene Märkte sind aber stärker von regionalen Marktstrukturen abhängig, so dass sich Angebotskonzentration und nationale Produktionsstruktur stärker auf die regionalen Preise auswirken. Ordnungspolitisch effizienter sind daher große Markträume mit entsprechender Angebotsverteilung, so dass die Bestrebungen zum europäischen Binnenmarkt auch den Marktakteuren zugutekommen, die nur in ihrem Heimatmarkt aktiv sind.²²⁵

115

222 Vgl. zu Problemen bzgl. der Preis- und Missbrauchsaufsicht: *Bohne*, Im Regulierungswahn, IR Energie, Verkehr, Abfall, Wasser 2005, S. 170 [171].

223 Vgl. *Wolffsky*, Die Marktmisbrauchsverbote nach dem Markttransparenzstellengesetz, 1. Aufl. Hamburg 2013, S. 4.

224 VERORDNUNG (EU) 2015/1222 DER KOMMISSION vom 24. Juli 2015 zur Festlegung einer Leitlinie für die Kapazitätsvergabe und das Engpassmanagement.

225 Vgl. *MVV AG* [Hrsg.], Erfahrungen mit 5 Jahren Liberalisierung des europäischen und deutschen Strommarktes, 1. Aufl., Mannheim 2003, S. 11.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

- 116 Eine andere Situation ergibt sich im börslichen Terminmarkt. Zurzeit bieten die Strombörsen in Großbritannien, Skandinavien, Polen, Italien und Deutschland börsliche Terminmarktkontrakte an. Die EEX hat dabei eines der umfangreichsten Produktangebote und der Konsolidierungsprozess befindet sich in vollem Gange. Es ist aber keineswegs realistisch, dass am Ende eines solchen Prozesses nur noch eine Börse in Europa übrigbleiben wird. Dies ist dann ökonomisch sinnvoll, wenn der Effizienzverlust aus unterschiedlichen Handels- und Abwicklungssystemen und aus aufgeteilter Liquidität durch Wettbewerbseffekte überkompensiert wird.

Zentrale Bedeutung kommt den Erneuerbaren Energien zu. Sie bestimmen zunehmend die Preise an den Spotbörsen und infolgedessen auch an den Terminmärkten. Die Erneuerbaren Energien ohne Grenzkosten verdrängen die Stromerzeugungen mit Brennstoffkosten und die Energy-Only-Märkte kollabieren unter dem Druck der Erneuerbaren Energien. Für die Börsen und insbesondere für die EEX bedeutet dies, ihre Rolle in einem neuen, durch Erneuerbare Energien geprägten Marktdesign finden zu müssen.

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

Inhaltsübersicht

I. Rechtsgrundlagen.....	117
II. Beteiligte am EEX Spot- und Terminmarkt.....	122
1. Börse und Börsenträger	124
2. Börsenteilnehmer	126
3. Market Maker und Liquid Provider.....	130
4. Trading Agent.....	132
5. Börsenhändler und Händlerassistenten.....	133
6. Clearinghaus	137
7. Clearing-Mitglieder	139
8. Börsenaufsichtsbehörde, Handelsüberwachungsstelle und Sanktionsausschuss	145
III. Kontraktspezifikation	148
1. Energie und energienahre Produkte.....	154
a) Strom-Futures	155
b) Optionen auf Strom-Futures.....	157
c) Erdgas-Produkte	159
2. Umweltprodukte (Ziffer A.2 KS).	162
a) Allgemeine Zertifikate (EUA) und Luftverkehrszertifikate (EUAA).....	163
b) Green Certified Emission Reductions.....	164
3. Agrarprodukte	165
a) Futures auf Kartoffeln.....	166
b) Futures auf Milchprodukte.....	167
IV. Handel	168
1. Vertragsbeziehungen	168
a) Spotmarkt	168
b) Terminmarkt.....	171
2. Handelsablauf	178
a) Handelsarten und Handelsformen	179
b) Börsenzeit, Handelsphasen und Preisermittlung	182
3. Gebote, Aufträge und Quotes	188
V. Störungen des Schuldverhältnisses	202
1. Clearingsystem	202
a) Sicherheitsleistung	210
b) Ausfallfonds (Clearing-Fonds)	227
2. Verzug	234
a) Eintritt des Verzuges	234
b) Technischer Verzug	238
c) Sonstige Maßnahmen bei Verzug	240
3. Zurücknahme, Aussetzung, Einstellung sowie Barausgleich	244
4. Technische Störungen im Handelssystem der EEX	259
5. Störungen bei einem Börsenteilnehmer	264
6. Aufhebung von Geschäften und Aufträgen	267
7. Einwendungen gegen Geschäftsabschlüsse	269
a) Voraussetzungen	269
b) Antrag, Form und Frist	276

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

c) Irrtum.....	<u>278</u>
d) Rechtsfolge	<u>285</u>
e) Besonderheiten	<u>290</u>
8. Weitergehende Rechte	<u>291</u>
9. Schutzmechanismen der EEX und ECC	<u>297</u>
a) Trading- und Clearing-Limite.....	<u>298</u>
b) Positionslimite.....	<u>299</u>
10. Marktmissbrauch (MAR und REMIT).....	<u>304</u>
11. Code of Conduct.....	<u>313</u>
12. Sanktionsausschuss	<u>329</u>

Literatur

- Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl., München 2007
Bartsch/Röhling/Salje/Scholz, Stromwirtschaft, Ein Praxishandbuch, 2. Aufl., Köln 2008
Baumbach/Hopt, Handelsgesetzbuch (HGB), Kommentar, 32. Aufl., München 2006
Boos/Fischer/Schulte-Mattler, Kreditwesengesetz, Kommentar zu KWG und Ausführungs vorschriften, 3. Aufl., München 2008
Daube, Market-Maker in Aktienoptionen an der Deutschen Terminbörse, Wiesbaden 1993
Casper, Das neue Recht der Termingeschäfte, WM 2003, 161–168
Claussen, Das neue Börsenaufsichtsrecht, DB 1994, 969–974
EEX, Spotmarktkonzept vom 01.08.2005, Release 0012A, Leipzig 2005, veröffentlicht unter <http://www.eex.de/infocenter/downloads> (01.01.2006)
EEX, Terminmarktkonzept vom 04.10.2005, Release 0012A, Leipzig 2005, veröffentlicht unter <http://www.eex.de/infocenter/downloads> (01.01.2006)
Elspas/Sale/Stewring, Emissionshandel, Ein Praxishandbuch, Berlin 2006
Ensthaler/Bock/Strübbe, Publizitätspflichten beim Handel von Energieprodukten an der EEX – Reichweite des geänderten § 15 WpHG, BB 2006, 733–736
Groß, Wolfgang, Kapitalmarktrecht, 7. Aufl., München 2020
Hammen, Börsengeschäft und allgemeines Privatrecht – Das Matchen von Angeboten desselben Kreditinstituts, ZBB 2000, S. 293–301
Härle, Die Terminbörsen EUREX und WTB, Berlin 2002
Heymann, Handelsgesetzbuch, Kommentar, begründet von Ernst Heymann, Band 4, §§ 323–460, 1. Aufl., Berlin, New York 1989
Horn, Die Erfüllung von Wertpapiergeschäften unter Einbeziehung eines Zentralen Kontrahenten an der Börse, WM 2002, Sonderbeilage Nr. 2, S. 2–23
Horstmann/Cieslarczyk (Hrsg.), Energiehandel, Ein Praxishandbuch, Köln, Berlin, München 2006
Jabornegg, Handelsgesetzbuch mit Firmenbuchgesetz und Handelsmaklerrecht, Kommentar, Wien 1997
Jaskulla, Voraussetzungen und haftungsrechtliche Konsequenzen einer Aussetzung des Börsenhandels vor dem Hintergrund der Ereignisse des 11.9.2001 – Zugleich Überlegungen im Anschluss an die Entscheidung des OLG Frankfurt a.M. – 1 U 209/99 – (rechtskräftig) vom 18.1.2001, WM 2002, S. 1093–1105
Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Köln 2002
Melzer, Zum Begriff des Finanztermingeschäfts, BKR 2003, 366–372
Menninger, Börsen- und zivilrechtlicher Charakter von Financial Futures, WM 1994, S. 970–974

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

- Pohl, Neue Generation derivativer Finanzinstrumente – Anlaß zu juristischer Nachstellung, WM 1995, S. 957–964
- Puderbach/Zenke, Der Handel mit Warenterminen in Europa und Deutschland, BKR 2003, 360–366
- Rinker, Vertragsschluss im börslichen elektronischen Handelssystem, Berlin 2003
- Schwarz, Kommentar zum Börsengesetz, 1. Aufl., München 1976
- Schwarz, Kommentar zum Börsengesetz, 2. Aufl., München 1994
- Schwarz (Hrsg.), Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Aufl., München 2004
- Schwarz/Zimmermann (Hrsg.), Kapitalmarktrechtskommentar, 5. Aufl., München 2020
- Schäfer (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZIV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, Stuttgart, Berlin, Köln, 1999
- Schäfer, Grundzüge des neuen Börsenrechts, ZIP 1987, 953–959
- Schlegelberger, Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Band IV, §§ 346–372 HGB, 5. Aufl., München 1977
- Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechtshandbuch, Band III, 3. Aufl., München 2007
- Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechtshandbuch, Band II, 5. Aufl., München 2017
- Schweer/von Hammerstein, Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz, Köln 2004
- Walter, Zu den Voraussetzungen einer Kursaussetzung, WuB I G 5–5.89
- Zerey, Finanzderivate, Rechtshandbuch, 4. Aufl. Baden-Baden 2016

I. Rechtsgrundlagen

Rechtsgrundlagen für den Handel an der EEX sind im Wesentlichen das Börsengesetz, die Sächsische Börsenrechtsdurchführungsverordnung und Zuständigkeitsübertragungsverordnung, das Börsenrecht, das Wertpapierhandelsgesetz und Kreditwesengesetz sowie die Regelwerke der EEX und ECC AG.¹ Die Regelwerke der EEX (§ 5 BörsO) und ECC AG bestehen aus

- der Börsenordnung der EEX,
- den Handelsbedingungen der EEX,
- den Kontraktspezifikationen der EEX,
- der Trade Registration Regelungen der EEX,
- dem Code of Conduct der EEX,
- der Zulassungsordnung der EEX,
- den Durchführungsbestimmungen der EEX,
- den OTC-Clearing-Bedingungen der EEX,
- den EEX Durchführungsbestimmungen,
- den Clearingbedingungen der ECC AG.

Die **Börsenordnung**, die der Börsenrat als öffentlich-rechtliche Satzung erlässt (§ 12 II Nr. 1 BörsG) und der Genehmigung der Börsenaufsichtsbehörde bedarf (§ 16 III 1 BörsG), regelt den Geschäftszweig der EEX, grundlegende Fragen der Börsenorganisation und Börsenorgane, der Zulassung als Börsenteilnehmer,

¹ Den Ausführungen liegen die Regelwerke Stand Januar 2021 zugrunde. Das Regelwerk der EEX ist veröffentlicht unter <http://www.eex.com/de> (04.02.2021).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Börsenhändler und Market-Maker, der Zulassung von Produkten sowie des Börsenhandels und der Sicherheitsleistungen sowie der Veröffentlichung der Preise und Umsätze (vgl. § 16 BörsG).

- 119 Die **Bedingungen für den Handel an der EEX** (auch Bedingungen für Geschäfte, Geschäftsbedingungen, Handelsbedingungen, Usancen) regeln allgemeine und besondere Fragen des Handelsablaufs und der Handelsabschlüsse, die die allgemeinen zivilrechtlichen Bestimmungen für Börsengeschäfte ergänzen.² Bestandteil der Bedingungen für den Handel sind nach § 3 III HB die **Kontraktspezifikationen**, die insbesondere die essentialia negotii der für den Spot- und Terminhandel an der EEX zugelassenen Kontrakte regeln. Da die Bedingungen für den Handel einerseits den Vertragsschluss und Inhalt der privatrechtlichen Börsengeschäfte und andererseits Einzelheiten der Nutzung der Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts regeln, war deren Rechtsnatur im Börseninnenverhältnis umstritten. In der Literatur wurden sie überwiegend privatrechtlich als Allgemeine Geschäftsbedingungen i. S. v. §§ 305 ff. BGB³ oder als Vertragsbedingungen⁴ qualifiziert. Das VG Frankfurt a. M. hat sie vor dem Hintergrund der Prüfung der Rechtmäßigkeit einer Sanktion als öffentlich-rechtliche Satzung und damit als objektiv geltendes Recht qualifiziert.⁵ Mittlerweile ergibt sich aus § 12 II Nr. 1 BörsG, dass der Börsenrat die Bedingungen für den Handel als öffentlich-rechtliche Satzung erlässt.
- 120 Der Börsenrat hat am 13.06.2008 auf der Grundlage ihres Selbstverwaltungsrechts den **Code of Conduct** als Teil des Regelwerks verabschiedet. Er gilt für die Börse selbst, alle Börsenteilnehmer und Händler, die an der EEX zugelassen sind, und für alle weiteren Personen, denen die Nutzung der Börseneinrichtung gestattet ist (§ 1 I 1 Code of Conduct⁶). Der Code of Conduct, der Rechtsnatur nach öffentlich-rechtliche Satzung, ergänzt die börsenrechtlichen Vorschriften, beispielsweise die Börsenordnung und der Handelsbedingungen. Der Code of Conduct bestimmt allgemeine und besondere Verhaltensregeln. So enthält er

2 Vgl. § 1 II 2 BörsO; *Schwark*, in: Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Aufl., § 9 Rn. 19.

3 Vgl. LG Köln, Urteil vom 17.01.1991 (Az. 86 O 125/90) = WM 1991, 586 [587], vor dem Hintergrund des Börsenaußenverhältnisses; *Hefermehl*, in: Schlegelberger, Kommentar zum Handelsgesetzbuch, § 346 Rn. 3; *Kerschner*, in: Jabornegg, Handelsgesetzbuch, § 346 Rn. 9; *Heymann*, Handelsgesetzbuch, § 346 Rn. 18; *Härle*, Die Terminbörsen EUREX und WTB, Berlin 2002, S. 74 ff; vgl. *Baumbach/Hopt*, Handelsgesetzbuch, § 346 Rn. 2.

4 *Schwark*, in: Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Aufl., § 9 Rn. 13, 19; *Schwark*, Kommentar zum Börsengesetz, 2. Aufl., Einl §§ 50–70, Rn. 43 f.

5 Urteil vom 17.06.2002 (Az. 9 E 2028/01) = BKR 2002, S. 965 = ZBB 2002, S. 510: „Eine Sanktion wegen Verstoßes gegen börsenrechtliche Vorschriften beim Handel an der Eurex Deutschland (§ 9 II 1 Nr. 1 BörsG) setzt im Hinblick auf Art. 2 Abs. 2 Hessische Verfassung voraus, dass diesen Vorschriften Rechtsnormcharakter zukommt. Die Bedingungen für den Handel sind als Satzung zu qualifizieren.“; noch offen gelassen in VG Frankfurt a. M., Urteil vom 25.02.2002 (Az. 9 E 3090/009).

6 § 1 II Code of Conduct ist ferner für die Personen und Unternehmen bindend, die an der Settlementpreisbestimmung der Börsengeschäftsführung mitwirken.

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

unbeschadet der Regelungen in REMIT⁷ und MAR⁸ das Verbot von Kurs- und Marktmanipulationen sowie das Gebot der Transparenz. Er verpflichtet, bei der Bearbeitung von Aufträgen bestimmte Vorkehrungen zu treffen. Der Code of Conduct verpflichtet Börsenteilnehmer, sich interne Regelungen zu geben und eine Organisationsstruktur vorzuhalten. Dabei werden Anforderungen an die Organisation des Börsenteilnehmers und Qualifikation der Händler näher bestimmt. Der Code of Conduct enthält auch Regelungen über Anordnungen, Auskünfte und Sanktionen. Börsenteilnehmer und Händler sind verpflichtet, Anordnungen und Regelungen der Börsenaufsichtsbehörde, Börsengeschäfts-führung und Handelsüberwachungsstelle Folge zu leisten. Die Börsenaufsichts-behörde und Handelsüberwachungsstelle sind berechtigt, soweit dies zur Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlich ist, von jedem Börsenteilnehmer Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen zu verlangen sowie Prüfungen vorzunehmen. Weiter enthält der Code of Conduct allgemeine Bestimmungen über das Verhal-ten gegenüber der Öffentlichkeit.

Die von der European Commodity Clearing AG (ECC AG) aufgestellten Clearingbedingungen regeln die **Voraussetzungen für die Teilnahme am Clearingverfahren** und die **Erfüllung, Abwicklung und Besicherung** der an der EEX abgeschlossenen oder registrierten Geschäfte (Clearing). Für die Erfüllung, Abwick-lung und Besicherung sind **ausschließlich** die Clearingbedingungen der ECC AG maßgeblich (§§ 6, 7 HB). Mangels Rechtssetzungskompetenz der ECC AG sind die Clearingbedingungen nicht objektiv geltendes Recht⁹, sondern privat-rechtliche Geschäftsbedingungen¹⁰.

121

II. Beteiligte am EEX Spot- und Terminmarkt

Beteiligte an den privatrechtlichen Börsengeschäften der EEX Spot- und Ter-minmärkte sind Handelsteilnehmer (Börsenteilnehmer und Börsenhändler), Trading Agents, Broker, Clearingmitglieder sowie die European Commodity Clearing AG (ECC AG) und European Commodity Clearing Luxembourg S.á.r.l. (ECC Lux)¹¹. Spot- und Termingeschäfte werden über die elektronischen Han-delssplattformen der EEX abgeschlossen (§§ 1 II, 14 Satz 1 BörsO). Börsenhändler

122

-
- 7 Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 vom 25. 10. 2011 über die Integrität und Transpa-renz des Energiegroßhandelsmarkts und REMIT Durchführungsverordnung.
 - 8 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Markt-missbrauchsverordnung).
 - 9 Zur Aufsicht über das Clearingverfahren gem. § 3 IV 3 BörsG vgl. Beck, in: Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Aufl., § 1 Rn. 36.
 - 10 Cieslarczyk/Pilgram, Börsen und Clearing für den Energiehandel, in: Horst-mann/Cieslarczyk, Energiehandel, München 2006, S. 642 Rn. 34; Härtle, Die Terminbörsen EUREX und WTB, Berlin 2002, S. 82 ff. Die Wirksamkeit der Regelung in Ziff. 6.1 CB, wonach ganz allgemein „eine Rechtshandlung, die von der ECC auf Anweisung eines Marktes oder einer Aufsichtsbehörde vorgenommen wird“, keine Verletzung der Clearingbedingungen darstellen soll, ist daher zweifelhaft.
 - 11 Zum Begriff des Handelsteilnehmers und mittelbaren Börsenteilnehmers vgl. § 3 IV 1 BörsG.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

geben für Börsenteilnehmer Aufträge in das EDV-System der EEX ein. Das Spot- oder Termingeschäft kommt jedoch nicht unmittelbar zwischen den Börsenteilnehmern oder Börsenhändlern zustande. Nach dem Regelwerk wird die **ECC AG** bei jedem Spot- oder Termingeschäft notwendig Vertragspartner. Am Spotmarkt ist Vertragspartner der ECC AG teilweise direkt der Börsenteilnehmer, teilweise unter Zwischenschaltung der ECC Lux (§ 7 I 1 HB, Ziffer 3.3.1 II CB). Ist der Börsenteilnehmer Nicht-Clearing-Mitglied garantiert das den Börsenteilnehmer betreuende System-Clearing-Mitglied die Erfüllung des Geschäfts (Ziffer 3.3.3 II 1 CB). Die Geschäfte am Terminmarkt der EEX werden nur zwischen der ECC AG und einem Clearing-Mitglied geschlossen (§ 7 II 1 HB, Ziffer 3.3.1 ICB). Ist der Börsenteilnehmer Nicht-Clearing-Mitglied, kommen die Termingeschäfte nur über das System-Clearing-Mitglied zustande, über das der Handelsteilnehmer als Nicht-Clearing-Mitglied seine Geschäfte abwickelt (Ziffer 3.3.2 CB).

- 123 Damit übernimmt die EEX das bewährte System der **Zentralen Gegenpartei** (CCP), das moderne Börsen kennzeichnet (§ 50 BörsO). Stehen sich die korrespondierenden Aufträge (Kauf- und Verkaufsauftrag) zweier Marktteilnehmer ausführbar gegenüber (Matching), ist das Clearinghaus notwendig Vertragspartner. Funktion der Zwischenschaltung der ECC AG ist die Gewährleistung der Erfüllung und Besicherung der abgeschlossenen Geschäfte (vgl. Präambel der CB).

1. Börse und Börsenträger

- 124 Die European Energy Exchange (EEX) ist eine staatlich genehmigte und beaufsichtigte Börse mit Spot- und Terminmärkten. Sie ist Warenbörse im Sinne des § 2 III BörsG. Sie betreibt gem. § 1 I (a) BörsO die Teilmärkte
- EEX Power Derivatives Market für den Terminhandel von Strom und Herkunfts nachweisen,
 - EEX Natural Gas Market für den Spot- und Terminhandel mit Erdgas,
 - EEX Emission Market für den Spot- und Terminhandel mit Emissionsrechten,
 - EEX Biomass Market für den Terminhandel mit forstwirtschaftlichen Erzeugnissen zur Energieerzeugung,
 - EEX Freight Market für den Terminhandel mit Frachtraten,
 - EEX Metal Market für den Terminhandel mit Eisenerzen,
 - EEX Agricultural Market für den Terminhandel mit landwirtschaftlichen Produkten.

Die EEX ist **teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts** (§ 2 I BörsG). Börsenorgane sind der Börsenrat (§ 12 I 1 BörsG), die Börsengeschäfts führung (§ 15 I 1 BörsG), die Handelsüberwachungsstelle (§ 7 I 1 BörsG) und der Sanktionsausschuss (§ 22 I 1 BörsG, § 22 I 1 SächsBörsDVO).

- 125 Die European Energy Exchange AG (EEX AG) ist **Träger** der Börse (§ 2 I BörsO). Sie ist als Träger verpflichtet, der Börse auf Anforderung der Börsengeschäfts-

führung die für den Betrieb und Fortentwicklung der Börse erforderlichen personellen, sachlichen und finanziellen Mittel zur Verfügung zu stellen (§ 2 II BörsO).

2. Börsenteilnehmer

Zur Teilnahme am Börsenhandel ist eine **Zulassung** durch die Geschäftsführung erforderlich (§ 19 I BörsG). Dementsprechend dürfen an der EEX nur zugelassene Börsenteilnehmer Börsengeschäfte abschließen oder vermitteln (§ 14 Satz 2 BörsO). Von Börsenteilnehmern sind Trading Agents zu unterscheiden, die zwar keine Börsenteilnehmer sind, aber im Auftrag und für Rechnung von anderen bei der EEX zugelassenen Börsenteilnehmern handeln. Die Teilnahme zum Börsenhandel kann nach § 15 I BörsO nur für Spotmarktgeschäfte, nur für Terminmarktgeschäfte, für einen oder mehrere Teilmärkte oder Produkte sowie für alle Spot- und Terminmarktgeschäfte beantragt werden. Ausländische Unternehmen haben vor ihrer Zulassung als Börsenteilnehmer einen Zustellungsbevollmächtigten mit Sitz in Deutschland zu benennen.

Die Zulassung als Börsenteilnehmer an der EEX setzt nach §§ 19 II BörsG, 17 I BörsO voraus, dass das Unternehmen gewerbsmäßig, d.h. auf Dauer angelegt und auf Gewinnerzielung gerichtet, im Zusammenhang mit den bei der EEX börsenmäßig handelbaren Gegenständen die Anschaffung und Veräußerung für eigene Rechnung betreibt (Eigengeschäfte), die Anschaffung und Veräußerung im eigenen Namen für fremde Rechnung betreibt (Kundengeschäfte) oder die Vermittlung von Verträgen über die Anschaffung und Veräußerung übernimmt (Vermittlungsgeschäfte). Die Durchführung dieser Börsengeschäfte ist Grundhandelsgewerbe gem. § 1 II Nr. 1, 4 und 7 HGB.¹²

Da die Funktionsfähigkeit der Börse auf Zuverlässigkeit, Schnelligkeit und wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Börsenteilnehmer angewiesen ist,¹³ ist die Teilnahme am Börsenhandel auf professionelle und kapitalkräftige Börsenteilnehmer beschränkt¹⁴. Die Zulassung als Börsenteilnehmer setzt daher voraus, dass die für das Unternehmen handelnden Personen beruflich geeignet und zuverlässig sind (§§ 19 IV Nr. 1 BörsG, 21 I, 22, 23 I 1 BörsO)¹⁵, dass die Abwicklung der an den EEX Börsen getätigten Geschäfte gewährleistet ist (§§ 19 IV Nr. 2 BörsG, 18 BörsO), dass die technischen Anforderungen erfüllt sind (§§ 19, 20 BörsO)¹⁶ und dass das Unternehmen über Eigenkapital in Höhe von mindestens 50.000,00 EUR verfügt, sofern das Unternehmen kein Kreditinstitut im Sinne des Kreditwesengesetzes ist (§§ 19 IV Nr. 3 BörsG, 17 III BörsO).

12 Schwark, in: Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Aufl., § 16 Rn 14 f.

13 Schwark, in: Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Aufl., § 16 Rn. 1.

14 Zur Regelung des Zugangsrechts an den Börsen, vgl. Schwark, in: Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Aufl., § 16 Rn. 1 ff.

15 Vgl. hierzu BVerwG, Urteil vom 07. 11. 1985 (Az. 5 C 29/82) = WM 1986, 963 ff.

16 Vgl. auch die Durchführungsbestimmungen zu § 20 Börsenordnung für die European Energy Exchange (Technische Einrichtungen betreffend das elektronische Handelssystem EUREX) vom 08. 11. 2011.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

- 129 Die Zulassung ist **begünstigender Verwaltungsakt**. Mit der Zulassung entsteht ein öffentlich-rechtliches Benutzungsverhältnis zwischen dem Börsenteilnehmer und der Börse (vgl. § 2 I BörsG).¹⁷ Dem Börsenteilnehmer steht ein subjektiv-öffentliches Recht zur Nutzung der Börse zu.¹⁸

3. Market Maker und Liquid Provider

- 130 Die Börsengeschäftsführung kann entscheiden, dass der Handel mit einzelnen oder mehreren Produkten durch Market Maker oder Liquidity Provider unterstützt wird (§§ 26c BörsG, 30 ff. BörsO). **Market Maker und Liquid Provider** betreiben an der EEX kontinuierlich Handel durch An- und Verkauf von Produkten unter Einsatz eigenen Kapitals für eigene Rechnung zu von ihnen gestellten Kursen (§§ 30 II, 32 I BörsO bzw. §§ 30 III, 35 I 1 BörsO). Damit ist die Erbringung genehmigungspflichtigen Eigenhandels für andere im Sinne des § 1 Ia 2 Nr. 4 KWG verbunden. Nur Börsenteilnehmer können als Market Maker und Liquidity Provider zugelassen werden. Sie erfolgt auf Antrag des Börsenteilnehmers durch Verwaltungsakt der Börsengeschäftsführung (§§ 30 II und III, 31, 34 BörsO). Anders als Market Maker können Liquid Provider auch durch privat-rechtliche Vereinbarung bestellt werden. Ein Börsenteilnehmer, der einen algorithmischen Handel im Sinne des § 80 II WpHG betreibt und eine Market-Making-Strategie nach Maßgabe des § 33 I BörsO verfolgt, muss bei Finanzinstrumenten im Sinne des § 2 IV WpHG die Börsengeschäftsführung informieren und einen Antrag auf Zulassung als Market Maker stellen. Damit soll verhindert werden, dass algorithmische Handelssysteme zu Beeinträchtigungen des ordnungsgemäßen Börsenhandels führen oder zu solchen Beeinträchtigungen beitragen (§ 26d I BörsG).
- 131 Aufgabe von Market Makern und Liquidity Provider ist es, für einen **liquiden Markt** zu sorgen.¹⁹ Sie sind gem. §§ 32 I 1, 35 I 1 BörsO verpflichtet, während der Handelszeit gleichzeitig limitierte Aufträge für die Nachfrage- und Angebotsseite (Quotes) in das Handelssystem der EEX einzustellen und zu diesen Geschäftsausschlüsse zu tätigen. Sie müssen während der Börsenzeit immer erreichbar sein. Die Börsengeschäftsführung kann im Interesse geordneter Marktverhältnisse weitere Anforderungen an die Ausübung der Market Maker-Funktion stellen (§ 32 II BörsO). Sie kann eine maximale oder minimale Preisspanne (Maximum Spread oder Minimum Spread) zwischen Nachfrage- und Angebotspreisen, eine Mindestkontraktgröße auf der Nachfrage- und Angebotsseite, eine minimale Haltezeit von Quotes und eine minimale Quotierungsdauer im Handelssystem der EEX festsetzen. Art und Umfang der Verpflichtungen des Liquidity Providers werden vertraglich festgelegt.

17 Schwark, in: Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Aufl., § 16 Rn. 5.

18 Die EEX vergibt jedem zugelassenen Börsenteilnehmer eine Kennung aus drei Buchstaben, die zur Kennzeichnung der Börse EEX um die beiden Buchstaben „EX“ ergänzt wird.

19 Vgl. EEX Terminmarktkonzept, Release 0012A, S. 40 (01.01.2006); allg. Daube, Market Maker in Aktienoptionen an der Deutschen Terminbörse, Wiesbaden 1993.

4. Trading Agent

Für den Handel an den Spotmärkten können Unternehmen, auch ohne selbst Börsenteilnehmer an der EEX zu sein, von der Börsengeschäftsführung auf schriftlichen Antrag als **Trading Agent** anerkannt werden. Trading Agents sind nach § 15 III 2 BörsO für den Handel am Spotmarkt berechtigt, über die für sie an der EEX zugelassene Börsenhändler den Abschluss von Geschäften an der EEX im Auftrag und für Rechnung von anderen bei der EEX zugelassenen Börsenteilnehmern herbeizuführen. Für Trading Agents gelten die Bestimmungen des Regelwerks hinsichtlich der Teilnahme am Handel einschließlich der Regeln über die technischen Einrichtungen entsprechend (§ 15 III 6 BörsO). Diese Regelung bezweckt die Nutzung der Börse auch Unternehmen mit einem geringen Handelsumsatz zu ermöglichen, da Kosten für die technische Anbindung an das Handelssystem und für die Einrichtung einer Handelsabteilung nicht anfallen. Zudem berechnet die EEX reduzierte Entgelte.

5. Börsenhändler und Händlerassistenten

Börsenhändler sind nach Zulassung durch die Geschäftsführung der EEX berechtigt, für einen Börsenteilnehmer an der Börse Kauf- und Verkaufsaufträge über die Kontrakte in das elektronische Handelssystem der EEX einzugeben (§§ 19 I BörsG, 22 BörsO). Sie können nur für jeweils **ein Unternehmen** zugelassen werden. Dadurch sollen Verwechslungen und Manipulationen vorgebeugt werden.²⁰ Börsenhändler handeln in **direkter Stellvertretung** gem. § 164 BGB für einen bestimmten Börsenteilnehmer. Dem Offenheitsgrundsatz wird dadurch Rechnung getragen, dass Börsenhändler Zugang zum Handelssystem nur über die Eingabe einer Kennung aus drei Ziffern haben, das einem bestimmten Börsenteilnehmer zugeordnet ist²¹.

Die Zulassung als Börsenhändler setzt die **berufliche Eignung** für den Spot- oder Terminmarkt voraus (§§ 19 V BörsG, 22 BörsO). Die beruflichen Eignung setzt den Nachweis der für den Handel an der EEX erforderlichen fachlichen Kenntnisse voraus. Der Nachweis wird in der Regel durch Teilnahme an den Schulungen der EEX und das erfolgreiche Ablegen der Händlerprüfung erbracht (Börsenhändlerprüfung). Die Voraussetzung für die Zulassung als Börsenhändler sowie Einzelheiten der Prüfungskommission und des Prüfungsverfahrens sind in der EEX Zulassungsordnung geregelt.

Die Zulassung eines Börsenhändlers berechtigt diesen nur, **an dem jeweiligen Markt zu handeln, für den er zugelassen wurde** und nur auf der Handelsform, für die er die erforderlichen Systemkenntnisse hat²². Beispielsweise hat ein Stromhändler die Berechtigung Kauf- und Verkaufsaufträge über Stunden- und Blockkontrakte auf Strom und ein Emissionshändler die Berechtigung Kauf-

20 Schwark, in: Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Aufl., § 16 Rn. 31.

21 Vgl. EEX-Spotmarktkonzept vom 01.08.2005, Release 0012A, S. 10 (01.01.2006).

22 Vgl. § 2 III EEX-Zulassungsordnung v. 06.12.2007.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

und Verkaufsaufträge über Spotkontrakte auf EU-Emissionsberechtigungen in das elektronische System der EEX einzugeben²³.

- 136 Börsenhändlern können bis zu drei **Händlerassistenten** zugeordnet werden. Die im Börsengesetz nicht erwähnten Händlerassistenten sind berechtigt, für einen zugelassenen Börsenteilnehmer an der EEX Spot- oder Termingeschäfte abzuschließen (§ 23 I BörsO). Händlerassistenten müssen den Nachweis einer fachlichen Eignung nicht erbracht haben. Sie stehen unter Aufsicht und Weisung eines bestimmten Börsenhändlers, dem verantwortlichen Börsenhändler. Der verantwortliche Börsenhändler ist für alle Eingaben des ihm zugeordneten Händlerassistenten verantwortlich, sie gelten gegenüber der Börse als in seinem Namen abgegeben (§ 23 II BörsO). Ein Fehlverhalten des Händlerassistenten ist dem verantwortlichen Börsenhändler bzw. dem Börsenteilnehmer zuzurechnen. Händlerassistenten können einmalig und längstens für die Dauer von sechs Monaten von der EEX zugelassen werden, wenn sie zuverlässig sind (§ 23 I BörsO)²⁴.

6. Clearinghaus

- 137 Von der Börse und vom Träger der Börse ist das Clearinghaus, die European Commodity Clearing AG (ECC AG) mit Sitz in Leipzig, zu unterscheiden. Die ECC AG ist gemäß § 50 BörsO zentraler Kontrahent (CCP) für die EEX und andere Börsen. Sie ist Zentraler Kontrahent im Sinne des § 1 XXXI KWG und Art. 2 Nr. 1 der Verordnung 648/2012 (EMIR). Sie betreibt ein System zur Sicherung und Erfüllung von Geschäften, die von den an ihr zugelassenen Märkten abgeschlossen oder registriert wurden (§ 21 BörsG). Die ECC AG ist Zahlungssystem nach Art. 10 der Richtlinie 98/26/EG über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und Wertpapierabrechnungssystemen (Finalitätsrichtlinie).
- 138 **Erfüllung, Abwicklung und Besicherung** der an der EEX abgeschlossenen Geschäfte (Clearing) erfolgt durch die EEC AG als Clearinghaus der EEX (§§ 6 HB, 18 I BörsO, 19 IV Nr. 2 BörsG). Die physische Erfüllung aller Geschäfte, für die die ECC AG das Clearing übernommen hat, erfolgt über eine **Erfüllungsgesellschaft**. Die Erfüllungsgesellschaft schuldet im Außenverhältnis gegenüber den Handelsteilnehmern die Clearing- und Abwicklungsdienstleistungen (Ziffer 3.3 CB). Für Spotmarkt-Geschäfte auf Emissionsrechten ist die EEC AG Erfüllungsgesellschaft. Für alle anderen Spotmarkt-Geschäfte ist die European Commodity Clearing Luxembourg S.à.r.l. (ECC Lux), eine Tochtergesellschaft der ECC AG, Erfüllungsgesellschaft.

23 Vgl. Einführung Börsenhandel, Release 01C, S. 9 (30.01.2007).

24 Die Börsengeschäftsführung kann für die Dauer der Corona-Pandemie die bestehende Zulassung eines Händlerassistenten verlängern.

7. Clearing-Mitglieder

Handelsteilnehmer (Börsenteilnehmer und Börsenhändler) sind nach dem Regelwerk der ECC AG Unternehmen, die an einem Markt als Teilnehmer zugelassen sind, von der ECC AG als Handelsteilnehmer in einem Produkt anerkannt sind und als Nicht-Clearing-Mitglied oder Clearing-Mitglied am Clearing der ECC teilnehmen (Ziffer 2.6 CB). 139

Zur Teilnahme am Clearing der an der EEX abgeschlossenen oder der in das System der EEX eingegebenen Geschäfte ist eine **Clearing-Lizenz** erforderlich (Ziffer 2.1.1 I 1 CB). Hierzu schließt der Handelsteilnehmer eine Clearing-Vereinbarung mit der ECC AG ab. Eine Clearing-Lizenz, die den Abschluss einer Clearing-Vereinbarung voraussetzt, berechtigt zum Clearing von Geschäften in gegenwärtig oder zukünftig von der EEC zugelassenen Produkten. Die EEC kann die Clearing-Lizenz hinsichtlich einzelner Produkte beschränken, wenn das Clearing-Mitglied die produktspezifischen Voraussetzungen nicht erfüllt. 140

Teilnehmer am Clearing-Verfahren können eine **System-Clearing-Lizenz** oder eine **DCP-Clearing-Lizenz** (Direct Clearing Participant-Clearing-Lizenz) beantragen. Die System-Clearing-Lizenz wird als General- oder als Direct-Clearing-Lizenz erteilt (Ziffer 2.1.1 II 1 CB). Eine **General-Clearing-Lizenz** berechtigt zum Clearing von eigenen Geschäften, Kundengeschäften und Geschäften von Kunden ohne Clearing-Lizenz. Eine **Direct-Clearing-Lizenz** berechtigt zum Clearing von eigenen Geschäften, Kundengeschäften und Geschäften Konzernverbundener Nicht-Clearing-Mitglieder. **Nicht-Clearing-Mitglieder** nehmen ohne eigene Clearing-Lizenz als Kunden eines Clearing-Mitglieds am Clearing der EEC teil. Eine DCP-Clearing-Lizenz berechtigt ausschließlich zum Clearing von eigenen Spotmarkt-Geschäften in den zum DCP Clearing zugelassenen Produkten (Ziffer 2.1.1 III CB). 141

Eine Clearing-Lizenz können nach Ziffer 2.1.2 I (a) CB Institute mit Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union, der Schweiz oder Norwegen erhalten, sofern sie von den zuständigen Stellen ihres Sitzstaates zugelassen worden sind, die Zulassung die für die Teilnahme am Clearing erforderlichen Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen umfasst und die Institute von den zuständigen Stellen ihres Sitzstaates beaufsichtigt werden. 142

Ferner können nach Maßgabe der Ziffer 2.1.2 I (b) bis (d) CB bestimmte Zweigstellen und Zweigniederlassungen eine Clearing-Lizenz erhalten. Die Hauptniederlassungen der Zweigstellen oder Zweigniederlassungen müssen schriftlich garantieren, dass sie die aus dem Clearing ihrer Zweigstellen oder Zweigniederlassungen entstehenden Verpflichtungen in unbegrenzter Höhe auf erstes Anfordern der EEC erfüllen werden. Zur Prüfung der Rechtswirksamkeit dieser Garantie kann die EEC vom Institut auf dessen Kosten alle erforderlichen Auskünfte und Nachweise einschließlich einer rechtsgutachtlichen Stellungnahme eines von der EEX AG bestimmten Gutachters verlangen. 143

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

- 144 Eine General-Clearing-Lizenz setzt nach Ziff. 2.1.2 II 1 CB ein **haftendes Eigenkapital²⁵** des Instituts in Höhe von mindestens 30 Mio. EUR oder den entsprechenden Gegenwert in der Währung des Staates, in dem das Institut seinen Sitz hat, voraus. Eine Direct-Clearing-Lizenz setzt nach Ziff. 2.1.2 II 2 CB ein haftendes Eigenkapital des Instituts in Höhe von mindestens 7,5 Mio. EUR oder den entsprechenden Gegenwert in der Währung des Staates, in dem das Institut seinen Sitz hat, voraus. Reicht das haftende Eigenkapital des antragstellenden Instituts für die Erteilung einer Clearing-Lizenz nicht aus, kann die ECC AG bestimmen, dass der Fehlbetrag durch Bankgarantien oder Sicherheiten in Geld oder Sicherheiten in Wertpapieren oder Wertrechten ausgeglichen wird. Clearing-Mitglieder müssen ferner in Ziff. 2.1.2 V CB und Ziff. 2.1.3 CB näher bestimmten Anforderungen an die Einrichtung und Organisation genügen, die im Wesentlichen eine ordnungsgemäße Abwicklung der Geschäfte sicherstellen sollen.

8. Börsenaufsichtsbehörde, Handelsüberwachungsstelle und Sanktionsausschuss

- 145 Die **Rechtsaufsicht** über die EEX und ihre Börsenorgane wird vom Sächsischen Staatsministerium für Wirtschaft, Arbeit und Verkehr als Börsenaufsichtsbehörde ausgeübt (§ 3 BörsG, § 1 BörsZustÜVO, § 3 BörSO). Die Rechtsaufsicht erstreckt sich auf die Einhaltung der börsenrechtlichen Vorschriften und Anordnungen, die ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse sowie die ordnungsgemäße Erfüllung der Börsengeschäfte.
- 146 Die laufende Überwachung des Börsenhandels und der Börsengeschäftsabwicklung nimmt die **Handelsüberwachungsstelle** als eigenständiges Börsenorgan war (§ 7 I 1 BörsG). Sie hat die Daten über den Börsenhandel und die Börsengeschäftsabwicklung lückenlos zu erfassen und auszuwerten sowie notwendige Ermittlungen durchzuführen. Hierzu gehören auch Daten über Geschäfte, die zwar nicht über die EEX zustande gekommen sind, aber über die ECC abgewickelt werden (§ 7 I 3 BörsG). Sobald die Handelsüberwachungsstelle feststellt, dass gegen börsen-rechtliche Vorschriften oder Anordnungen verstoßen wurde oder dass sonstige Missstände vorliegen, die den Handel oder die Börsengeschäftsabwicklung beeinträchtigen können, hat sie unverzüglich die Börsengeschäftsführung und die Börsenaufsichtsbehörde darüber zu unterrichten (§ 7 V 1 BörsG). Dies betrifft insbesondere Störungen im ordnungsgemäßen Ablauf der Preisbildung. Wenn die Handelsüberwachungsstelle Tatsachen feststellt, die für die Erfüllung der Aufgaben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht erforderlich sind, hat sie letztere unverzüglich zu unterrichten. Dies gilt nach § 7 V 5 BörsG insbesondere für die Verfolgung von Vorstößen gegen das Verbot von Insidergeschäften oder das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation.

25 Zur Berechnung des haftenden Eigenkapitals vgl. Ziff. 2.1.2 III CB.

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

An der EEX wurde ein **Sanktionsausschuss** errichtet (§ 22 I 1 BörsG, §§ 27 ff. SächsBörsDVO). Er übt seine Tätigkeit frei von Weisungen anderer Börsenorgane aus (§ 27 S. 3 SächsBörsDVO). Errichtung, Zusammensetzung und Organisation des Sanktionsausschusses sind in §§ 27–29 SächsBörsDVO vom 06.11.2020 geregelt. Der Sanktionsausschuss wird auf Antrag der Börsengeschäftsführung oder der Börsenaufsichtsbehörde tätig. Beteiligte des Sanktionsverfahrens sind die Handelsteilnehmer im Sinne des § 3 IV 1 BörsG, an die der Sanktionsausschuss seine Entscheidung richten will oder gerichtet hat, die Börsenaufsichtsbehörde, die Börsengeschäftsführung, die Handelsüberwachungsstelle und die Personen, die in entsprechender Anwendung des § 13 II VwVfG in Verbindung mit § 1 SächsVwVfZG vom Sanktionsausschuss zum Verfahren hinzugezogen worden sind. Der Ablauf des Sanktionsverfahrens ist in §§ 34 ff. SächsBörsDVO vom 06.11.2020 geregelt. 147

III. Kontraktspezifikation

Die an der EEX gehandelten Produkte sind diejenigen Kontrakte, die von der Börsengeschäftsführung für den Spot- oder Terminhandel an der EEX zugelassen worden sind (§ 3 I HB). Die jeweils gültige Fassung der im Anhang zu den Handelsbedingungen aufgeführten Kontraktspezifikationen (KS) ist **Bestandteil der Handelsbedingungen** und damit Grundlage aller Geschäfte an der EEX (§ 3 III HB). 148

An der EEX werden derzeit **Energie und energienaher Produkte** (Strom), **Agrarprodukte** (Kartoffeln, Milchprodukte) und **Umweltprodukte** (Emissionszertifikate) gehandelt. Die an der EEX gehandelten Produkte sind Finanzinstrumente im Sinne der §§ 2 IV WpHG, 2 XI KWG oder Waren im Sinne des § 2 V, VI WpHG. **Waren** sind fungible Wirtschaftsgüter, die geliefert werden können (§ 2 V HS 1 WpHG). Hierzu zählen Metalle, Erze und Legierungen, landwirtschaftliche Produkte und Energien wie Strom (§ 2 V HS 2 WpHG). **Waren-Spotkontrakt** sind Verträge im Sinne des Art. 3 I Nr. 15 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (§ 2 VI WpHG). **Warenderivate** sind nach § 2 XXXVI WpHG Finanzinstrumente im Sinne des Art. 2 I Nr. 30 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 (MiFIR). Emissionszertifikate werden nunmehr ausdrücklich als Finanzinstrumente in § 2 IV Nr. 5 WpHG erfasst. Sämtliche Produkte unterliegen damit den Regelungen im WpHG. 149

An der EEX werden **Spotkontrakte** auf Erdgas und Emissionsrechte gehandelt. Spotkontrakte auf Strom werden nicht mehr an den EEX Spot Märkten gehandelt. Am 1. September 2009 wurde der EEX Power Spot in die EPEX SPOT SE mit Sitz in Paris eingegliedert. Die EPEX SPOT SE betreibt die Stromspotmärkte für den Stromhandel in den Ländern Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Schweden, Schweiz und Vereinigtes Königreich²⁶. Die Kontrakte werden entweder am gleichen Tag (Intraday) oder am nächsten Tag (Day-Ahead) physisch erfüllt. 150

26 § 1 EPEX SPOT Exchange Rules.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

- 151 Am **Terminmarkt** der EEX werden derivative Geschäfte gehandelt, insbesondere standardisierte Termingeschäfte, Futures und Optionen auf Energie und energienaher Produkte. Nach der Legaldefinition des § 2 III Nr. 1 WpHG und § 1 XI 4 Nr. 1 KWG sind Termingeschäfte Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Preis oder Maß eines Basiswertes ableitet. Derivative Geschäfte sind nach § 2 III Nr. 2 WpHG und § 1 XI 4 Nr. 2 KWG Termingeschäfte mit Bezug auf Waren, Frachtsätze, Klima- oder andere physikalische Variablen, Inflationsraten oder andere volkswirtschaftliche Variablen oder sonstige Vermögenswerte, Indices oder Messwerte als Basiswerte, sofern sie
- finanziell zu erfüllen sind (durch Barausgleich zu erfüllen sind oder einer Vertragspartei das Recht geben, einen Barausgleich zu verlangen, ohne dass dieses Recht durch Ausfall oder ein anderes Beendigungseignis begründet ist),
 - auf einem organisierten Markt oder in einem multilateralen oder organisierten Handelssystem geschlossen werden und nicht über ein organisiertes Handelssystem gehandelte Energiegroßhandelsprodukte im Sinne von § 2 XX WpHG sind, die effektiv geliefert werden müssen, oder
 - die Merkmale anderer Derivatekontrakte im Sinne des Artikels 7 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 aufweisen und nichtkommerziellen Zwecken dienen, und sofern sie keine Kassageschäfte im Sinne des Artikels 7 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 sind.
- 152 **Futures** sind Festgeschäfte, bei denen für beide Parteien Verbindlichkeiten zu einem vorher bestimmten, aber hinausgeschobenen künftigen Termin vereinbart werden²⁷. Bei **Optionen** wird dem Optionskäufer das Recht eingeräumt, zu oder bis zu einem künftigen Zeitpunkt, durch eine seitige Willenserklärung ein Geschäft zu vorab festgelegten Konditionen abzuschließen²⁸. Der Käufer der Kauoption (Call) hat das Recht, zum Ausübungspreis der Option am letzten Handelstag eine Kaufposition im korrespondierenden Future zu erhalten. Der Verkäufer der Kauoption (Call) erhält nach Ausübung der Kauoption und Zuteilung am letzten Handelstag zum Ausübungspreis der Option eine Verkaufsposition im korrespondierenden Future. Der Käufer einer Verkaufsoption (Put) hat das Recht, zum Ausübungspreis der Option am letzten Handelstag eine Verkaufsposition im korrespondierenden Future zu erhalten. Der Verkäufer der Verkaufsoption (Put) erhält nach Ausübung der Verkaufsoption und Zuteilung am letzten Handelstag zum Ausübungspreis der Option eine Kaufposition im korrespondierenden Future²⁹. Umstritten ist, ob Futures dem Vertragstyp des

27 Kienle, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechtshandbuch, Band III, 2. Aufl., § 106 Rn. 36.

28 Puderbach/Zenke, Der Handel mit Warenderivaten in Europa und Deutschland, BKR 2003, S. 360 [363]; vgl. Kienle, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechtshandbuch, Band III, 2. Aufl., § 106 Rn. 55.

29 Ziff. A. 4.1. KS.

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

Kaufvertrages oder eines eigenständigen (aleatorischen) Vertrages zuzurechnen sind³⁰. Die Rechtsnatur von Optionsgeschäften wird durch den Streit um die Trennungs- und der Einheitstheorie bestimmt³¹. Der Begründung des Optionsrechts liegt ein Kaufvertrag zugrunde³².

Die Kontraktspezifikationen regeln

153

- Energie und energienahe Produkte (Ziff. A.1 KS)
- Umweltprodukte (Ziff. A.2 KS)
- Agrarprodukte (Ziff. A.3 KS)

1. Energie und energienahe Produkte

An der EEX werden als Energie und energienahe Produkte Termin- und Optionskontrakte auf Strom (Ziffer A.1.1 KS und A.4.1.1 KS) sowie Spot- und Terminkontrakte auf Erdgas (Ziffer A.1.2.4.1 KS und A.1.2.4.2 KS) gehandelt.

154

a) Strom-Futures

Strom-Futures mit physischer Lieferung werden derzeit nicht an der EEX gehandelt.³³ **Strom-Futures mit finanzieller Erfüllung** beziehen sich auf die Marktgebiete Belgien, Bulgarien, Deutschland/Österreich, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Italien, Niederlande, Nordic, Österreich, Polen, Rumänien, Serbien, Slowakei, Spanien, Schweiz, Tschechien, Ungarn³⁴. Lieferperioden für das Marktgebiet sind je nach Kontrakt Day, Weekend, Week, Month, Quarter, Season und Year. Lieferzeit sind Base³⁵, Peak³⁶ und Off-Peak³⁷.

155

Basiswert des Strom-Futures ist die Lieferung bzw. der Bezug von Strom mit konstanter Leistung von 1 MW in der Lieferzeit an jedem Liefertag während der Lieferperiode in die Höchstspannungsebene des entsprechenden Marktgebietes³⁸.

156

b) Optionen auf Strom-Futures

An der EEX werden **Optionen auf Grundlast-Strom-Futures** für die Fälligkeiten Monat, Quartal und Jahr für Börsenhandel und Trade Registration gehandelt. Die Optionen auf Futures werden für die Marktgebiete Deutschland (EEX

157

30 Härle, Die Terminbörsen EUREX und WTB, S. 108 ff; Menninger, Börsen- und zivil-rechtlicher Charakter von Financial Futures, WM 1994, S. 970 [973]; Pohl, Neue Generation derivativer Finanzinstrumente – Anlaß zu juristischer Nachstellung, WM 1995, S. 957 [960].

31 Härle, Die Terminbörsen EUREX und WTB, S. 110 [114 ff.].

32 OLG Köln, Urteil vom 15.06.1983 (Az. 2 U 72/82) = ZIP 1983, 923, 924; offen gelassen in OLG Düsseldorf, Urteil vom 29.06.1988 (Az. 17 U 84/87) = ZIP 1988, 1034.

33 Ziff. A.1.1.2.1 KS.

34 Ziffer A.1.1.2.2 KS.

35 Ziffer A.1.1.3.1 KS.

36 Ziffer A.1.1.3.2 KS.

37 Ziffer A.1.1.3.3 KS.

38 Ziff. A.1.1.1.1 KS.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

German Power Base Option), Frankreich (EEX French Power Base Option), Italien (EEX Italian Power Base Option), Nordic (EEX Nordic Power Base Option) und Spanien (EEX Spanish Power Base Option) angeboten³⁹.

- 158 Die Optionen auf Futures sind **europäischen Typs**. Die Ausübung ist ausschließlich am letzten Handelstag durch den Käufer möglich⁴⁰. Sie sind finanziell zu erfüllen. So werden die Optionen nach Ausübung durch Einbuchung einer korrespondierenden Position in Futures zum jeweiligen Ausübungspreis erfüllt. Optional können die eröffneten Futures-Positionen zu einer physischen Stromlieferung genutzt werden. Nicht ausgeübte Optionen verfallen am Ende des letzten Handelstages. Seit November 2010 ist optional eine automatische Ausübungsfunktion möglich.

c) Erdgas-Produkte

- 159 Der Käufer ist verpflichtet, an jedem Liefertrag während der Lieferperiode die vereinbarte Menge und Qualität Erdgas abzunehmen und den Kaufpreis zuzüglich anfallender Steuer zu bezahlen, sofern der Kaufpreis größer als Null ist. Der Verkäufer ist verpflichtet, an jedem Liefertrag während der Lieferperiode die vereinbarte Menge und Qualität zu liefern und den Kaufpreis zuzüglich anfallender Steuer zu bezahlen, sofern der Kaufpreis kleiner als Null ist⁴¹. Für die Marktgebiete GASPOOL und NCG gibt es besondere Regelungen⁴².
- 160 Der Kaufpreis von Spotmarktgeschäften ist der vereinbarte Preis je MWh bzw. therm multipliziert mit der zu liefernden Menge⁴³. Der Kaufpreis kann negativ sein. Der Kaufpreis von Terminmarktgeschäften ist für alle Liefertage im gesamten Lieferzeitraum der Schlussabrechnungspreis. Dieser wird am letzten Handelstag für den jeweiligen Month Future festgestellt. Somit ist dies der Abrechnungspreis, zu dem letztmalig das volle Kontraktvolumen des jeweiligen Month Futures gehandelt wird⁴⁴.
- 161 Basiswert ist die Lieferung bzw. der Bezug von Erdgas unter Beachtung der jeweils gültigen Bedingungen des Marktgebietsverantwortlichen (MGV) oder Fernleitungsnetzbetreibers (FNB) des betreffenden Marktgebiets, darunter auch qualitätsspezifisches Erdgas mit der Qualität L-Gas (GPL, NCG, ZTP) bzw. H-Gas (GPL, NCG)⁴⁵. Die Leistung beträgt 1 MW (ETF, CEGH VTP, CZ VTP, GPL, NCG, PSV, TTF, ZTP), 1 MWh/Tag (PEG, PVB) bzw. 1.000 therm/Tag (\approx 29.307,1 MWh/Tag) (NBP, ZEE) in der Lieferzeit eines Liefertages der Lieferperiode am jeweiligen virtuellen Handelpunkt⁴⁶.

39 Ziffer A.4.1.1 KS, A.4.2.1 KS.

40 Ziffer A.4.3 KS.

41 Ziffer 2.3.1 KS.

42 Ziffer 2.3.2 KS.

43 Ziffer 2.3.3.1 KS.

44 Ziffer 2.3.3.2 KS.

45 Ziffer A.1.2.1 KS.

46 Ziffer A.1.2.1 KS.

2. Umweltprodukte (Ziffer A.2 KS)

Am Spot- und Terminmarkt der EEX werden **Emissionsrechte** gehandelt⁴⁷. Basiswert der Emissionsrechte ist die Lieferung bzw. der Bezug von allgemeinen Zertifikaten (EUA), Luftverkehrszertifikate (EUAA) und Green Certified Emission Reductions (CER).

a) Allgemeine Zertifikate (EUA) und Luftverkehrszertifikate (EUAA)

Ein allgemeines Zertifikat (EUA)⁴⁸ bzw. Luftverkehrszertifikat (EUAA)⁴⁹ berechtigt zur **Emission von einer Tonne Kohlendioxidäquivalent** innerhalb eines bestimmten Zeitraumes, das nur zum Zweck der Erfüllung der Anforderungen der Emissionshandelsrichtlinie 2003/87/EG gilt⁵⁰ und das entsprechend den Bestimmungen dieser Richtlinie in Verbindung mit Artikel 3(7) und (8) der Verordnung (EU) Nr. 389/2013 der Kommission in ihrer jeweils geltenden Fassung frei übertragbar ist. Berechtigungen werden in einem Unionsregister geführt und können am jeweiligen Liefertag übertragen werden (Spotmarkt Primärauktion und Sekundärhandel: allgemeine Zertifikate (EUA) und Luftverkehrszertifikate (EUAA). Terminmarkt Sekundärhandel: EUA Futures und EUAA Futures)⁵¹.

b) Green Certified Emission Reductions

Eine EU-Allowance (EUA) bzw. EU-Aviation-Allowance (EUAA) berechtigt zur **Emission von einer Tonne Kohlendioxid oder Kohlendioxidäquivalent** im Sinne der Richtlinie 2003/87/EG vom 13. 10. 2003 in ihrer jeweiligen Fassung, die in einem Register im Sinne dieser Richtlinie geführt wird und an dem jeweiligen Liefertag im Anwendungsbereich dieser Richtlinie oder einer entsprechenden Nachfolgeregelung frei übertragbar ist (Spotmarkt Primärauktion und Sekundärhandel: EUA, EUAA; Terminmarkt Sekundärhandel: EC-Future, EUA-Future)⁵².

3. Agrarprodukte

An der EEX werden finanzielle Futures auf die Agrarprodukte Kartoffeln und Milchprodukte gehandelt⁵³.

47 Ziffer A.2.1.2.1 KS, A.2.1.2.2 KS.

48 Auch EU-Allowance (EUA).

49 Auch EU-Aviation-Allowance (EUAA).

50 Berechtigungen, die aufgrund gesetzgeberischer Maßnahmen oder regulatorischer Entscheidungen nicht für die Erfüllung der Anforderungen der Richtlinie 2003/87/EG verwendet werden können und die als solche eindeutig identifizierbar sind, können nicht für die Erfüllung von Lieferverpflichtungen aus Spotgeschäften in EUA und EUAA im Sekundärmarkt sowie aus EUA Futures und EUAA Futures verwendet werden.

51 Ziffer A.2.1.1.1 KS.

52 Ziffer A.2.1.2. KS.

53 Ziffer A.3.1 KS und Ziffer A.3.3 KS.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

a) *Futures auf Kartoffeln*

- 166 **Basiswert** ist die Lieferung bzw. der Bezug von Veredelungskartoffeln zur Frittenherstellung aus den Anbaugebieten in Deutschland, den Niederlanden, Belgien und Frankreich. Die Abrechnung erfolgt finanziell gegen den European-Processing-Potato-Index in der für den Liefertermin gültigen Fassung/Zusammensetzung (European-Processing-Potato-Future)⁵⁴. Das Kontraktvolumen beträgt 25 metrische Tonnen.

b) *Futures auf Milchprodukte*

- 167 **Basiswert** ist die Lieferung bzw. der Bezug von

- Magermilchpulver zur Nahrungsmittelverwendung im Europäischen Wirtschaftsraum (Notierungen in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden). Die Abrechnung erfolgt finanziell gegen den Skimmed-Milk-Powder-Index in der für den jeweiligen Liefertermin gültigen Fassung/Zusammensetzung (Skimmed-Milk-Powder-Future);
- Molkenpulver im europäischen Wirtschaftsraum (Notierungen in Deutschland, Frankreich, Niederlande). Die Abrechnung erfolgt finanziell gegen den European-Whey-Powder-Index wie er von der AMI Agrarmarkt Informations-Gesellschaft mbH berechnet und veröffentlicht wird (European-Whey-Powder-Future);
- Blockbutter zur Nahrungsmittelproduktion in Deutschland, Frankreich und Niederlande. Die Abrechnung erfolgt finanziell gegen den Butter-Index in der für den jeweiligen Liefertermin gültigen Fassung/Zusammensetzung (Butter-Future).

IV. Handel

1. Vertragsbeziehungen

a) *Spotmarkt*

- 168 Börsengeschäfte am Spotmarkt der EEX werden nur zwischen der EEC AG bzw. der ECC Lux und einem Börsenteilnehmer abgeschlossen (§ 7 I 1 HB, Ziffer 3.3.1 II CB). Die Einbeziehung der Clearing-Mitglieder der ECC AG in die Abwicklung der abgeschlossenen Geschäfte bestimmt sich nach Maßgabe der jeweils gültigen Clearing-Bedingungen der ECC AG (§ 7 I 2 HB). Danach kommen Spotmarkt-Geschäfte zwischen der ECC AG und der jeweiligen Erfüllungsgesellschaft sowie gleichzeitig zwischen der Erfüllungsgesellschaft und dem Handelsteilnehmer zustande (Ziffer 3.3.1 II 1 CB)⁵⁵.
- 169 Das System-Clearing-Mitglied **haftet** gegenüber der jeweiligen Erfüllungsgesellschaft für das von ihm betreute Nicht-Clearing-Mitglied als **Garant** für alle finanziellen Verbindlichkeiten, die sich aus der Zusammenführung von Ge-

54 Ziffer A.3.1 KS.

55 Anders bei PXE Spotmarkt-Geschäften. Dort wird weder die ECC noch eine Erfüllungsgesellschaft Vertragspartei (Ziffer 3.4.3 II 2 und 3.3.4 CB).

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

schäften (Matching) ergeben oder aus registrierten Geschäften ergeben, die von ihren Nicht-Clearing-Mitgliedern in das System eingegeben worden sind (Ziffer 3.3.3 II 1 CB). Die Garantie ist unbeschadet des Rechts zur Lieferung oder Abnahme hinsichtlich dieser Verpflichtungen insofern nur auf Geld gerichtet, als die Erfüllungsgesellschaften von dem System-Clearing-Mitglied anstelle der Lieferung oder Abnahme insbesondere bei Scheitern der Lieferung die Zahlung von Geld verlangen kann. Die finanzielle Abwicklung nach Durchführung der Lieferungen erfolgt über das System-Clearing-Mitglied als Zahlstelle (Ziffer 3.3.3 II 2 CB).

Werden Börsengeschäfte nach den Kontraktspezifikationen **physisch** erfüllt, 170
erfolgt das Clearing ausschließlich über die Erfüllungsgesellschaft. Die Handelsteilnehmer erfüllten ihre Liefer- oder Abnahmeverpflichtungen ausschließlich gegenüber der jeweiligen Erfüllungsgesellschaft. Die ECC AG **garantiert** gegenüber den Handelsteilnehmern die vertragsgemäße Erfüllung dieser Geschäfte durch die Erfüllungsgesellschaften (Ziff. 3.3.5 I CB).

b) Terminmarkt

Am Terminmarkt der EEX ist anders als am Spotmarkt **Vertragspartner** der ECC 171
AG notwendig ein System-Clearing-Mitglied (§ 7 II 1 HB, Ziffer 3.3.1 I 1 CB)⁵⁶.
Geschäfte am Terminmarkt werden ausschließlich zwischen der ECC AG und einem General-Clearing-Mitglied oder Direkt-Clearing-Mitglied abgeschlossen.
Ist ein Handelsteilnehmer nicht zum Clearing berechtigt (Nicht-Clearing-Mitglied), kommen Geschäfte nur über das Clearing-Mitglied zustande, über das er seine Geschäfte abwickelt (§ 7 II 2 HB und Ziffer 3.3.1 I 2 CB). Wird ein von einem Nicht-Clearing-Mitglied in das EDV-System der EEX eingegebener Auftrag mit einem anderen Auftrag zusammengeführt (Matching), kommt ein Geschäft zwischen dem Nicht-Clearing-Mitglied und dem System-Clearing-Mitglied sowie gleichzeitig ein entsprechendes Geschäft zwischen dem System-Clearing-Mitglied und der ECC AG zustande (§ 7 II 3 HB und Ziffer 3.3.1 I 2 CB). In diesem Fall kommt zwar wirtschaftlich ein Geschäft zustande. Rechtlich kommen aber im Börsinnenverhältnis zeitgleich mehrere Geschäfte zustande.

Werden Börsengeschäfte nach den Kontraktspezifikationen **physisch** erfüllt, 172
erfolgt das Clearing auch bei Termingeschäften ausschließlich über die Erfüllungsgesellschaft. Die Handelsteilnehmer erfüllten ihre Liefer- oder Abnahmeverpflichtungen ausschließlich gegenüber der jeweiligen Erfüllungsgesellschaft. Die ECC AG **garantiert** gegenüber den Handelsteilnehmern die vertragsgemäße Erfüllung dieser Geschäfte durch die Erfüllungsgesellschaften (Ziffer 3.3.5 I CB).

56 So auch an der EUREX, vgl. VG Frankfurt a. M., Urteil vom 05.04.2004

(Az. 9 E 175/03) „Börsengeschäft zwischen der EUREX Clearing AG und dem General Clearing Mitglied“.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

- 173 Bei Geschäften von **Börsenteilnehmern mit Zulassung als Clearing-Mitglied** tritt mit Verfall eines Futures die Erfüllungsgesellschaft in die Vertragsbeziehung als neuer Vertragspartner ein.

- Die ECC AG tritt die gegenüber dem Clearing-Mitglied bestehenden Lieferansprüche bzw. Abnahme- und Zahlungsansprüche an die Erfüllungsgesellschaft ab.
- Zugleich entstehen die korrespondierenden Lieferverpflichtungen bzw. Abnahme- und Zahlungsverpflichtungen der Erfüllungsgesellschaft gegenüber der ECC AG.
- Zugleich tritt das Clearing-Mitglied die gegenüber der ECC AG bestehenden Lieferansprüche bzw. Abnahme- und Zahlungsansprüche an die Erfüllungsgesellschaft ab.
- Zugleich entstehen die korrespondierenden Lieferverpflichtungen bzw. Abnahme- und Zahlungsverpflichtungen der Erfüllungsgesellschaft gegenüber dem Clearing-Mitglied.

Dadurch ist das Clearing-Mitglied gegenüber der Erfüllungsgesellschaft und diese wiederum gegenüber der ECC AG verpflichtet, die dem Future zugrunde liegende Ware zu liefern bzw. abzunehmen (Ziff. 3.3.5 II CB).

- 174 Bei Geschäften von **Börsenteilnehmern ohne Zulassung als System-Clearing-Mitglied** (Nicht-Clearing-Mitglied) tritt ebenfalls die Erfüllungsgesellschaft in die Vertragsbeziehung als neuer Vertragspartner ein.

- Die ECC AG tritt die gegenüber dem Nicht-Clearing-Mitglied betreuenden System-Clearing-Mitglied bestehenden Lieferansprüche bzw. Abnahme- und Zahlungsansprüche an die Erfüllungsgesellschaft ab.
- Zugleich entstehen die korrespondierenden Lieferverpflichtungen bzw. Abnahme- und Zahlungsverpflichtungen der Erfüllungsgesellschaft gegenüber der ECC AG.
- Zeitgleich tritt das System-Clearing-Mitglied die gegenüber der ECC bestehenden Lieferansprüche bzw. Abnahme- und Zahlungsansprüche an die Erfüllungsgesellschaft ab.
- Zugleich entstehen die korrespondierenden Lieferverpflichtungen bzw. Abnahme- und Zahlungsverpflichtungen der Erfüllungsgesellschaft gegenüber dem System-Clearing-Mitglied.

Dadurch ist das System-Clearing-Mitglied gegenüber der Erfüllungsgesellschaft und diese wiederum gegenüber der ECC AG verpflichtet, die dem Future zugrunde liegende Ware zu liefern bzw. abzunehmen (Ziff. 3.3.5 III CB).

- 175 Das System-Clearing-Mitglied tritt sodann seine gegenüber dem Nicht-Clearing-Mitglied bestehenden Lieferansprüche bzw. Abnahme- und Zahlungsansprüche an die Erfüllungsgesellschaft ab und die Erfüllungsgesellschaft tritt anstelle des System-Clearing-Mitglieds in die korrespondierenden Lieferverpflichtungen bzw. Abnahme und Zahlungsverpflichtungen des System-Clearing-Mitglieds gegenüber dem Nicht-Clearing-Mitglied ein. Dadurch ist das Nicht-Clearing-

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

Mitglied unmittelbar gegenüber der Erfüllungsgesellschaft und diese gegenüber der ECC AG verpflichtet, die dem Future zugrunde liegende Ware zu liefern bzw. abzunehmen.

Das System-Clearing-Mitglied **haftet** gegenüber jeder Erfüllungsgesellschaft für das von ihm betreute Nicht-Clearing-Mitglied **als Garant** – unbeschadet des Rechts zur Lieferung oder Abnahme – hinsichtlich dieser Verpflichtungen insfern nur in Geld, als die ECC AG oder die Erfüllungsgesellschaften von dem System-Clearing-Mitglied anstelle der Lieferung oder Abnahme – insbesondere bei Scheitern der Lieferung – die Zahlung von Geld verlangen kann. Die finanzielle Regulierung nach Durchführung der Lieferungen erfolgt über das System-Clearing-Mitglied als Zahlstelle, über das das Nicht-Clearing-Mitglied seine Geschäfte abwickelt. 176

Die ECC AG ist berechtigt, alle **Maßnahmen zur Sicherstellung der Erfüllung** der Lieferverpflichtungen bzw. Abnahme- und Zahlungsverpflichtungen des Handelsteilnehmers zu ergreifen. Die ECC AG kann dazu insbesondere Eindeckungsgeschäfte abschließen oder von dem Handelsteilnehmer die Gestellung ausreichender Sicherheiten verlangen. 177

2. Handelsablauf

Der Handelsablauf ist insbesondere in der Börsenordnung und den Handelsbedingungen geregelt. Die Handelsbedingungen enthalten allgemeine Vorschriften für den Handel an den Spot- und Terminmärkten der EEX. Besondere Vorschriften gelten für den fortlaufenden Handel im Handelssystem T7 (§§ 19 ff. HB), für den Handel im Sportmarkt-Handelssystem Trayport ETS (§§ 29 ff. HB), für die Primärauktionen von Zertifikaten nach Maßgaben der Auktionsverordnung über das M7 Auction System (§§ 35 ff. HB) und für den Sekundärmarktauktionen von Zertifikaten (§ 41 HB). 178

a) Handelsarten und Handelsformen

Produkte an den Spot- und Terminmärkten der EEX werden in den **Handelsarten (Handelsformen)** offene und geschlossene Auktion sowie fortlaufender Handel mit oder ohne offene Auktion gehandelt (§§ 52, 54 BörsO, 1 II HB). Der fortlaufende Handel sowie Auktionen in Erdgasprodukten am EEX Sportmarkt erfolgen im Handelssystem Trayport ETS. Primärauktionen von Zertifikaten werden auf dem M7 Auction System durchgeführt. Der fortlaufende Handel in anderen Produkten erfolgt im Handelssystem T7 (§ 17 II bis IV HB). 179

In der offenen und geschlossenen **Auktion** wird aus den bis zu einem bestimmten Zeitpunkt vorliegenden limitierten und unlimitierten Aufträgen derjenige Preis ermittelt, zu dem das größte Auftragsvolumen bei minimalem Überhang ausgeführt werden kann (§ 52 II BörsO). Sofern unlimitierte Aufträge zulässig sind, werden diese vorrangig ausgeführt. Die Auktion gliedert sich in den Aufruf und die Preisermittlung. Während der Aufrufphase können Börsenteilnehmer Aufträge eingeben, ändern oder löschen. Stehen sich Aufträge ausführbar gegenüber, wird bei der offenen Auktion mit geschlossenem Orderbuch ein poten-

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

tieller Ausführungspreis angezeigt. Ist dies nicht der Fall, wird das beste Kauf- oder Verkaufslimit angezeigt. Bei der offenen Auktion mit offenem Auftragsbuch werden zusätzlich die kumulierten Auftragsgrößen des jeweiligen Kauf- oder Verkaufslimit angezeigt. Bei einer geschlossenen Auktion werden weder ein potentieller Ausführungspreis noch Auftragsgrößen angezeigt.

- 181 Der **fortlaufende Handel** erfolgt ohne Schluss- oder Eröffnungsauktionen sowie ohne untertägige Auktionen (§ 52 III BörsO). Preise kommen durch das Zusammenführen von Aufträgen (Matching) zum jeweils besten im Auftragsbuch angezeigten Nachfrage- oder Angebotslimit, bei gleichem Preis in der Reihenfolge der Eingabe in das Handelssystem der EEX (Preis-Zeit-Priorität), zustande. Alle vorliegenden Aufträge werden kumuliert zum jeweiligen Limit (Handelssystem T7) oder einzeln (Trayport ETS) angezeigt (offenes Auftragsbuch).

b) Börsenzeit, Handelsphasen und Preisermittlung

- 182 Die **Börsenzeit** für den Spot- und Terminhandel wird für den Beginn und das Ende der einzelnen Phasen für alle Produkte von der Börsengeschäftsführung festgesetzt. Die Börsengeschäftsführung kann die Börsenzeit sowie den Beginn der einzelnen Abschnitte an einem Börsenhandelstag verlängern oder verkürzen, soweit dies zur Aufrechterhaltung geordneter Marktverhältnisse oder aus Gründen erforderlich ist, die ihre Ursache in den EDV-Systemen der EEX haben (§§ 51 I, 53 II BörsO).
- 183 Die **Handelsphasen für Spotgeschäfte** in der Handelsform der geschlossenen oder offenen Auktion unterteilen sich in die Aufrufphase und der nachfolgenden Ausführungsphase (§ 51 II 1 BörsO). Während der Aufrufphase können Aufträge in das Handelssystem der EEX eingegeben, geändert oder gelöscht werden. Das Auftragsbuch bleibt geschlossen. Während der Ausführungsphase werden Geschäfte in den einzelnen Produkten nach Maßgabe der Handelsbedingungen in einer geschlossenen oder offenen Auktion abgeschlossen (§ 51 III, IV BörsO). Der fortlaufende Handel erfolgt ohne Schluss- oder Eröffnungsauktion und ohne untertägige Auktionen (§ 52 III BörsO).
- 184 Die **Handelsphasen für Spot- und Termingeschäfte** bestehen aus der Vorhandelsphase (Pre-Trading-Periode), Handelsphase (Trading-Periode) und Nachhandelsphase (Post-Trading-Periode). Zu einem Geschäftsabschluss kommt es nur in der Haupthandelsphase (§ 53 BörsO).
- 185 Im **Handelssystem T7** stehen die Handelsbedingungen für Spot- und Termingeschäfte die Vorhandelsphase (Pre-Trading-Periode), die Handelsphase (Trading-Periode) und die Nachhandelsphase (Post-Trading-Periode) vor (§ 19 I HB). In der Vorhandelsphase können Aufträge und Quotes in das Handelssystem eingegeben werden (§ 19 II HB). Mit Beginn der Handelsphase findet eine Eröffnungsauktion statt. Anschließend werden die Kontrakte fortlaufend gehandelt. Nach Beendigung der Handelsphase stehen dem Börsenteilnehmer in der Nachhandelsphase die Handelssysteme weiterhin zur Eingabe und zum Abfragen von Daten zur Verfügung.

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

Im Handelssystem ETS sehen die Handelsbedingungen für Spotgeschäfte die Handelsphase, für die Marktgebiete PVB und CZ VTP die Vorhandelsphase (Pre-Trading-Periode) und die Handelsphase (Trading-Periode) sowie für das Marktgebiet CEGH VTP die Vorhandelsphase (Pre-Trading-Periode), die Handelsphase (Trading-Periode) und die Nachhandelsphase (Post-Trading-Periode) vor (§ 29 II HB).	186
Im Handelssystem M7 sehen die Handelsbedingungen die Aufrufphase (Zeitfenster für Gebote) und die Preisermittlungsphase (§ 43 II HB).	187
3. Gebote, Aufträge und Quotes	
Börsenteilnehmer übermitteln Gebote, Aufträge und Quotes von ihren jeweiligen Eingabestellen durch elektronische Datenübertragung an die Handelssysteme der EEX (§ 43 III 1 BörsO). Die Börsengeschäftsführung kann für die Eingabe und Löschung von Geboten und Aufträgen andere Übermittlungswege zulassen.	188
Aufträge sind Kauf- oder Verkaufsaufträge von Börsenteilnehmern an den Spot- oder Terminmärkten in der Handelsform des fortlaufenden Handels mit oder ohne offene Auktion (§ 43 II 1 BörsO, § 18 I HB). Gebote sind Kauf- oder Verkaufsaufträge von Börsenteilnehmern in der Handelsform der geschlossenen Auktion (§ 43 II 2 BörsO, § 18 II HB). Quotes sind gleichzeitig eingegebene, limitierte tagesgültige Kauf- und Verkaufsaufträge (§ 43 II 3 BörsO).	189
Mindestinhalt eines Auftrags sind die Angaben, ob es sich um einen Kauf oder um einen Verkauf (Bid/Ask) handelt, das Produkt (Spotkontrakt, Future oder Option), die Fälligkeit sowie die Anzahl der Kontrakte. Bei Optionen sind zusätzlich der Optionstyp (Call/Put) und der Ausübungspreis anzugeben. Ferner müssen die Aufträge bei der Eingabe als Eigenauftrag oder Kundenauftrag gekennzeichnet sein.	190
Je nach Handelsform können Aufträge in das Handelssystem in Form von unlimitierten Aufträgen (Market-Orders) und limitierten Aufträgen (Limit-Orders) eingegeben werden (§ 18 III HB). Market-Orders sind Kauf- oder Verkaufsaufträge, die ohne Angabe eines Preislimits eingegeben werden und zum nächsten vom Handelssystem der EEX ermittelten Preis ausgeführt werden sollen. Limit-Orders sind Kauf- oder Verkaufsaufträge, die mit einem Preislimit eingegeben werden und zu diesem oder besser ausgeführt werden sollen (§ 18 III HB).	191
Ein kombinierter Auftrag ist eine Kombination von zwei gleichzeitig eingegebenen Limit-Aufträgen über Kauf und Verkauf derselben Anzahl von Kontrakten verschiedener Produkte, Fälligkeiten oder Marktgebiete ("leg contracts"), deren Ausführung voneinander abhängig ist (§ 31 I HB). Kombinierte Aufträge können dazu führen, dass im System implizite Aufträge für das den kombinierten Aufträgen zugrundeliegende Produkt angezeigt werden. Implizite Aufträge sind keine Aufträge im Sinne der Handelsbedingungen und daher selbst nicht ausführbar. Wird auf einen impliziten Auftrag hin ein gegenläufiger Auftrag eingegeben, führt dies zur gleichzeitigen Ausführung aller Aufträge, die sich auf	192

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

den kombinierten Auftrag beziehen und die den impliziten Auftrag ausgelöst haben.

- 193 Kombinierte Aufträge müssen mit einer Preisangabe versehen sein, die der Differenz der Preislimite beider Einzelaufträge entspricht. Das Handelssystem der EEX unterstützt derzeit folgende Kombinationstypen zu:
- Ein **Time-Spread** ist ein kombiniertes Instrument bestehend aus zwei Kontrakten desselben Futures Produktes, die sich nur in Bezug auf Fälligkeit unterscheiden, wobei ein Kontrakt gekauft und der andere Kontrakt verkauft wird.
 - Ein **Inter-Product-Spread** ist ein kombiniertes Instrument bestehend aus mindestens zwei verschiedenen Kontrakten, wobei zumindest ein Kontrakt gekauft und ein Kontrakt verkauft wird.
- 194 Aufträge können mit **Gültigkeitsbestimmung** versehen werden (§ 20 IV 1 HB). Aufträge, die ohne Gültigkeitsbestimmung eingegeben werden, sind nur bis zum Ende der Handelsphase an diesem Börsentag gültig. Soweit sie bis dahin nicht ausgeführt wurden, werden sie automatisch aus den Systemen der Börse gelöscht. Zulässige Gültigkeitsbestimmungen sind:
- gültig nur an dem Tag (good-for-day),
 - gültig bis auf Widerruf (good-till-cancelled) oder
 - gültig bis Fristablauf (good-till-date).
- 194a Aufträge können mit Ausführungsbestimmungen
- One cancels the other und
 - Immediate-or-cancel
- versehen werden (§ 20 V 1 HB). Bei Immediate-or-cancel Aufträgen wird der Auftrag sofort und soweit wie möglich ausgeführt, nicht ausgeführte Teile werden gelöscht.
- 195 Im Handelssystem T7 können Börsenteilnehmer neben Market-Orders und Limit-Orders auch Stop-Aufträge und OCO-Aufträge eingeben (§ 20 I 1 HB). **Stop-Aufträge** sind Kauf- und Verkaufsvorträge über eine bestimmte Anzahl von Kontrakten, die mit einem Auslösungspreis versehen sind und bei dessen Erreichen die Aufträge als Market-Orders ausgeführt werden sollen (§ 20 I 2 HB). **OCO-Aufträge** (One-Cancels-Other) sind limitierte Aufträge mit Stop-Limits (§ 20 I 3 HB). Sie vereinen die Eigenschaften von limitierten Aufträgen und Stop-Aufträgen in einem Auftrag. Bei Ausführbarkeit auf der Grundlage des Ausführungslimits wird der Auftrag wie ein limitierter Auftrag ganz oder teilweise ausgeführt. Eine gegebenenfalls verbleibende Restquantität unterliegt weiterhin den Ausführungsregeln eines OCO-Auftrags. Bei Ausführbarkeit auf der Grundlage des Stop-Auslöse-Preises wird der bis zur Auslösung im Orderbuch befindliche OCO-Auftrag vollständig in einen unlimitierten Auftrag umgewandelt und als solcher in den fortlaufenden Handel eingestellt.

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

- Aufträge im Orderbuch können gem. §§ 18 VII 1 HB, 24 III 1 HB jederzeit **geändert** und **gelöscht** werden. Sämtliche Aufträge eines Börsenteilnehmers können auf seinen Antrag von der Börsengeschäftsführung gelöscht werden. Änderungen eines Auftrages, die den Preis oder die Kontraktzahl betreffen, gelten als **neuer Auftrag**, so dass sie einen neuen zeitlichen Rang im Orderbuch erhalten (§ 18 VII 3 HB). 196
- Alle eingegebenen Aufträge werden vom Handelssystem der EEX mit einem **Zeitstempel** und einer **Identifikationsnummer** versehen (§ 24 I 1 HB). Aufträge, die nicht den vorgeschriebenen Mindestanforderungen entsprechen, werden zurückgewiesen (§ 24 I 2 HB). Die Börsenteilnehmer werden über die Erfassung der Aufträge durch das Handelssystem der EEX informiert. 197
- Für jedes handelbare Produkt wird ein **Auftragsbuch** geführt, in dem alle Aufträge nach Preis und Eingangszeitpunkt geordnet und verwaltet werden. Änderungen eines limitierten und unlimitierten Auftrags haben einen neuen zeitlichen Rang im Auftragsbuch zur Folge, wenn sie den Preis betreffen oder sonstige Auftragsinhalte, insbesondere durch eine Erhöhung der Stückzahl verändert werden, die sich auf die Ausführbarkeit anderer Aufträge nachteilig auswirken können. 198
- Aufträge im Handel mit Zertifikaten setzen nach § 38 I HB voraus, dass der Börsenteilnehmer die zum Bieten in einer Primärauktion nach Maßgabe des Kapitals 4 der Aktionsverordnung zugelassen und zur Ordereingabe berechtigt ist (Eligibility). 199
- Quotes** sind gem. § 43 II 2 BörsO Aufträge, bei denen gleichzeitig in das Handelssystem ein limitierter Kaufauftrag und ein limitierter Verkaufsauftrag in einem Kontrakt eingegeben werden. Quotes sind auch bei kombinierten Aufträgen zulässig (Combined-Quotes). Quotes werden im System und im Auftragsbuch gesondert ausgewiesen. Sofern sie nicht ganz oder teilweise zur Ausführung gekommen sind, können sie von dem Börsenteilnehmer in ihrem jeweiligen Bestand an Einzelaufträgen einzeln oder für ein Produkt insgesamt geändert oder gelöscht sowie für ein Produkt insgesamt zeitweise aus dem Handel genommen werden. Sämtliche Quotes eines Börsenteilnehmers im Auftragsbuch können auf sein Verlangen von der EEX gelöscht werden. Jede Änderung von Quotes, die den Preis verändert oder die Kontraktanzahl erhöht, stellt eine neue Eingabe aller enthaltenen Einzelaufträge dar. Quotes sind nur für den Tag der Eingabe gültig. Jede erneute Aktivierung ist eine neue Eingabe. 200
- In das Handelssystem der EEX können **Pre-Trade Limit** eingegeben werden. Hierunter wird die im Handelssystem hinterlegte Möglichkeit der Limitierung von Aufträgen verstanden, die von einem Börsenteilnehmer in das Handelssystem eingegeben werden können. Zur Eingabe von Pre-Trade-Limits ist bei Vorliegen einer entsprechenden Vereinbarung mit seinem Nicht-Clearing-Mitglied das Clearing-Mitglied der ECC AG berechtigt, das die Abwicklung für diesen Börsenteilnehmer übernimmt. 201

V. Störungen des Schuldverhältnisses

1. Clearingsystem

- 202 Börsengeschäfte am Spotmarkt der EEX werden nach den Handelsbedingungen ausschließlich zwischen der **EEC AG** und einem **Börsenteilnehmer** abgeschlossen (§ 7 I 1 HB). Spotmarkt-Geschäfte auf Emissionsrechte kommen zwischen der ECC AG als Erfüllungsgesellschaft und dem Handelsteilnehmer zustande (Ziffer 3.3.1 II 1 Alt. 1 CB). Alle anderen Spotmarkt-Geschäfte kommen zwischen der ECC AG und der Erfüllungsgesellschaft und gleichzeitig zwischen der Erfüllungsgesellschaft und dem Handelsteilnehmer zustande (Ziffer 3.3.1 II 1 Alt. 2 CB).
- 203 Ist der Börsenteilnehmer Nicht-Clearing-Mitglied, **haftet** das System-Clearing-Mitglied gegenüber der Erfüllungsgesellschaft für das von ihm betreute Nicht-Clearing-Mitglied als **Garant** für alle finanziellen Verbindlichkeiten, die sich aus der Zusammenführung von Geschäften (Matching) ergeben oder aus registrierten Geschäften ergeben, die von ihren Nicht-Clearing-Mitgliedern in das System eingegeben worden sind.
- 204 Am Terminmarkt der EEX ist Vertragspartner der ECC AG notwendig ein Clearing-Mitglied. Börsengeschäfte werden nur zwischen der **ECC AG** und einem **System-Clearing-Mitglied** (General- oder Direkt-Clearing-Mitglied) abgeschlossen (§ 7 II 1 HB, Ziffer 3.3.1 I 1 CB)⁵⁷. Ist ein Börsenteilnehmer selbst nicht zum Clearing berechtigt (Nicht-Clearing-Mitglied), kommen Börsengeschäfte nur über das Clearing-Mitglied zustande, über das es seine Börsengeschäfte abwickelt. Wird ein von einem Nicht-Clearing-Mitglied in das EDV-System der EEX eingegebener Auftrag mit einem anderen Auftrag zusammengeführt, kommt gem. § 7 II 3 HB ein Börsengeschäft zwischen dem Nicht-Clearing-Mitglied und dem Clearing-Mitglied sowie gleichzeitig ein entsprechendes Börsengeschäft zwischen dem Clearing-Mitglied und der ECC AG zustande.
- 205 Aufgrund dieser Regelung wird das **Ausfallrisiko** der Börsenteilnehmer begrenzt, da bei jedem Börsengeschäft das Zweipersonenverhältnis (Börsenteilnehmer) um weitere bonitätsstarke Rechtssubjekte (ECC AG, System-Clearing-Mitglieder) erweitert wird. Sie müssen im Börsinnenverhältnis weder am Spot- noch am Terminmarkt zeitaufwendig und kostenintensiv das **Bonitätsrisiko** eines anderen, möglicherweise unbekannten Börsenteilnehmers überprüfen. Sie müssen nur noch das Bonitätsrisiko des Clearing-Hauses beachten. Clearing-Mitglieder müssen zusätzlich das Bonitätsrisiko der von ihnen betreuten Nicht-Clearing-Mitglieder beachten.
- 206 Das Clearing-Haus ist darauf angewiesen, dass Kontrahenten-Risiko zu reduzieren. Die Börsenordnung kann daher nach § 20 I 1 BörsG bestimmen, dass die zur Teilnahme am Börsenhandel zugelassenen Unternehmen ausreichende **Sicher-**

⁵⁷ So auch an der EUREX, vgl. VG Frankfurt a. M., Urteil vom 05.04.2004 (Az. 9 E 175/03) „Börsengeschäft zwischen der EUREX Clearing AG und dem General Clearing Mitglied“.

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

heit zu leisten haben, um die Verpflichtungen aus Geschäften, die an der Börse sowie in einem an der Börse zugelassenen elektronischen Handelssystem abgeschlossen werden, jederzeit erfüllen zu können. Dementsprechend sieht § 60 I 1 BörsO vor, dass jeder Börsenteilnehmer verpflichtet ist, die ihm gegenüber festgesetzten Sicherheitsleistungen sowie die täglichen Abrechnungszahlungen an den Terminmärkten fristgerecht zu erbringen.

Die ECC AG sichert das Kontrahenten-Risiko in einem **abgestuften System** über Sicherheitsleistungen (Margin), den Ausfallfonds (Clearingfonds) und den Anforderungen an eine Clearing-Mitgliedschaft ab. 207

Eine General-Clearing-Lizenz setzt nach Ziffer 2.1.2 II 1 CB **haftendes Eigenkapital**⁵⁸ in Höhe von mindestens 30 Mio. EUR oder den entsprechenden Gegenwert in der Währung des Staates, in dem das Institut seinen Sitz hat, voraus. Eine Direct-Clearing-Lizenz setzt nach Ziffer 2.1.2 II 2 CB ein haftendes Eigenkapital in Höhe von mindestens 7,5 Mio. EUR oder den entsprechenden Gegenwert in der Währung des Staates, in dem das Institut seinen Sitz hat, voraus. Damit wird sichergestellt, dass an jedem Geschäft finanzstarke Unternehmen beteiligt sind. 208

Herausragende Bedeutung kommt den **Sicherheitsleistungen** zu. Sicherheiten sind nicht nur für den Terminmarkt (Ziffer 3.4.4 CB), sondern auch für den Spotmarkt (Ziffer 3.4.3 CB) zu stellen. Kommt ein Börsenteilnehmer seiner Verpflichtung zur Zahlung oder Lieferung nicht nach, werden die gestellten Sicherheiten verwertet. Sollten die Sicherheitsleistungen des Clearing-Mitglieds nicht ausreichen, werden die Beiträge des **Ausfallfonds** (Clearing-Fonds) verwertet. 209

a) Sicherheitsleistung

aa) Grundlagen

Jeder Börsenteilnehmer ist verpflichtet, die ihm gegenüber festgesetzten Sicherheitsleistungen sowie die täglichen Abrechnungszahlungen an den Terminmärkten fristgerecht zu erbringen (§ 60 I 1 BörsO). Zur Besicherung sämtlicher Verpflichtungen eines **System-Clearing-Mitglieds** gegenüber der ECC AG aus oder in Zusammenhang mit seiner Teilnahme am Clearing der ECC AG hat jedes Clearing-Mitglied Sicherheiten mindestens in der von ECC AG festgelegten Höhe in Geld, Wertpapieren und Wertrechten zu stellen. Zertifikate gelten nicht als Wertpapiere oder Wertrechte. Einzelheiten zu den Sicherheiten sind in Ziffer 3.4.6 und 3.4.7 CB geregelt. 210

Nicht-Clearing-Mitglieder sind verpflichtet, den ihnen angeschlossenen System-Clearing-Mitgliedern Sicherheiten mindestens in der sich aus der Berechnungsmethode der ECC AG ergebenden Höhe zu stellen. System-Clearing-Mitglieder sind nicht nur berechtigt, sondern verpflichtet, entsprechende Sicherheiten von den Nicht-Clearing-Mitgliedern zu verlangen. Für Terminmärkte 211

58 Zur Berechnung des haftenden Eigenkapitals vgl. Ziffer 2.1.2 III CB.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

bestimmt § 60 II BörsO, dass Clearing-Mitglieder die Börsengeschäftsleitung **unverzüglich zu unterrichten** haben, wenn ein Nicht-Clearing-Mitglied seiner Verpflichtung, Sicherheiten zu stellen, nicht oder nicht fristgerecht nachkommt.

- 212 Börsenteilnehmer waren nach § 50 I 1 BörsO a.F. verpflichtet, an den Terminmärkten von ihren **Kunden** im Börsenaußenverhältnis Sicherheiten mindestens in der sich nach der Berechnungsmethode der ECC AG ergebenden Höhe zu verlangen. Kunden standen gegen Börsenteilnehmer grundsätzlich keine Schadensersatzansprüche aus § 823 II BGB i. V. m. § 50 I 1 BörsO zu, wenn Sicherheiten nicht oder nicht in hinreichender Höhe verlangt worden sind und ein Schaden dadurch entstanden ist, dass offene Positionen nicht rechtzeitig geschlossen worden sind. Zwar ist die Börsenordnung öffentlich-rechtliche Satzung und kann damit Schutzgesetz im Sinne von § 823 II BGB sein. Allerdings bezweckt nach der Rechtsprechung des BGH⁵⁹ die in den Börsenordnungen normierte Verpflichtung, Sicherheiten zu verlangen, nicht unmittelbar den Schutz des Einzelnen, sondern lediglich den Schutz der Börse. Einem Kunden kann aber im Einzelfall gegen einen Börsenteilnehmer ein Schadensersatzanspruch gem. §§ 280 Abs. 1, 311 Abs. 2 BGB zustehen, wenn eine entsprechende Verpflichtung, Sicherheiten zu verlangen, ausdrücklich vertraglich vereinbart worden ist.⁶⁰
- 213 Grundlage der Berechnung der Sicherheiten ist das **Ausfallrisiko** eines Clearing-Mitglieds und seiner Nicht-Clearing-Mitglieder. Die hinterlegten Sicherheiten sollen sämtliche Verpflichtungen des Clearing-Mitglieds gegenüber der ECC AG aus seiner Teilnahme am Spotmarkt und Terminmarkt abdecken (Margining). Sie dürfen allerdings nicht zu hoch bemessen sein, um nicht kostenintensiv Liquidität der Börsenteilnehmer zu binden⁶¹.
- 214 Die **Höhe und Berechnungsmethode** der Sicherheitsleistungen wird von der ECC AG festgelegt (Ziffer 3.4.1 II 1 CB und Ziffer 3.4.2 I 1 CB). Die Margin-Anforderungen sind für Spotmarkt-Geschäften in Ziffer 3.4.3 CB und für Terminmarkt-Geschäften in Ziffer 3.4.4 CB geregelt. Die ECC AG hat die Berechnungsmethode den Clearing-Mitgliedern auf Anforderung offen zu legen. Die Clearing-Mitglieder haben die Berechnungsmethode den Nicht-Clearing-Mitgliedern auf Verlangen offenzulegen (§ 60 I 2 BörsO). Das System-Clearing-Mitglied hat der ECC AG auf Verlangen die Berechnungsmethode offenlegen (Ziffer 3.5.2 III 2 CB).

59 BGH, Urteil vom 08.05.2001 (Az. XI ZR 192/00) = BKR 2001, 38 [41] zu § 33 BörsO-DTB [Nr. 4.8 Satz 3 BörsO-EUREX n. F.] sowie Nr. 9 Abs. 4 SB-TG 1999; a. A. Härle, Die Terminbörsen EUREX und WTB, Berlin 2002, S. 165 ff.

60 OLG Köln, Urteil vom 31.01.2001 (Az. 13 U 114/00) = ZIP 2001, 1139 ff; vgl. auch BGH, Urteil vom 08.05.2001 (Az. XI ZR 192/00) = BKR 2001, 38 [40]: „[...] jedenfalls ohne eine besondere vertragliche Regelung [...].“

61 Hierzu näher ECC-Margining, Release 001, Stand 22.10.2008, veröffentlicht unter <http://www.ecc.de/Downloads>. Die zu hohen Sicherheitsleistungen des traditionellen Wertpapieroptionshandels an der ehemaligen Frankfurter Wertpapierbörsen haben maßgeblich die Entwicklung des Terminhandels behindert, vgl. Härle, Die Terminbörsen EUREX und WTB, Berlin 2002, S. 45.

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

- Offene Positionen werden zu Netto-Positionen **saldiert**⁶². Alle noch nicht physisch oder finanziell abgewickelten Börsengeschäfte werden zu einer Gesamtforderung bzw. Gesamtverbindlichkeit zusammengefasst. Nicht erfüllte Börsengeschäfte in verschiedenen Produkten können innerhalb einer Margin-Klasse verrechnet werden, wenn es sich um ein gleichartiges Risiko handelt. Mehrere Margin-Klassen können zu einer Margin-Gruppe zusammengefasst sein. 215
- Sicherheiten sind gem. Ziffer 3.4.1 II 2 CB grundsätzlich bis 08:00 Uhr am nächsten Geschäftstag zu leisten. 216
- Die ECC AG kann nach Ziffer 3.4.5 I 1 CB aufgrund ihrer während des Geschäftstages vorgenommenen Risikoeinschätzung von einem Clearing-Mitglied eine **zusätzliche Sicherheitsleistung** in Geld, in Wertpapieren oder Wertrechten verlangen. Zusätzliche Sicherheitsleistungen müssen sofort in der entsprechenden Währung auf dem Abrechnungskonto der ECC AG oder das Cash-Pfandkonto der ECC AG geleistet werden. Zusätzliche Sicherheitsleistungen in Wertpapieren oder Wertrechten sind von einem System-Clearing-Mitglied unverzüglich auf die Pfanddepots bei Clearstream Banking AG zu leisten. Das gleiche Recht steht einem Clearing-Mitglied gegenüber einem ihm angeschlossenen Nicht-Clearing-Mitglied zu. 217
- bb) Sicherheitsleistungen für Spotmarktgeschäfte*
- Für Risiken aus Spotmarkt-Geschäften ist nach Ziffer 3.4.3.1 I CB eine Margin (Sicherheit) zu leisten, welche den möglichen Ausfall von Netto-Zahlern an die ECC AG (inklusive eventuell anfallender Steuern) und die Ausfallrisiken aus nicht (vollständig) erfolgter Lieferung aus abgeschlossenen Geschäften abdeckt (**Current Exposure Spot Market**). Für das statistisch ermittelte Risiko hinsichtlich des potentiellen zukünftigen Handelsverhalten eines Handelsteilnehmers ist ebenso eine Margin (Sicherheit) zu leisten (**Initial Margin Spot Market** oder **Pre-Auction Margin**). 218
- Für Risiken der Erfüllungsgesellschaften aufgrund nicht rechtzeitiger Einlieferung von Emissionsrechten oder Herkunftsachweisen auf ein Registerkonto der Erfüllungsgesellschaften bzw. nicht rechtzeitiger Anschaffung von Emissionsrechten auf dem Bestandskonto des lieferpflichtigen Handelsteilnehmers zum Lieferzeitpunkt kann die ECC AG nach Ziffer 3.4.3.1 II CB ein **Delivery Margin** berechnen oder diese Risiken in der Berechnung der Margin-Anforderung anderweitig geeignet berücksichtigen. 219
- Sofern Übertragungsnetz- bzw. Hub-Betreiber das Recht haben, im Falle von Nichtlieferung von verkauften Waren bzw. Nichtabnahme von gekauften Waren durch Handelsteilnehmer Ansprüche gegenüber den Erfüllungsgesellschaften oder ECC geltend zu machen, oder das Recht auf Ablehnung oder Reduktion der Nominierung der ECC haben, ist nach Ziffer 3.4.3 III CB eine **Delivery Margin** für diese möglichen Ansprüche zu leisten. 220

62 Vgl. ECC-Margining, Release 001 (22.10.2008).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

- 221 Die ECC AG berechnet DCP-Clearing-Mitgliedern nach Ziffer 3.4.3.2 I CB zur Aufrechterhaltung der eingeräumten Trading-Limite und zur Absicherung der sich aus dem Handel innerhalb dieser Trading-Limite ergebenden Risiken eine **Margin-Anforderung**, welche den möglichen Ausfall von Netto-Zahlungen (inklusive anfallender Steuern) und die Ausfallrisiken aus nicht oder nicht vollständig erfolgter Lieferung aus abgeschlossenen Geschäften oder eingegebenen Orders abdeckt.
- cc) *Sicherheitsleistungen für Terminmarktgeschäfte*
- 222 Für Positionen in Futures und Optionen berechnet die ECC AG nach Ziffer 3.4.4 I CB eine Margin-Anforderung für die Kosten einer potentiellen Glattstellung. Diese erfasst sowohl aktuelle (z. B. aufgelaufene Variation Margin seit der letzten Gutschrift bzw. Belastung) also auch potentielle zukünftige Risiken (z. B. Veränderungen des Wertes einer Position während der Glattstellungsperiode).
- 223 Für **Short-Positionen** und **Long-Positionen** in premium-style Optionen berechnet die ECC AG zusätzlich zur Margin-Anforderung eine Margin-Anforderung in Höhe des täglichen Abrechnungspreises der Option (Premium Margin). Der Abrechnungspreis eines Options-Kontraktes wird täglich von den Märkten ermittelt und von der ECC festgelegt. Die ECC kann den Abrechnungspreis abweichend festlegen.
- 224 Sofern Übertragungsnetzbetreiber bei leitungsgebundener Energie das Recht haben, im Falle von Nichtlieferung von bzw. Nichtabnahme von Warenlieferungen aus fälligen Futures durch Handelsteilnehmer Ansprüche gegenüber der jeweiligen Erfüllungsgesellschaft oder ECC AG geltend zu machen, oder das Recht auf Ablehnung oder Reduktion der Nominierung der ECC AG haben, kann nach Ziffer 3.4.4 IV CB die ECC AG eine Margin-Anforderung für diese möglichen Ansprüche berechnen (**Delivery Margin**). Sofern eine Clearingstelle oder ein Übertragungsnetzbetreiber von den Erfüllungsgesellschaften oder der ECC AG die Stellung von Sicherheiten als Voraussetzung für das Abwickeln physischer Geschäfte verlangt, ist die ECC AG berechtigt, einen entstehenden Liquiditätsbedarf nach eigenem Ermessen durch die Erhebung einer zusätzlichen Geldsicherheit (**Cash-Margin**) oder Festsetzung eines Mindestanteils der Margin-Anforderung der durch Geldsicherheiten zu decken ist (Mindest-Cash-Quote) zu decken. Die betreffende Cash-Margin wird von allen Handelsteilnehmern im jeweiligen Marktgebiet erhoben.
- 225 Für mögliche Ansprüche der Erfüllungsgesellschaften aufgrund nicht rechtzeitiger Einlieferung von Emissionsrechten oder Herkunftsachweisen aus fälligen Futures auf ein Registerkonto der Erfüllungsgesellschaften bzw. nicht rechtzeitiger Anschaffung von Emissionsrechten auf dem Bestandskonto des lieferpflichtigen Handelsteilnehmers kann die ECC eine Margin-Anforderung berechnen (**Delivery Margin**). Zur Abdeckung weiterer Risiken aus der Abwicklung von Terminmarkt-Geschäften ist die ECC AG berechtigt, weitere Margin-Anforderungen zu berechnet, soweit dies auf Basis ihrer Risikoeinschätzung notwendig ist (z. B. Supplementary Margin, Margin für Pre-Opening Limits).

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

Future-Kontrakte zeichnen sich durch eine **tägliche Gewinn- und Verlustrealisierung** aus (Mark-to-Market-Verfahren)⁶³. Die Einzelheiten sind in Ziffer 4.1 CB und Ziffer 4.2 CB geregelt. Jede offene Futures-Position wird bis zum letzten Handelstag täglich neu bewertet. Gewinne und Verluste werden ausgeglichen und dem Börsenteilnehmer als Variation Margin gutgeschrieben oder belastet. Börsentäglich wird nach Handelsschluss jede Futures-Position anhand des ermittelten Abrechnungspreises (Settlement Price) bewertet, der den aktuellen Marktwert reflektiert. Die Rechtsnatur der Variation Margin ist nach bestritteiner Ansicht nicht bloße Sicherheitsleistung, sondern als Teilleistung im Sinne von § 266 BGB und damit als Erfüllung zu qualifizieren.⁶⁴

226

b) Ausfallfonds (Clearing-Fonds)

Die ECC AG verwaltet für den Spot- und Terminmarkt einen Ausfallfonds (Clearing-Fonds), der sich aus Mitteln der Clearing-Mitgliedern zusammensetzt. Unbeschadet anderer Sicherheitsleistungen ist jedes Clearing-Mitglied verpflichtet, Beiträge zum Clearing-Fonds zu erbringen (Ziffer 3.7.1 II 1 CB). Die ECC AG setzt die Höhe des Beitrags für jedes Clearing-Mitglied fest (Ziffer 3.7.1 II 2 CB). Der Beitrag ist in Geld, Wertpapieren oder Wertrechten zu erbringen. Die Höhe des Beitrags wird regelmäßig überprüft und ggf. angepasst⁶⁵. Darüber hinaus reserviert die ECC AG unter Berücksichtigung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben eigene Mittel (**Zugeordnete Mittel**), die bei Ausfall eines Clearing-Mitgliedes vor den Beiträgen der nicht ausgefallenen Clearing-Mitglieder für den Ausfallfonds verwendet werden (Ziffer 3.7.2 CB). Die aktuelle Höhe der zugeordneten Mittel ist auf der Internetseite der ECC AG (www.ecc.com/de) veröffentlicht.

227

Der von einem Clearing-Mitglied geleistete Beitrag zum Clearing-Fonds kann zum Ersatz aller durch den Ausfall dieses oder anderer Clearing-Mitglieder entstandenen Schäden (**Ausfallschäden**) in Anspruch genommen werden (Ziffer 3.7.3 I 1 CB). Folgeschäden und entgangene Gewinne sind keine Ausfallschäden. Für solche Schäden kann der Ausfallfonds nicht in Anspruch genommen werden.

227a

Beim Ausfall eines System-Clearing-Mitglieds wird die ECC AG nach Ziffer 3.7.3 II CB Sicherheiten, zugeordnete Mittel, und Ausfallfonds in der nachstehenden Reihenfolge **verwerten**:

228

1. Andere Sicherheiten des ausgefallenen Clearing-Mitglieds,
2. Beitrag zum Ausfallfonds des ausgefallenen System-Clearing-Mitglieds,
3. Zugeordneten Mittel der ECC AG,
4. Beiträge zum Ausfallfonds aller System-Clearing-Mitglieder, wobei die Beiträge zu prozentual gleichen Anteilen verwertet werden,

63 EEX Margining, Release 0003B (10.03.2005).

64 Vgl. Irmen, in: Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZIV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, § 55 Rn. 8.

65 EEX Terminmarktkonzept (01.01.2006).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

5. Beiträge zum Ausfallfonds von DCP-Clearing-Mitgliedern, wobei die Beiträge zu prozentual gleichen Anteilen verwertet werden,
 6. Nachschussbeiträge zum Ausfallfonds sowie zusätzliche Beiträge der ECC AG zu den zugeordneten Mitteln.
- 229 Wurden die Sicherheiten und Beiträge zum Ausfallfonds verwertet und reichen diese nicht aus, um die Ausfallschäden zu decken, kann die ECC AG nach Ziffer 3.7.3 V CB die nicht in Verzug befindlichen Clearing-Mitglieder auffordern (Nachschussaufforderung), einen Anteil der verbleibenden Ausfallschäden durch einen zusätzlichen Beitrag zum Ausfallfonds auszugleichen (Nachschussbeitrag). Den **Nachschussbeitrag** müssen die Clearing-Mitglieder bis zum nächsten Geschäftstag in Form von Geldsicherheiten stellen. Für jedes ausgefallene Clearing-Mitglied kann die ECC AG nur einmal eine Nachschussaufforderung stellen. Die Pflicht zum Nachschuss besteht für alle Ausfälle, die bis zum Zeitpunkt der Beendigung der Clearing-Lizenz eintreten.
- 230 Die ECC AG ist nach Ziffer 3.7.3 VII CB verpflichtet, innerhalb eines Geschäftstages nach Bekanntgabe der Nachschussaufforderung einen **zusätzlichen Beitrag** zu den zugeordneten Mitteln zu leisten. Der zusätzliche Beitrag entspricht dem Produkt aus den verbleibenden Ausfallschäden und dem Verhältnis der Zugeordneten Mittel der ECC AG zur Summe, der zu leistenden Beiträge zum Ausfallfonds der nicht ausgefallenen Clearing-Mitglieder.
- 231 Wenn ein ausgefallenes Clearing-Mitglied die von ihm geschuldeten Leistungen nach vollständiger oder teilweiser Inanspruchnahme der Beiträge der anderen Clearing-Mitglieder zum Ausfallfonds erbringt, **stockt** die ECC AG gem. Ziffer 3.7.3 IV CB aus dieser Leistung die Beiträge der anderen Clearing-Mitglieder wieder mit einem prozentual gleichen Anteil, höchstens jedoch bis zum Betrag der erfolgten Inanspruchnahme **auf**.
- 232 Nach Inanspruchnahme des Ausfallfonds sind die Clearing-Mitglieder nach Ziffer 3.7.4 CB zur **Wiederaufstockung** des Ausfallfonds verpflichtet. Die ECC AG berechnet die Beiträge der Clearing-Mitglieder neu. Unter Berücksichtigung noch vorhandener Ausfallfonds-Beiträge und gegebenenfalls nicht genutzter Nachschussbeiträge verbleibende Beträge sind von den Clearing-Mitgliedern innerhalb von zehn Geschäftstagen zu leisten. Die Pflicht zur Wiederaufstockung besteht für alle Ausfälle, die bis zum Zeitpunkt der Beendigung der Clearing-Lizenz eintreten.
- 233 Die Beiträge zum Ausfallfonds sind nach Beendigung der Clearing-Lizenz durch die ECC AG oder durch das Clearing-Mitglied einen Monat nach Erklärung der Beendigung, frühestens jedoch einen Monat nach dem Tag, an dem alle Geschäfte abgewickelt worden sind, für deren Clearing das betreffende Clearing-Mitglied zuständig ist, **freizugeben**. Fällt ein anderes Clearing-Mitglied zum Zeitpunkt der Beendigung der Clearing-Lizenz aus oder fällt ein anderes Clearing-Mitglied vor dem Datum aus, an welchem ein Beitrag zu diesem Ausfallfonds freizugeben ist, so erfolgt die Freigabe erst nachdem die Inanspruchnahme der Beiträge abgeschlossen ist.

2. Verzug

a) Eintritt des Verzuges

Die Liefer- und Abnahmefristen der sich aus den an den Teilmärkten der EEX abgeschlossenen Geschäften sind **fixe Fristen** im Sinne des §§ 376 HGB, 5 S. 1 HB. Leistet ein Clearing-Mitglied nicht oder nicht rechtzeitig, befindet es sich daher ohne Fristsetzung gem. §§ 280 I, III, 281 II, 323 II Nr. 2 BGB im Verzug. Die Fristversäumung berechtigt den Vertragspartner, ohne Mahnung und ohne Ablehnungsandrohung vom Geschäft zurückzutreten und bei verschuldeter Säumnis Schadensersatz wegen Nichterfüllung zu verlangen (§ 5 S. 2 HB). 234

Ziffer 3.8.1 I CB bestimmt, dass ein Clearing-Mitglied ohne Mahnung in **Verzug** kommt, wenn das Clearing-Mitglied die von der ECC AG geschäftstätiglich verlangte Sicherheitsleistung, Beiträge zum Ausfallfonds, tägliche Abrechnungszahlung (Variation Margin), Prämien oder Entgelte nicht fristgerecht leistet (a) oder das Clearing-Mitglied es versäumt hat, eine sonstige nach den Clearing-Bedingungen bestehende Verpflichtung (z. B. fällige Lieferung, Abnahme oder Zahlung) gegenüber der ECC AG oder den Erfüllungsgesellschaften zu erfüllen (b). 235

Clearing-Mitglieder haben die ECC AG gem. Ziffer 3.8.1 II CB **sofort zu unterrichten**, wenn sie eine Verpflichtung aus den Geschäften an den Märkten, insbesondere die Leistung von Sicherheiten sowie die täglichen Abrechnungszahlungen, nicht erfüllen können. 236

Die ECC AG und die Erfüllungsgesellschaften können bei einem Clearing-Mitglied gem. Ziffer 3.8.1 III CB für **Schäden Rückgriff nehmen**, die ihnen, anderen Clearing-Mitgliedern oder Nicht-Clearing-Mitgliedern durch einen von ihm verursachten Verzug entstanden sind. Ungeachtet eines Schadenseintritts bei der ECC AG oder den Erfüllungsgesellschaften ist das in Verzug geratene Clearing-Mitglied zur Zahlung einer **Vertragsstrafe** in Höhe von 0,5 % des ausstehenden Betrages, mindestens jedoch 500 EUR pro Kalendertag, zuzüglich einer angemessenen Verzinsung des ausstehenden Betrages in Höhe von 5 % über dem jeweils gültigen Basiszinssatz verpflichtet. 237

b) Technischer Verzug

Weist ein Clearing-Mitglied der ECC AG nach, dass eines der in Ziffer 3.8.1 I lit. a) CB aufgeführten Versäumnisse (Sicherheitsleistung, Beiträge zum Ausfallfonds, tägliche Abrechnungszahlung (Variation Margin), Prämien oder Entgelte nicht fristgerecht leistet) nicht auf Zahlungsunfähigkeit beruht und dass das Clearing-Mitglied seinen Pflichten unverzüglich nachkommen wird, kann die ECC AG gem. Ziffer 3.8.2 I CB davon absehen, das Clearing-Mitglied in Verzug nach Ziffer 3.8.1 CB zu setzen. In diesem Fall setzt die ECC AG das Clearing-Mitglied in „**technischen“ Verzug**. Das betroffene Clearing-Mitglied hat gem. Ziffer 3.8.2 II, III CB der EEX AG unverzüglich nach Eintritt des technischen Verzuges eine schriftliche Stellungnahme über die Gründe seiner Säumigkeit vorzulegen. Das 238

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

von dem technischen Verzug betroffene Clearing-Mitglied muss dessen Ursachen unverzüglich beseitigen.

- 239 Liegt ein technischer Verzug für eine Zahlung in Fremdwährung vor, kann die ECC AG gem. Ziffer 3.8.2 IV CB von dem in technischen Verzug gesetzten Clearing-Mitglied die **unverzügliche Bereitstellung des Gegenwertes** des nicht fristgerecht eingegangenen Fremdwährungsbetrages in EUR auf das Abrechnungskonto der ECC AG verlangen. Der EUR-Betrag wird nach Eingang der Fremdwährungszahlung zinslos zurückerstattet.

c) Sonstige Maßnahmen bei Verzug

- 240 Die ECC AG kann gem. Ziffer 3.8.3 I 1 CB bei Verzug die „**Einleitung von Maßnahmen**“ gegen das Clearing-Mitglied beantragen. Diese Maßnahme setzt eine Grundlage im Gesetz, den Satzungen oder dem Regelwerk des jeweiligen Marktes voraus. Vor jeder beantragten Maßnahme soll das Clearing-Mitglied **angehört** werden. Von der Anhörung kann abgesehen werden, wenn sie nach den Umständen des Einzelfalls nicht geboten ist. Ziffer 3.8.4 II CB bestimmt, dass die ECC AG bei der Auswahl von Maßnahmen auf die Interessen des betroffenen Clearing-Mitglieds und seiner Nicht-Clearing-Mitglieder unter Berücksichtigung der Belange des allgemeinen Interesses an der Sicherstellung des ordnungsgemäßen Handels und der Geschäftsabwicklung Rücksicht nehmen wird.
- 241 Die ECC AG kann bei Verzug als Maßnahme gegenüber dem betroffenen Clearing-Mitglied sowie allen Nicht-Clearing-Mitgliedern dieses Clearing-Mitglieds ein Emergency-Member-Stop-Verfahren durchführen. Dadurch wird die Suspendierung des betroffenen Clearing-Mitglieds sowie aller Nicht-Clearing-Mitglieder dieses Clearing-Mitglieds von einem oder allen Märkten der EEX (außer Primärauktionen) beantragt und technisch sofort durchgeführt. Das **Emergency-Member-Stop-Verfahren** ist in § 27 BörsO sowie Ziffer 3.1.1 IV CB und Ziffer 3.8.3 III CB geregelt.
- 242 Die ECC AG kann gem. Ziffer 3.8.3 III 3 CB nach Aktivierung des **Stop-Buttons** unter Berücksichtigung des Gesamtrisikos für die ECC AG Terminmarkt-Geschäfte, an denen das betroffene Clearing-Mitglied und dessen Nicht-Clearing-Mitglieder als Gegenpartei beteiligt sind und die in das Clearing-System der ECC importiert werden sollen, ganz oder teilweise zurückzuweisen. Sie wird die betroffenen Märkte hierüber unverzüglich in Kenntnis setzen. Nach der Aktivierung des Stop-Buttons werden Stop-Request an alle übrigen Märkte versandt, an denen das Clearing-Mitglied und dessen Nicht-Clearing-Mitglied als Handelsteilnehmer zugelassen sind. Durch einen Stop-Request wird die Suspendierung auch für diese Märkte beantragt. Mit der Aktivierung des Stop-Buttons erklärt die ECC AG zugleich, dass sie vorläufig nicht mehr bereit ist, weitere Geschäfte dieses Clearingmitglieds und aller Nicht-Clearing-Mitglieder dieses Clearingmitglieds, welche an den Märkten zustande kommen, abzuwickeln.
- 243 Ein Verzug kann nach Entscheidung der ECC AG eine **Beendigung** im Sinne der Ziffer 3.9 CB zur Folge haben (Ziffer 3.8.3 IV CB).

3. Zurücknahme, Aussetzung, Einstellung sowie Barausgleich

Die Zulassung von Produkten zum Börsenhandel (§ 41 BörsO, § 3 HB) ist **Verwaltungsakt**⁶⁶ und kann daher nach Maßgabe der §§ 46 ff. VwVfG bei Rechtmäßigkeit der Zulassung widerrufen oder bei Rechtswidrigkeit der Zulassung zurückgenommen werden. 244

Die Börsengeschäftsführung kann gem. § 42 BörsO die Zulassung von Produkten zum Spot- oder Terminhandel zurücknehmen oder den Spot- oder Terminhandel in einem Produkt aussetzen. Die **Rücknahme** der Zulassung ist zeitlich unbegrenzte Maßnahme, die **Aussetzung** zeitlich begrenzte Maßnahme.⁶⁷ 245

Die Vorschrift bezweckt, die Funktionsfähigkeit des Börsenhandels und das Vertrauen der Marktteilnehmer in einen ordnungsgemäßen Börsenhandel sicherzustellen, nach überwiegender Ansicht nicht den Anlegerschutz.⁶⁸ 246

Die Börsengeschäftsführung kann gem. § 42 II 1 BörsO die Zulassung von Produkten zum Spot- oder Terminhandel an der EEX **zurücknehmen** und gem. § 25 I 1 Nr. 2 BörsG den Handel **einstellen**, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel oder eine ordnungsgemäße Börsengeschäftsabwicklung auf Dauer nicht mehr gewährleistet erscheint. In diesem Fall wird auch die Zulassung der mit dem betroffenen Produkt verbundenen Derivate⁶⁹ zurückgenommen oder der Handel in diesen Derivaten ausgesetzt, wenn dies erforderlich ist, um die Ziele der Rücknahme der Zulassung des zugrunde liegenden Produkts zu verwirklichen. Eine Rücknahme der Zulassung eines Produkts ist auch auf Anordnung der Börsenaufsichtsbehörde möglich. 247

Die Börsengeschäftsführung kann nach §§ 42 I 1 BörsO, 25 I BörsG den Spot- oder Terminhandel in einem Produkt **aussetzen**. Voraussetzung ist, dass ein ordnungsgemäßer Börsenhandel oder eine ordnungsgemäße Börsengeschäftsabwicklung zeitweilig gefährdet ist oder zum Schutz des Publikums geboten 248

66 OLG Frankfurt a. M., Urteil vom 18.01.2001 (Az. I U 209/99) = ZIP 2001, 730 [731].

67 Vgl. zur Unterscheidung von Aussetzung und Einstellung Begründung BörsZulG, BT-Drucks. 10/4296.

68 OLG Frankfurt a. M., Urteil vom 18.01.2001 (Az. I U 209/99) = ZIP 2001, 730; LG Hamburg, Urteil vom 27.11.1987 (Az. 3 O 197/87) = WM 1989, 336; *Jaskulla*, Voraussetzungen und haftungsrechtliche Konsequenzen einer Aussetzung des Börsenhandels vor dem Hintergrund der Ereignisse des 11.9.2001, WM 2002, S. 1093 [1103 f]; *Schäfer*, Grundzüge des neuen Börsenrechts, ZIP 1987, S. 953 [959]; a. A. LG Düsseldorf, Urteil vom 10.04.1991 (Az. 2 O 231/90), WM 1991, 1501; *Schwarz*, Kommentar zum Börsengesetz, 2. Aufl. 1994, § 43 Rn. 12; *Claussen*, Das neue Börsenaufsichtsrecht, Der Betrieb 1994, S. 969 [973]; vgl. auch Art. 18 I der Richtlinie 2001/34/EG, Abl. EG Nr. L148/1 vom 06.07.2001, S. 14: „Die zuständigen Stellen können die Aussetzung der Kursnotiz eines Wertpapiers aussprechen, wenn der ordnungsgemäße Ablauf des Marktes zeitweilig nicht gewährleistet ist oder nicht gewährleistet zu sein droht oder wenn der Anlegerschutz dies erfordert.“

69 Derivat im Sinne des Anhang I Abschnitt C Nr. 4 bis 10 der Richtlinie 2014/65/EU.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

erscheint.⁷⁰ In diesem Fall wird auch der Handel der mit dem betroffenen Produkt verbundenen Derivate ausgesetzt, wenn dies erforderlich ist, um die Ziele der Aussetzung des Handels in dem zugrunde liegenden Produkt zu verwirklichen. Der ordnungsgemäße Börsenhandel oder die ordnungsgemäße Börsengeschäftsabwicklung sind gem. § 42 I 3 BörsO insbesondere gefährdet, wenn die Notierung eines Basiswertes ausgesetzt wird oder die EEX aus sonstigen Gründen nicht mehr berechtigt ist, auf diesen Basiswert zu referenzieren.⁷¹

- 249 Eine Aussetzung des Handels in einem Produkt ist darüber hinaus auf Anordnung der Börsenaufsichtsbehörde oder der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht möglich.
- 250 Die Börsengeschäftsführung kann nach § 42 III BörsO in einem physisch zu erfüllenden Produkt anstelle einer physischer Lieferung einen **Barausgleich** anordnen, wenn der ordnungsgemäße Börsenhandel oder die ordnungsgemäße Börsengeschäftsabwicklung gefährdet ist. Bei Primärauktionen von Zertifikaten bleibt Art. 48 der Auktionsverordnung unberührt. Danach liefert das Clearing- oder Abrechnungssystem die Zertifikate bei der ersten Gelegenheit, wenn es wegen Umständen, die sich seiner Kontrolle entziehen, alle oder einen Teil der versteigerten Zertifikate nicht liefern kann.
- 251 Die Börsengeschäftsführung muss die Börsenteilnehmern über die Rücknahme der Zulassung von Produkten oder die Aussetzung des Börsenhandels sowie die Anordnung des Barausgleichs unverzüglich **informieren**. Sie muss nach § 42 IV 1 BörsO die Maßnahme unverzüglich auf der Webseite der EEX **bekannt geben**. Sie muss gem. § 42 IV 1 BörsO, § 25 Ib BörsG die Börsenaufsichtsbehörde und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht über die Maßnahme informieren.
- 252 Wird der Spot- oder Terminhandel in bestimmten Produkten an der EEX ganz oder teilweise ausgesetzt, können nach § 42 VI BörsO hinsichtlich der ausgesetzten Produkte für die Dauer der Aussetzung **keine weiteren Aufträge und Quotes** eingegeben und im Terminhandel keine offenen Positionen glattgestellt werden. Alle bestehenden Aufträge und Quotes werden gelöscht.
- 253 Die unbestimmten Rechtsbegriffe der Gefährdung des **ordnungsgemäßen Börsenhandels** und des Gebotenseins des Publikumschutzes entziehen sich einer abschließenden Definition. Der ordnungsgemäße Börsenhandel setzt insbesondere eine geordnete, ausgeglichene Preisbildung entsprechend der wirklichen

70 Nach § 16 II Nr. 2 BörsG muss die Börsenordnung lediglich bei Wertpapierbörsen Bestimmungen über die Sicherstellung der Börsengeschäftsabwicklung enthalten. Im Übrigen ergibt sich die Kompetenz zum Erlass dieser Vorschrift aus dem Selbstverwaltungsrecht der Börse, vgl. *Schwarz*, Kommentar zum Börsengesetz, 1. Aufl., § 29 Rn. 12.

71 Vgl. OLG Frankfurt a. M., Urteil vom 18.01.2001 (Az. I U 209/99) = ZIP 2001, 730, zur Aussetzung an der DTB (EUREX).

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

Marktlage unter Ausschluss verzerrender Sonderfaktoren voraus.⁷² Eine **Gefährdung des Börsenhandels** setzt eine konkrete, durch tatsächliche Umstände begründete Gefahr, nicht bloß abstrakte Gefahr voraus.⁷³ Eine solche Gefährdung kann vor allem dann vorliegen, wenn Ereignisse auftreten, die bis zu Beginn des Börsenhandels noch nicht allen interessierten Kreisen bekannt sein könnten, von denen aber zu erwarten ist, dass sie eine wesentliche Kursveränderung bewirken werden.⁷⁴

Der **Schutz des Publikums** zielt insbesondere auf Transparenz des Börsenhandels, auf die Bildung eines der wirklichen Geschäftslage entsprechenden Börsenpreises sowie auf eine stabile Kursentwicklung.⁷⁵ Umstritten ist, ob eine Aussetzung zum Publikumsschutz auch dann geboten sein kann, wenn die Kurse von Börsengeschäften zwar formal ordnungsgemäß zustande gekommen, jedoch die Interessen des Publikums aus anderen Gründen beeinträchtigt sind, etwa im Fall der Informationsdisproportionalität zwischen Börsenteilnehmern und Anlegern oder im Fall des Börsencrash.

254

Bei **massiven Terroranschlägen** wird der ordnungsgemäße Börsenhandel gefährdet und ein Schutz des Publikums geboten sein.⁷⁶ Zum Schutz des Publikums soll eine Aussetzung geboten sein, wenn der Kurs nicht durch einen formal ordnungsgemäßen Handel zustande kommt. Umstritten ist, ob zum Schutz des Publikums eine Aussetzung auch dann geboten sein kann, wenn der Kurs durch einen formal ordnungsgemäßen Handel zustande kommt.

255

Die Geschäftsführung hat im **pflichtgemäßen Ermessen** zu entscheiden. Je länger die Maßnahme wirkt, desto strenger sind ihre Voraussetzungen.⁷⁷ Die Geschäftsführung hat hierbei umfassend die Interessen des betroffenen Börsenhandels und den Schutz des Publikums zu berücksichtigen. Allerdings kann gerade eine Aussetzung oder Rücknahme den Interessen des Börsenhandels

256

72 *Heidelbach*, in: Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Aufl., § 38 Rn. 5; *Jaskulla*, Voraussetzungen und haftungsrechtliche Konsequenzen einer Aussetzung des Börsenhandels vor dem Hintergrund der Ereignisse des 11. 9. 2001, WM 2002, S. 1093 [1095].

73 *Heidelbach*, in: Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Aufl., § 38 Rn. 9; *Hamann*, in: Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZIV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, § 43 BörsG Rn. 6; *Jaskulla*, Voraussetzungen und haftungsrechtliche Konsequenzen einer Aussetzung des Börsenhandels vor dem Hintergrund der Ereignisse des 11. 9. 2001, WM 2002, S. 1093 [1095].

74 *Hamann*, in: Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZIV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, § 43 BörsG Rn. 6 f.; *v. Rosen*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 2 Rn. 163; *Jaskulla*, Voraussetzungen und haftungsrechtliche Konsequenzen einer Aussetzung des Börsenhandels vor dem Hintergrund der Ereignisse des 11. 9. 2001, WM 2002, S. 1093 [1095].

75 OLG Frankfurt a. M., Urteil vom 18. 01. 2001 (Az. I U 209/99) = ZIP 2001, 730 [731 f.].

76 Beispielsweise setzte die Deutsche Börse AG den Handel in US-Werten nach den Terroranschlägen in den USA vom 11. 09. 2001 für die Zeit vom 12. 09. 2001 bis zum 17. 09. 2001 aus.

77 Vgl. *Hamann*, in: Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZIV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, § 43 BörsG Rn. 1.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

und dem Schutz des Publikums entgegenstehen.⁷⁸ Die Rücknahme der Zulassung von Produkten oder die Aussetzung des Spot- oder Terminhandels an der EEX ist unverzüglich bekannt zu machen.

- 257 Die Aussetzung des Handels kann mit **Widerspruch und Anfechtungsklage** nach §§ 40, 42 VwGO angegriffen werden. Diese haben nach § 25 II BörsG keine aufschiebende Wirkung. Ferner können **Schadensersatzansprüche** gem. § 839 BGB i. V. m. Art. 34 GG bestehen.⁷⁹ Als Adressat kommen insbesondere das Bundealand oder die Aufsichtsbehörde in Betracht. Bei der Börse handelt es sich nach § 2 I BörsG um eine teilrechtsfähige Anstalt Rechts. Die Mitglieder der Organe dieser Anstalt, d. h. auch des Börsenrates und der Börsengeschäftsführung, nehmen öffentliche Aufgaben wahr und werden als Beamte im haftungsrechtlichen Sinn tätig.⁸⁰
- 258 Dem mittelbar betroffenen **Anleger** im Börsenaußenverhältnis steht nach der Rechtsprechung kein Anfechtungsrecht gem. §§ 40, 42 VwGO oder Schadensersatzanspruch gem. § 839 BGB i. V. m. Art. 34 GG zu.⁸¹ Das Publikum ist nur in seiner Gesamtheit geschützt.⁸² Dafür spricht § 15 VIII BörsG⁸³, wonach die Börsengeschäftsführung der Börse die ihr zugewiesenen Aufgaben und Befugnisse ausschließlich im öffentlichen Interesse wahrnimmt.⁸⁴ § 25 I 1 Nr. 1 BörsG be-

78 LG Düsseldorf, Urteil vom 10.04.1991 (Az. 2 O 231/90) = WM 1991, 1501: weiterer Vertrauensverlust der Aktionäre. Vgl. auch OLG Frankfurt a. M., Urteil vom 18.01.2001 (Az. I U 209/99) = ZIP 2001, 730. Dort macht der Kläger den Schaden geltend, der ihm dadurch entstanden ist, dass er aufgrund der Aussetzung seine Call-Optionen nicht verkaufen konnte.

79 Vgl. OLG Frankfurt a. M., Urteil vom 14.05.2013 (Az. I U 176/10).

80 Vgl. OLG Frankfurt a. M., Urteil vom 14.05.2013 (Az. I U 176/10); OLG Frankfurt a. M., Urteil vom 18.01.2001 (Az. I U 209/99).

81 Grundlegend OLG Frankfurt a. M., Urteil vom 18.01.2001 (Az. I U 209/99) = ZIP 2001, 730, 731 f zur Aussetzung des Handels mit Optionen auf Aktien der Daimler-Benz AG an der EUREX; LG Hamburg, Urteil vom 27.11.1987 (Az. 3 O 197/87) = WM 1989, 336; vgl. LG Frankfurt a. M., Urteil vom 03.09.2004, AZ 2/4 O 435/02 wegen Amtspflichtverletzungen der Zulassungsstelle im Zusammenhang mit der Ausgabe von Aktien der Deutschen Telekom AG; Hamann, in: Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZIV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, § 43 Rn. 14; Heidelbach, in: Schwark, Kapitalmarktrecht Kommentar, 3. Aufl., § 38 Rn. 9; Jaskulla, Voraussetzungen und haftungsrechtliche Konsequenzen einer Aussetzung des Börsenhandels vor dem Hintergrund der Ereignisse des 11.9.2001, WM 2002, S. 1093 [1099]; Walter, Zu den Voraussetzungen einer Kursaussetzung, WuB I G 5-5.89; vgl. aber LG Düsseldorf, Urteil vom 10.04.1991 (Az. 2 O 231/90), WM 1991, 1501, das die Rechtmäßigkeit der Ermessensentscheidung, eine Kursnotierung anlässlich des Börsencrash 1989 nicht auszusetzen, prüft. Kritisch zum Ausschluss von Amtshaftungsansprüchen Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Köln 2002, S. 143 f., Rn. 3.67.

82 BT-Drucks. 14/8017, S. 74 zu § 12 III BörsG a. F.

83 Die Vorschrift ist nach h. M. nicht verfassungswidrig. Vgl. BGH, Urteil vom 20.01.2005 – III ZR 48/01 zu §§ 6 IV KWG, § 4 IV FinDAG.

84 Streitig ist, ob der generelle Haftungsausschluss gem. § 15 VI BörsG (§ 12 III BörsG a. F.) zulässig ist, vgl. Heidelbach, in: Schwark, Kapitalmarktrecht Kommentar, 3. Aufl., § 12 Rn. 9.

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

gründet kein subjektiv-öffentliches Recht eines einzelnen Anlegers auf Aussetzung des Börsenhandels.⁸⁵

4. Technische Störungen im Handelssystem der EEX

Störungen an den technischen Einrichtungen, die für die Teilnahme am Handel an der EEX erforderlich sind, sind von den betroffenen Börsenteilnehmern während der Geschäftszeiten unverzüglich anzuzeigen (§ 49 I BörsO). 259

Die Börsengeschäftsführung ist gem. § 49 II 1 BörsO bei technischen Störungen befugt, jede geeignete und angemessene Maßnahme zu treffen, die für die Sicherstellung oder Wiederaufnahme eines ordnungsgemäßen Handels oder einer ordnungsgemäßen Börsengeschäftsabwicklung erforderlich ist. Die EEX kann gem. § 49 II 2 BörsO einzelne oder alle Börsenteilnehmer vorübergehend **vom Handel ausschließen**, den **Handel unterbrechen** oder **Aufträge** einzelner oder aller Börsenteilnehmer **löschen**. Die von der EEX getroffenen Maßnahmen sind für alle Börsenteilnehmer verbindlich. § 49 II 4 BörsO verweist auf die Technischen Durchführungsbestimmungen der EEX. 260

Entsprechend bestimmt § 14 I 1 HB, dass die Börsengeschäftsführung bei technischen Problemen oder wenn dies für die Weiterentwicklung des Systems unabdingbar ist für einzelne oder alle Börsenteilnehmer den **Zugang** zu den Handelssystemen der EEX oder den Handel an der EEX ganz oder teilweise zeitweilig **unterbrechen** kann. Darüber hinaus kann die Börsengeschäftsführung nach § 14 I 2 HB „andere geeignete Maßnahmen“ treffen, um den Börsenhandel sicherzustellen. § 14 I 4 HB bestimmt, dass die angeordneten Maßnahmen für alle betroffenen Börsenteilnehmer verbindlich sind. Das Handelssystem der EEX steht nach § 14 III HB anderen Börsenteilnehmern weiterhin zur Verfügung, wenn diese von der technischen Störung nicht betroffen sind. Das gilt nicht, wenn die Börsengeschäftsführung andere Maßnahmen im Sinne von § 14 I 2 HB für erforderlich hält, um den Börsenhandel sicherzustellen. 261

Die betroffenen Börsenteilnehmer werden nach § 14 II HB, soweit möglich, bei Maßnahmen über das EDV-System der EEX oder – bei dessen Ausfall – durch Telefax oder auf andere geeignete Weise unterrichtet. 262

Die EEX, ihre Trägergesellschaft und ihre konzernangehörigen Unternehmen **haften** gem. § 49 V 1 BörsO **nicht** für solche Schäden, die durch eine Störung des Betriebes infolge von höherer **Gewalt oder Aufruhr**, von **Kriegs- und Naturereignissen** oder infolge von sonstigen, von ihr **nicht zu vertretenden Ereignissen** (z.B. Streik, Aussperrung) veranlasst sind. Schäden, die im Rahmen der Nutzung der Handelssysteme der EEX entstehen, werden gem. § 49 VI 1 BörsO nur dann von der EEX, ihren Trägergesellschaften und konzernangehörigen Unternehmen getragen, wenn und soweit ihren Organen oder Erfüllungsgehilfen Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit zur Last fällt. Im Übrigen bestimmt

⁸⁵ VGH Baden-Württemberg, Beschluss vom 03.04.2020 (Az. 6 S 1637/19); vorausgehend VG Stuttgart, Urteil vom 26.04.2019 (Az. 4 K 7419/16).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

§ 49 VI 2 BörsO, dass eine Haftung nur für die sorgfältige Auswahl der für den Börsenhandel eingesetzten EDV-Systeme besteht.

5. Störungen bei einem Börsenteilnehmer

- 264 Jeder Börsenteilnehmer ist gem. § 11 I HB für die **Zugangskontrolle** zu seinen Eingabegeräten und anderen EDV-Geräten verantwortlich, die an das Handelsystem der EEX angeschlossen sind. Börsenteilnehmer sind gem. § 11 II HB verpflichtet, wirksame Vorkehrungen gegen eine missbräuchliche Verwendung ihrer gesamten mit der EEX verbundenen EDV zu treffen und den Zugang zu den entsprechenden Geräten fortlaufend zu überwachen. Jeder Börsenhändler erhält eine individuelle Zugangsberechtigung zu den Handelssystemen. Er darf gem. § 11 III HB diese Zugangsberechtigungen nicht an andere Personen weitergeben und hat wirksame Vorkehrungen gegen eine unbefugte Nutzung seiner Zugangsberechtigungen zu treffen.
- 265 Jeder Börsenteilnehmer muss gem. § 15 I HB während der Geschäftszeit jederzeit **erreichbar** sein. Der Börsenteilnehmer hat gem. § 15 II HB die Börsengeschäftsführung unverzüglich zu benachrichtigen, wenn die Eingabe oder der Empfang von Daten durch **Störung seines Betriebs oder Verfügung von Hoher Hand** ganz oder teilweise vereitelt wird. Die Börsengeschäftsführung kann auf Antrag hin die von einem Börsenteilnehmer übermittelten Aufträge löschen.
- 266 Einen Ausfall der **Telefonanlage** oder eine sonstige Störung, die eine telefonische Kontaktaufnahme verhindert, hat der Börsenteilnehmer gem. § 15 III HB unverzüglich der Börsengeschäftsführung anzuseigen.

6. Aufhebung von Geschäften und Aufträgen

- 267 Die Börsengeschäftsführung kann von Amts wegen Geschäfte oder Aufträge gem. § 9 HB, Ziffer 1.2 und 1.3 DFB-Mistrade **aufheben**, sofern dies zur Gewährleistung eines ordnungsgemäßen Börsenhandels oder zur Sicherung der Ordnungsgemäßheit der Börsengeschäftsabwicklung erforderlich ist. Die Aufhebung von Börsengeschäften ist insbesondere im Terminhandel von Bedeutung.
- 268 So ist zum Beispiel durch einen Eingabefehler eines Marktteilnehmers der Dax-Future an der Terminbörse EUREX am 20.11.2001 um 9.21 Uhr innerhalb von wenigen Sekunden um 815 Punkte (nahezu 16 %) von 5163 auf 4348 Punkte gefallen.⁸⁶ Weitere Folge des Eingabefehlers war, dass auch der Kassamarkt zeitweise um 170 Punkte einbrach. Am Nachmittag gab die Geschäftsleitung der EUREX dem Mistrade-Antrag des Marktteilnehmers statt und hob mehrere tausend Termingeschäfte⁸⁷, die zwischen 9.22 Uhr und 9.25 Uhr unter 5083,5 Punkte im Dax-Future getätigten worden waren, auf. Darüber hinaus wurden auch Geschäfte in der Dax-Option sowie im Future und der Option auf den Euro

⁸⁶ Vgl. Seite 3 der Ausgabe Nr. 22 der Börsen-Zeitung vom 01.02.2002.

⁸⁷ Vgl. Tatbestand des VG Frankfurt a. M., Urteil vom 05.04.2004 (Az. 9 E 4690/02).

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

Stoxx 50 aufgehoben. Die vom Kurssturz ausgelösten Arbitrage-Verkäufe im Kassamarkt wurden nicht aufgehoben.⁸⁸

7. Einwendungen gegen Geschäftsabschlüsse

a) Voraussetzungen

Einwendungen gegen einen Geschäftsabschluss im Orderbuchhandel können nach § 10 I 1 HB nur unter Berufung auf **Fehler im Handelssystem** der EEX oder auf **objektiv erkennbare grobe Irrtümer** bei der Eingabe von Volumen oder Preis geltend gemacht werden. Mit Erhebung der Einwendung wird gem. § 10 III 2 HB die Aufhebung des Geschäfts durch die Börsengeschäftsführung beantragt. Die Vorschrift beruht auf der Annahme, dass die Aufhebung von offensichtlich unrichtigen Börsengeschäften weniger schädlich für das Vertrauen in das Börsengeschehen ist als die aus diesem Börsengeschäft resultierenden Preisverzerrungen.⁸⁹

Die Börsengeschäftsführung hat gem. § 10 I 2, II 2 HB das Nähere zur Aufhebung von Geschäften und Aufträgen an den Spot- und Terminmärkten der EEX in der Durchführungsbestimmung zu §§ 9, 10 der Handelsbedingungen (Trade Cancellation Regeln, Mistrade-Regeln) geregelt.

Die Börsengeschäftsführung kann einen **Auftrag** von Amts wegen aufheben (Cancellation of Orders ex officio), wenn sie Kenntnis von einem Auftrag erlangt, der im Fall seiner Ausführung die Voraussetzungen eines Mistrades erfüllen würde, und der Handelsteilnehmer, der den Auftrag in das System der EEX eingegeben hat, nicht erreichbar ist oder keinen Zugang zu den technischen Systemen hat (Ziff. 1.2 DFB-Mistrade).

Ferner kann die Börsengeschäftsführung ein **Geschäft** von Amts wegen aufheben (Cancellation of Transactions ex officio), wenn eine Einwendung nicht geltend gemacht wurde und die Voraussetzungen eines Mistrades vorliegen oder technisch bedingt ist und der Handelsteilnehmer keinen Zugang zu den technischen Systemen hat (Ziff. 1.3 DFB-Mistrade). Die Börsengeschäftsführung kann ein Geschäft auch dann aufheben, wenn es in einem wirtschaftlichen Zusammenhang mit einem Geschäft steht, das an einer mit der EEX verbundenen Handelsplattform zustande gekommen ist und dort vom Betreiber in Übereinstimmung mit seinen Regeln aufgehoben wurde.

Voraussetzung für die Aufhebung eines Geschäfts ist nach Ziffer 2.1 I DFB-Mistrade:

88 Das hat naturgemäß den Marktteilnehmern missfallen, die den Future billig eingekauft und Aktien verkauft haben. Offene Short-Position mussten teuer geschlossen werden. Marktteilnehmer haben den Schaden, der durch die Fehleingabe verursacht worden ist, auf 30 Mio. EUR geschätzt.

89 Vgl. EEX Terminmarktkonzept, Release 0012A, S. 50 (01.01.2006).

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

- ein Fehler im technischen System der EEX,
- ein objektiv erkennbarer, grober Irrtum eines Handelsteilnehmers bei der Eingabe eines Auftrags in das System der EEX (Fehleingabe) sowie die form- und fristgemäße Geltendmachung der Einwendung. Betrifft die Fehleingabe den Preis (Mistrade), muss der Preis des Geschäfts erheblich vom Referenzpreis abweichen, oder
- die Aufhebung zur Gewährleistung geordneter und fairer Marktverhältnisse erforderlich ist.

- 274 Die Börsengeschäftsführung kann nach Ziffer 2.1 II DFB-Mistrade ein Geschäft über **Derivate auf Erdgas** ferner aufheben, wenn es sich bei dem Geschäft um einen Cross-Trade handelt und der Börsenteilnehmer binnen 10 Minuten nach Geschäftsschluss den Rücktritt erklärt.
- 275 Ein wegen einer Fehleingabe gestellter Antrag auf Aufhebung von Geschäften, die in einer **geschlossenen Auktion** an den Spotmärkten der EEX geschlossen wurden, ist gem. Ziffer 2.1 III DFB-Mistrade ausgeschlossen.

b) Antrag, Form und Frist

- 276 Die Einwendung kann nach Ziffer 2.4 I DFB-Mistrade nur von den **Parteien des beanstandeten Geschäfts**, nicht von anderen Börsenteilnehmern geltend gemacht werden.
- 277 Einwendungen sind nach Ziffer 2.4 I 2 DFB-Mistrade **unverzüglich** gegenüber der Börsengeschäftsführung, vertreten durch die Marktsteuerung der EEX, per **Telefon** zu erheben. Allerdings lässt § 10 III 1 HB zu, Einwendungen nicht nur telefonisch, sondern auch schriftlich oder in Textform gegenüber der Börsengeschäftsführung zu erheben. Die Vertretung der Börsengeschäftsführung durch die Marktsteuerung ergibt sich aus Ziffer 1.5 DFB-Mistrade. Nach Ziffer 2.4 II DFB-Mistrade gilt eine Einwendung als unverzüglich erhoben, wenn sie für Derivate über Erdgas binnen **10 Minuten**, für Derivate über Agrarprodukte binnen **30 Minuten** und für Transaktionen über sonstige Derivate und Spotgeschäfte über Emissionsberechtigungen binnen **5 Minuten** nach dem jeweiligen Geschäftsabschluss erfolgt.

c) Irrtum

- 278 Den Begriff des **Irrtums** definiert das Regelwerk nicht. Da der Börsenhandel erheblich auf Rechtssicherheit angewiesen ist, liegt ein Irrtum gem. Ziffer 2.1 I DFB-Mistrade entsprechend § 119 I BGB nicht vor, wenn es sich um einen unbeachtlichen Motivirrtum oder versteckten Kalkulationsirrtum handelt.⁹⁰
- 279 In der Entscheidung des OLG Frankfurt am Main (Urteil vom 18.01.2001, Az. 1 U 209/99) hat ein börsennotiertes Unternehmen eine hohe Sonderauschüttung angekündigt. Im Tatbestand der Entscheidung wird ausgeführt:

90 Vgl. LG Frankfurt a. M., Urteil vom 12.08.1998 (Az. 3-13 O 10/98).

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

- „Nach der ad-hoc-Mitteilung der [...] sei offen gewesen, zu welchem Zeitpunkt die beabsichtigte Sonderausschüttung gezahlt werde und wann die grundsätzlich zu erwartende Reduzierung des Börsenkurses der [...] eintreten werde. Noch vor Handelsbeginn am 11.03.1998 habe die [...] die Handelsteilnehmer über die Mitteilung der [...] informiert. Nach Eröffnung des Handels am 11.03.1998 um 9.10 Uhr hätten sämtliche DAI-Kaufoptionsserien auf die angekündigte Sonderausschüttung mit stark sinkenden Kursen reagiert. Hiervon seien auch diejenigen Optionsserien betroffen gewesen, deren Verfallstag vor der angekündigten Aufsichtsratsentscheidung der [...] über die Sonderausschüttung am 09.04.1998 gelegen habe. Ursache hierfür sei unter anderem gewesen, dass der Kurs der [...] als Basiswert aller DAI-Optionen wegen der Ankündigung der Sonderausschüttung rational nicht nachvollziehbaren Kursschwankungen unterworfen gewesen sei. Aufgrund von Unklarheiten sei es bereits wenige Minuten nach Handelsbeginn zu einer zunehmenden Zahl von irrtümlichen Eingaben durch Handelsteilnehmer gekommen, die später gegenüber der D-Börse als sogenannte Mistrades entsprechend den Ausführungsbestimmungen zur Behandlung von Fehleingaben mit dem Ziel der Aufhebung der betroffenen Geschäfte geltend gemacht worden seien. Zwischen Handelsbeginn um 9.10 Uhr und der Handelsunterbrechung um 9.43 Uhr sei es in DAI-Optionen zu 342 Geschäften, davon 150 in Call-Optionen und 192 in Put-Optionen gekommen. Insgesamt 70 dieser Geschäfte [20, 47 %] hätten sogenannte Mistrades dargestellt und nach den Ausführungsbestimmungen zur Behandlung von Fehleingaben wieder storniert werden müssen. Da außerdem die eingegebenen Kauf- und Verkaufspreise teilweise extrem weit auseinander gelegen hätten, habe offensichtlich für die Handelsteilnehmer eine unklare Situation vorgelegen, die eine ordnungsgemäße Bewertung der Optionen nicht mehr erlaubt habe. In dieser Situation sei die vorübergehende Aussetzung des Handels mit DAI-Optionen erforderlich gewesen.“ 280
- Tatsächlich dürfte hier kein Irrtum vorgelegen haben. Der Umstand, dass der konkrete Zeitpunkt der Sonderausschüttung unklar gewesen ist und der Basiswert rational nicht nachvollziehbaren Kursschwankungen unterworfen gewesen ist, betrifft einen nicht beachtlichen Motivirrtum. 281
- Die Börsengeschäftsführung wird nach Ziffer 2.1 DFB-Mistrade ein Geschäft zur Gewährleistung geordneter und fairer Marktverhältnisse aufheben, wenn ein Fehler im technischen System der EEX oder ein **objektiv erkennbarer grober Irrtum** eines Handelsteilnehmers bei der Eingabe eines Auftrags oder eines Quotes in das System der EEX (Fehleingabe) vorliegt. 282
- Ein **Mistrade** ist insbesondere gegeben, wenn der Preis des Geschäftes **erheblich** vom **Referenzpreis** bzw. den **fairen Marktverhältnissen** **abweicht** (Ziffer 2.3 I 1 DFB-Mistrade). Die Börsengeschäftsführung orientiert sich bei der Bestimmung des Referenzpreises an den Preisen für das betroffene Produkt der in unmittelbarem zeitlichem Zusammenhang zu der Fehleingabe zustande gekommenen Geschäfte, soweit diese faire Marktverhältnisse widerspiegeln. In der Regel entspricht dies dem Preis des letzten unmittelbar vor der Fehleingabe 283

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

zustande gekommenen Geschäftes (Ziff. 2.2 DFB-Mistrale). Kann auf diese Weise kein Referenzpreis ermittelt werden oder entspricht der ermittelte Referenzpreis nicht den fairen Marktverhältnissen, bestimmt die Börsengeschäftsführung den Referenzpreis. Hierzu kann die Börsengeschäftsführung aus dem Kreis der Handelsteilnehmer, die nicht an dem Geschäft beteiligt sind, drei fachkundige Personen, insbesondere Chefhändler, auswählen. Diese haben jeweils einen Marktpreis für das betreffende Geschäft zu ermitteln. Der Referenzpreis ergibt sich aus dem Durchschnitt der Preise. Die Börsengeschäftsführung verneint eine erhebliche Abweichung in der Regel, wenn der Preis des Geschäftes innerhalb einer Spanne liegt, die der für diesen Kontrakt festgelegten Mistrale-Spanne um den Referenzpreis entspricht. Die jeweils anzuwendende Mistrale-Spanne ist abhängig von der aktuellen Marktsituation. So ist für die Marktsituationen „normal“, „stressed“ und „exceptional“ je eine **Mistrale-Spanne** definiert. Die Mistrale-Spannen für den jeweiligen Kontrakt werden auf der EEX-Website, die aktuelle Marktsituation wird im Handelssystem und auf der EEX-Website veröffentlicht (Ziffer 2.3 I DFB-Mistrale).

- 284 Die Börsengeschäftsführung kann in ihre Entscheidung auch Einschätzungen des Marktes einfließen lassen und einen Mistrale bejahen, wenn mindestens drei von maximal fünf befragten Händlern, die nicht an diesem Geschäft beteiligt sind, die Abweichung des Ausführungspreises vom Referenzpreis bzw. von dem von ihnen jeweils genannten Marktpreis als erheblich ansehen (Ziffer 2.3 II DFB-Mistrale).

d) Rechtsfolge

- 285 Die Börsengeschäftsführung entscheidet über Anträge auf Aufhebung eines Geschäftes unverzüglich, spätestens jedoch binnen 24 Stunden (§ 10 III 3 HB).
- 286 Die Aufhebung eines **Auftrags** erfolgt durch die Herausnahme des Auftrags aus dem System der EEX (Ziffer 2.5 I DFB-Mistrale). Die Aufhebung eines **Geschäftes** erfolgt durch die Löschung des Geschäfts oder die Eingabe eines Gegengeschäfts zu dem Fehleingabepreis in das System der EEX (Ziffer 2.5 II DFB-Mistrale). Ein Geschäft, das aufgrund einer durch ein aufgehobenes Geschäft ausgelösten Stop-Order zustande gekommen ist, kann von der Börsengeschäftsführung durch die Eingabe eines Gegengeschäfts zu dem Preis des ursprünglichen Geschäfts aufgehoben werden. Bei kombinierten Aufträgen (insbesondere Spread Aufträge) kann auch das mit dem aufgehobenen Geschäft in der Ausführung verbundene Geschäft aufgehoben werden. Dies soll jedenfalls dann erfolgen, wenn das verbundene Geschäft ebenfalls die Voraussetzungen eines Mistrajes erfüllt.
- 287 Dem Handelsteilnehmer, der eine Fehleingabe getätigt hat, wird gem. Ziffer 4 DFB-Mistrale ein **Bearbeitungsentgelt** nach näherer Bestimmung des Leistungs- und Preisverzeichnisses der EEX AG in Rechnung gestellt. Die für das aufgehobene Geschäft entstandenen Entgelte werden storniert. Die der EEX durch die Aufhebung und Rückabwicklung entstehenden **Aufwendungen** sind von dem die Aufhebung beantragenden Börsenteilnehmer nach § 10 III 4 HB zu

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

ersetzen, soweit die Aufhebung nicht ausschließlich auf einem Fehler des entsprechenden Handelssystems beruht.

Schadenersatzansprüche der EEX AG oder der einbezogenen Clearing-Institutionen gegenüber dem Börsenteilnehmer, auf dessen Antrag das Geschäft aufgehoben wurde, bleiben nach § 10 III 5 HB unberührt. 288

Die ECC AG wird bei jedem Börsengeschäft zwingend Vertragspartner. Damit stellt sich die Frage, ob nur das Börsengeschäft des fehleingebenden Börsenteilnehmers bzw. Clearing-Mitglieds oder auch das **korrespondierende Börsengeschäft** des nicht fehleingebenden Börsenteilnehmer bzw. das Clearing-Mitglied aufgehoben wird. Die ECC AG betreibt ein System zur Sicherung der Erfüllung von Börsengeschäften. Davon ist nicht der Schutz der Börsenteilnehmer bzw. Clearing-Mitglieder vor den nachteiligen Folgen einer Fehleingabe umfasst. Würde die ECC AG auch dieses Risiko abdecken, müsste sie sich mit besonderen Sicherheitsleistungen schützen. Zudem setzen die Regelungen über Spread-Geschäfte und aufgrund Stop-Order ausgelöste Geschäfte voraus, dass auch das korrespondierende Börsengeschäft aufgehoben wird. 289

e) Besonderheiten

Für **Gas-Geschäfte im EEX** Spotmarkt auf Trayport ETS gelten besondere Bestimmungen. Nach Ziffer 3.1 DFB-Mistrade sind abweichend von § 10 HB und Ziffer 2 DFB-Mistrade Einwendungen wegen technischer Störungen oder Fehleingaben in das System ausgeschlossen. Die Regelungen zu Mistrades finden keine Anwendung. Der Börsenteilnehmer kann jedoch nach Ziffer 3.2 DFB-Mistrade ein Geschäft widerrufen und die Löschung des Geschäftes beantragen (**Recall**). Die Börsengeschäftsführung wird ein Geschäft im Gas Spotmarkt Produkten, die auf Trayport ETS gehandelt werden, ausschließlich dann löschen, wenn der Widerruf (Recall) innerhalb von 10 Minuten, nachdem das Geschäft zustande gekommen ist, über die GAS 24/7 Hotline erklärt wird und das Geschäft innerhalb bestimmten Zeitfenstern zustande gekommen ist (mehr als 20 Minuten vor der jeweiligen vollen Stunde bei Within-Day- und Hourly-Kontrakte für die Marktgebiete TTF, NCG, GPL, ZTP, ZTP L, ZEE, CEGH VTP, CZ VTP und ETF, vor 1:40 Uhr bei Within-Day-Kontrakte für die Marktgebiete NBP, PEG und PVB bzw. vor 2:40 Uhr bei allen anderen Kontrakten). Mit der Löschung eines Geschäfts, dem kombinierte Aufträge (Spread-Produkte) zugrunde liegen, werden zugleich die anderen Geschäfte, die mit dem kombinierten Auftrag ausgeführt wurden, gelöscht. 290

8. Weitergehende Rechte

Ziff. 1.5 DFB-Mistrade stellt klar, dass die Geltendmachung weiter gehender Rechte zwischen den Parteien des Geschäfts **unberührt** bleibt. 291

Betätigt ein Börsenhändler unbewusst eine Taste und löst er dadurch einen Auftrag oder Quote aus, fehlt es am **Handlungswillen** und damit an einer wirksamen Willenserklärung. Da der Handlungswille als Voraussetzung für den Tatbestand einer Willenserklärung der Disposition der Parteien entzogen ist, 292

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

ändert hieran § 4 I HB nichts, wonach für den Börsenteilnehmer alle Geschäfte verbindlich sind, die über seine Eingabegeräte oder über seinen ihm zugeteilten Zugang (Member-ID) bzw. in seinem Namen und auf seine Rechnung zustande gekommen sind.

- 293 Betätigt ein Börsenhändler versehentlich eine falsche Taste und löst er dadurch einen Auftrag oder Quote aus, fehlt es am **Erklärungsbewusstsein**. Nach der Lehre vom objektivierten Empfängerhorizont liegt eine anfechtbare Willenserklärung vor⁹¹, wenn der Erklärende hätte erkennen können, dass seine Äußerung nach Treu und Glauben und der Verkehrssitte als Willenserklärung aufgefasst werden durfte, und wenn der Empfänger sie auch tatsächlich so verstanden hat. Der Börsenhändler wird aufgrund seiner abzulegenden Prüfung regelmäßig über das erforderliche potenzielle Erklärungsbewusstsein verfügen. Am Erklärungsbewusstsein kann es fehlen, wenn der Börsenhändler irrtümlich der Ansicht ist, auf einem nicht am Handel tatsächlich angeschlossenen Übungscomputer einen Auftrag oder Quote einzugeben.⁹²
- 294 Der durch **Vertippen** fehlerhaft eingegebene Auftrag oder Quote sowie der durch fehlerhafte Bedienung der Software eingegebene Auftrag oder Quote ist demgegenüber als Erklärungssirrturn nach § 119 I Alt. 2 BGB anfechtbar.
- 295 Der **offene Kalkulationsirrtum** ist im Gegensatz zum versteckten Kalkulationsirrtum als Erklärungssirrtum gem. § 119 I BGB beachtlich.⁹³ Er setzt voraus, dass die Kalkulation zum Gegenstand der Vertragsverhandlungen gemacht und das geforderte Entgelt als Ergebnis der Kalkulation dargestellt worden war. Diese Voraussetzungen liegen bei Eingaben von Aufträgen oder Quotes in das EDV-System von EEX und WTB nicht vor, da lediglich das Ergebnis der Kalkulation, nicht aber die Kalkulation selbst in das EDV-System eingegeben werden kann. Daher berechtigen Kalkulationsirrtümer nicht zur Anfechtung.
- 296 **Rechtsfolge der Anfechtung** ist, dass das zwischen dem anfechtenden Börsenteilnehmer oder Clearing-Mitglied und der ECC AG abgeschlossene Börsengeschäft gem. § 142 I BGB von Anfang an nichtig ist. Dagegen bleibt das zwischen dem anderen Clearing-Mitglied und der ECC AG abgeschlossene Börsengeschäft wirksam. Die ECC AG kann dieses Börsengeschäft nicht anfechten, da die Wirksamkeit des angefochtenen Börsengeschäfts lediglich einen unbeachtlichen Motivirrtum darstellt. Liegt dem nicht angefochtenen Börsengeschäft nicht der Marktpreis zugrunde, erleidet die ECC AG einen Schaden. Diesen Vertrauenschaden hat der anfechtende Börsenteilnehmer oder das Clearing-Mitglied der ECC AG nach § 122 I BGB zu ersetzen. Im Ergebnis hat daher der anfechtende Börsenteilnehmer oder das Clearing-Mitglied trotzdem die nachteiligen Folgen des durch den Irrtum zustande gekommenen Börsengeschäfts zu tragen. Dieses

91 BGH, Urteil vom 07.06.1984 (Az. IX ZR 66/83) = BGHZ 91, 324 = NJW 1984, 2279.

92 Ein solcher Sachverhalt soll den Kurssturz an der EUREX am 20.11.2001 hervorgerufen haben.

93 BGH, Urteil vom 28.04.1971 (Az. V ZR 201/68) = JR 1971, 415 = WM 1971, 747; RG, Urteil vom 22.01.1927, Az. I 35/26, RGZ 116, 15 [17]; RG, Urteil vom 09.11.1906, Az. II 173/06, RGZ 64, 266 [268 f].

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

Ergebnis ist vor dem Hintergrund bedenklich, dass der anfechtende Börsenteilnehmer oder das Clearing-Mitglied dem anderen Börsenteilnehmer oder Clearing-Mitglied gem. § 122 I BGB ohne Zwischenschaltung des Clearinghauses regelmäßig keinen Vertrauensschaden ersetzen müsste. Denn zum fehleingegebenen Preis hätte dieser regelmäßig mit keinem anderen Marktteilnehmer kontrahieren können. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass der nach § 122 I BGB Ersatzberechtigte gem. § 254 II BGB verpflichtet ist, den Schaden abzuwenden oder zu mindern.⁹⁴ Eine Abwendung des Schadens ist dem Clearinghaus jedenfalls dann möglich, wenn die Voraussetzungen der Aufhebung des Börsengeschäfts nach dem Regelwerk gegeben sind.

9. Schutzmechanismen der EEX und ECC

Das EXX/ECC-System verfügt bei der Preisermittlung über mehrere Schutzmechanismen, um Fehleingaben zu vermeiden, die Preiskontinuität zu stärken und die Glaubwürdigkeit der Preisermittlung zu erhöhen.

297

a) Trading- und Clearing-Limite

Die ECC AG kann mit Clearing-Mitgliedern und System-Clearing-Mitglieder können mit Nicht-Clearing-Mitgliedern besondere Regelungen über die Abwicklung von Geschäften an den durch die ECC AG in das Clearing einbezogenen Märkte vereinbaren (Ziff. 3.1.2 I 1 CB). Besondere Regelungen sind Vereinbarungen über **Trading-Limite** (technisch unterstützte Auftragslimite) und **Clearing-Limite** (sonstige Limite) sowie die Folgen bei Nichteinhaltung dieser Limite. Dazu gehören die Pflicht zur Duldung von systemseitig unterstützten Verfahren zum zeitweisen Ausschluss vom Handel (z. B. Stop-Button bzw. Stop-Request), die zeitweise Unzulässigkeit bzw. technisch unterstützte Unmöglichkeit der weiteren Auftragseingabe (Trading-Halt), die Limitierung der Eingabefrequenz von Aufträgen je Produkt sowie die Löschung von bereits eingegebenen Aufträgen. Die Konsequenzen bei Nichteinhaltung der Trading-Limite sind in den Regelwerken der Märkte beschrieben.

298

b) Positionslimite

Positionslimite sind nach § 62 I BörsO die von der zuständigen Behörde festgelegten und anwendbaren Positionslimite für Warenderivate. Die BaFin und AMF legt nach §§ 54, 55 WpHG (Art. 57 MiFID II⁹⁵) für jedes Warenderivat einen quantitativen Schwellenwert für die maximale Größe einer Position in diesem Derivat, die eine Person halten darf (**regulatives Positionslimit**), fest. Das Positionslimit ist so festzulegen, dass es Marktmissbrauch im Sinne des Art. 1 der Marktmissbrauchsverordnung⁹⁶ (MAR) verhindert und zu geordneten Preisbil-

299

94 RG, Urteil vom 22.01.1927, Az. I 35/26, RGZ 116, 15 [19 f].

95 Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU.

96 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

dungs- und Abwicklungsbedingungen beträgt (§ 52 II 1 WpHG, Art. 57 I MiFID II). Das Positionslimit trägt nach § 52 II 2 WpHG insbesondere zu Preisbildungs- und Abwicklungsbedingungen bei, wenn es marktverzerrende Positionen verhindert und eine Konvergenz zwischen dem Preis des Derivats im Monat der Lieferung und dem Preis für die zugrunde liegende Ware an den entsprechenden Spotmärkten sicherstellt, ohne dass die Preisbildung am Markt für die zugrunde liegende Ware davon berührt wird. In Ausnahmefällen können nach § 54 III WpHG Positionslimits festgelegt werden, die strenger sind, wenn dies unter Berücksichtigung der Liquidität in dem betreffenden Derivat und im Interesse einer geordneten Funktionsweise des betreffenden Marktes geboten und verhältnismäßig ist.

- 300 Die EEX kann nach § 62 II BörsO eigene, rein **marktbezogene Positionslimite** festlegen, um insbesondere die ordnungsgemäße Preisbildung und den ordnungsgemäßen Börsenhandel sicher zu stellen. Diese Regelung ist jedenfalls insoweit nicht unproblematisch wie sie einer Harmonisierung der Regelungen der Positionslimits entgegensteht (vgl. Erwägungsgrund 127 MiFID II).
- 301 Die Börsenteilnehmer haben nach § 62 III BörsO Positionslimite beim Handel an der EEX zu jeder Zeit einzuhalten. Sie haben ferner sicherzustellen, dass ihre mittelbaren Handelsteilnehmer und ihre anderen Kunden beim Handel an der EEX diese ebenfalls zu jeder Zeit einhalten. Die Börsenteilnehmer sind nach § 68 I BörsO und § 57 I WpHG zu **Positionsmeldungen** verpflichtet. Sie haben der EEX AG
- einmal täglich die Einzelheiten ihrer eigenen Positionen in Warenderivaten und Derivaten von Emissionszertifikaten, die an der EEX gehandelt werden, wie auch die Positionen ihrer Kunden und der Kunden dieser Kunden bis zum Endkunden zu melden bzw. die jeweilige (Teil-)Meldung zu veranlassen; sowie
 - einmal täglich die Einzelheiten ihrer an der EEX geschlossenen Transaktionen über Finanzinstrumente, die an der EEX gehandelt werden, zu melden bzw. die jeweilige Meldung zu veranlassen.
- Kommt ein Börsenteilnehmer oder seine Kunden oder die Kunden seiner Kunden ihren Mitwirkungspflichten bei der Meldung nicht nach, kann die Börsengeschäftsführung Maßnahmen nach § 11 III BörsO ergreifen.
- 302 Die EEX hat ein Verfahren zur Überwachung der Einhaltung der festgelegten Positionslimite (Positionsmangementkontrollen) eingerichtet. Dieses ist nach § 63 I BörsO transparent und diskriminierungsfrei ausgestaltet. Im Rahmen der Positionsmangementkontrollen ist die Handelüberwachungsstelle befugt, die offenen Kontraktpositionen der Börsenteilnehmer zu überwachen und von jedem Börsenteilnehmer Zugang zu Informationen, einschließlich aller einschlägigen Unterlagen, über Größe und Zweck einer von ihm eingegangenen Position oder offenen Forderung, über wirtschaftliche oder tatsächliche Eigentümer, etwaige Absprachen sowie über alle zugehörigen Vermögenswerte oder Verbindlichkeiten am Basismarkt zu erhalten.

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

Im Rahmen der Positionsmanagementkontrollen ist die Börsengeschäftsführung befugt, von jedem Börsenteilnehmer die zeitweilige oder dauerhafte Auflösung oder Reduzierung einer von ihm eingegangenen Position zu verlangen und, falls der Betreffende dem nicht nachkommt, einseitig geeignete Maßnahmen zu ergreifen, um die Auflösung oder Reduzierung sicherzustellen, und von jedem Börsenteilnehmer zu verlangen, zeitweilig Liquidität zu einem vereinbarten Preis und in vereinbartem Umfang eigens zu dem Zweck in den Markt zurückfließen zu lassen, die Auswirkungen einer großen oder marktbeherrschenden Position abzumildern. 303

10. Marktmissbrauch (MAR und REMIT)

Marktmissbrauch erfasst den Insiderhandel und die Marktmanipulation als Oberbegriff für unrechtmäßige Handlungen an den Märkten.⁹⁷ Die hierzu ergangenen Vorschriften, insbesondere MAR und REMIT, bezwecken die Transparenz und Stabilität der europäischen Energie- und Finanzmärkte zu stärken. Für die Begehung marktmissbräuchlicher Handlungen sind alle an der EEX gehandelten Produkte taugliche Tatobjekte. Beispielsweise kann das Cornering beim Spotmarkt oder Abusive Squeeze beim Terminmarkt als Marktmanipulation verboten sein. 304

Die MAR regelt seit 2016⁹⁸ das Verbot von Insidergeschäften (Art. 14 lit. a und b MAR, Art. 8 MAR),⁹⁹ die Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR), die Verpflichtung zur Veröffentlichung von Directors Dealings (Art. 19 MAR, die Führung von Insiderlisten (Art. 18 MAR) und das Verbot der Marktmanipulation¹⁰⁰ (Art. 15 MAR). Die MAR wird durch delegierte Rechtsakte und weitere Vorschriften ergänzt¹⁰¹. Die Sanktionen, insbesondere Straf- und Bußgeldvorschriften, sind in §§ 119 ff. WpHG¹⁰² geregelt. 305

Das Marktmanipulationsverbot nach Art. 15 iVm Art. 12 MAR gilt für **Waren-Spot-Kontrakte**, die keine Energiegroßhandelsprodukte iSd Art. 2 Nr. 4 REMIT sind und bei denen die Transaktion, der Auftrag oder die Handlung Auswirkungen auf den Kurs oder Wert eines Finanzinstruments haben (Art. 2 II a) MAR) und für Finanzinstrumente, bei denen das Geschäft, der Auftrag, das Gebot oder 306

⁹⁷ Vgl. Erwägungsgrund (7) MAR; Gehrmann, WM 2016, 542; Schmitz, ZStW 115 (2003), 501 (536).

⁹⁸ Die Marktmissbrauchsverordnung (MAR) trat weitgehend am 03.07.2016 als unmittelbar geltendes nationales Recht in Kraft.

⁹⁹ Hierzu vgl. Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 5. Auflage 2017, § 107 Rn. 57 ff.

¹⁰⁰ Vormals in § 20a WpHG a.F., davor in § 88 BörsG a.F. geregelt.

¹⁰¹ Level 2: DelVO 2016/522 vom 17.12.2015 zu Indikatoren für Marktmanipulation und DelVO 2016/908 vom 26.02.2016 zur zulässigen Marktplaxis; Level 3: ESMA, Questions and Answers, On the Market Abuse Regulation (MAR), Version 14. Last update on 29. March 2019, ESMA70-145-111 sowie §§ 119 ff. WpHG.

¹⁰² Vgl. 1. FiMaNoG, Umsetzung der Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (CRIMAD), RL 2014/57/EU vom 16. April 2014, Abl. EU Nr. L 173 vom 12. Juni 2014, S. 179.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

das Verhalten Auswirkungen auf den Kurs oder Wert eines Waren-Spot-Kontraktes hat (Art.2 II b) MAR). Der Verordnungsgeber hat den sachlichen Anwendungsbereich der Art. 12 und 15 MAR auf Waren-Spot-Kontrakte und sie beeinflussende Finanzinstrumente ausgedehnt, da die manipulative Ausnutzung der Wechselbeziehungen zwischen Spot- und Derivatemärkten zu erheblichen Systemrisiken führen kann.¹⁰³ Waren-Spot-Kontrakte sind nach der Definition in Art. 3 I Nr.15 MAR Kontrakte über die Lieferung einer an einem Spotmarkt gehandelten Ware, die bei Abwicklung des Geschäfts unverzüglich geliefert wird, sowie Kontrakte über die Lieferung einer Ware, die kein Finanzinstrument ist, einschließlich physisch abzuwickelnde Terminkontrakte. Das Marktmanipulationsverbot gilt auch für **Warenderivate**.¹⁰⁴ Ferner gilt es aufgrund der Verweisung in Art. 25 WpHG für **Waren** im Sinne des § 2 V WpHG. Diese nationale Erweiterung ist europarechtlich zulässig, da sie nicht den Anwendungsbereich der MAR berührt.¹⁰⁵ Vom Anwendungsbereich werden darüber hinaus Handlungen in Bezug auf **Referenzwerte** (Art.2 II c) MAR und **Emissionszertifikate** (Art.2 I 2, 3 MAR, Art.1 II 2, 3 MAD II)¹⁰⁶ erfasst. Waren-Spot-Kontrakte sind anders als Derivat-Kontrakte keine Finanzinstrumente.¹⁰⁷

- 307 Für den Handel mit Energiegroßhandelsprodukten gilt seit 2011 die EU-Verordnung über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarkts (**REMIT**)¹⁰⁸. Die REMIT enthält ausweislich Art. 1 II REMIT für den Handel mit Energiegroßhandelsprodukten, die keine Finanzinstrumente sind, spezielle Insiderhandels- und Marktmanipulationsverbote. Dort ist u. a. das Verbot von Insider-Handel (Art. 3 REMIT), die Verpflichtung zur Veröffentlichung von Insider-Informationen (Art. 4 REMIT) sowie das Verbot der Marktmanipulation (Art. 5 REMIT) geregelt.
- 308 **Energiegroßhandelsprodukte**¹⁰⁹ sind nach Art. 2 IV REMIT die folgenden Verträge und Derivate unabhängig davon, wo und wie sie gehandelt werden:

103 EG 20 MAR; *Schwarz/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 2 MAR Rn. 29; *Grundmann* in Staub HGB-GK, Bd. 11, Bankvertragsrecht 2, 5. Aufl. 2017, Teil 6 Rn. 294.

104 Hinsichtlich Warenderivate verweist Art. 3 I Nr. 24 MAR auf Art. 2 I Nr. 30 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates.

105 BTDRs. 18/7482, S. 16; zweifelnd: *Schwarz/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 2 MAR Rn. 29.

106 Zur Definition der Emissionszertifikate vgl. Art. 3 I Nr. 19 MAR, Art. 2 Nr. 5 MAD II iVm. Anhang I Abschnitt C Nr. 11 MiFID II.

107 *Schwarz/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 2 MAR Rn. 29.

108 Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 25. Oktober 2011 über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarkts in ihrer jeweils geltenden Fassung.

109 Art. 3 und 5 REMIT gelten nicht für Energiegroßhandelsprodukte, die Finanzinstrumente sind und für die Art. 9 der Marktmisbrauchsrichtlinie gilt. Die Richtlinien 2003/6/EG und 2004/39/EG sowie die Anwendung des europäischen Wettbewerbsrechts auf die von dieser Verordnung erfassten Praktiken werden durch diese Verordnung nicht berührt.

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

- a) Verträge für die Versorgung mit Strom oder Erdgas, deren Lieferung in der Union erfolgt;
- b) Derivate, die Strom oder Erdgas betreffen, das/der in der Union erzeugt, gehandelt oder geliefert wurde;
- c) Verträge, die den Transport von Strom oder Erdgas in der Union betreffen;
- d) Derivate, die den Transport von Strom oder Erdgas in der Union betreffen.

Verträge über die Lieferung und die Verteilung von Strom oder Erdgas zur Nutzung durch Endverbraucher sind keine Energiegroßhandelsprodukte. Verträge über die Lieferung und die Verteilung von Strom oder Erdgas an Endverbraucher mit einer höheren Verbrauchskapazität als dem in Art. 2 Nr. 5 II REMIT aufgeführten Schwellenwert gelten jedoch als Energiegroßhandelsprodukte. 309

Insider-Information ist nach der Begriffsbestimmung in Art. 2 I REMIT eine nicht öffentlich bekannte präzise Information, die direkt oder indirekt ein oder mehrere Energiegroßhandelsprodukte betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, die Preise dieser Energiegroßhandelsprodukte wahrscheinlich erheblich beeinflussen würde. 310

Marktmanipulation ist nach der Begriffsbestimmung in Art. 2 II REMIT 311

- a) der Abschluss einer Transaktion oder das Erteilen eines Handelsauftrags für Energiegroßhandelsprodukte, der bzw. die
 - i) falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Energiegroßhandelsprodukten, die Nachfrage danach oder ihren Preis gibt oder geben könnte,
 - ii) den Preis eines oder mehrerer Energiegroßhandelsprodukte durch eine Person oder mehrere in Absprache handelnde Personen in der Weise beeinflusst oder zu beeinflussen versucht, dass ein künstliches Preisniveau erzielt wird, es sei denn, die Person, welche die Transaktion abgeschlossen oder den Handelsauftrag erteilt hat, weist nach, dass sie legitime Gründe dafür hatte und dass diese Transaktion oder dieser Handelsauftrag nicht gegen die zulässige Marktpraxis auf dem betreffenden Energiegroßhandelsmarkt verstößt, oder
 - iii) unter Vorspiegelung oder versuchter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung oder versuchter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung erfolgt, die falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Energiegroßhandelsprodukten, die Nachfrage danach oder ihren Preis geben oder geben könnten; oder
- b) die Verbreitung von Informationen über die Medien einschließlich dem Internet oder auf anderem Wege, die falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Energiegroßhandelsprodukten, die Nachfrage danach oder ihren Preis geben oder geben könnten, u. a. durch Verbreitung von Gerüchten sowie falscher oder irreführender Nachrichten, wenn die diese Informationen verbreitende Person wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

Werden solche Informationen zu journalistischen oder künstlerischen Zwecken verbreitet, ist eine solche Verbreitung von Informationen unter Berücksichtigung der in Bezug auf die Pressefreiheit und die freie Meinungsäußerung in anderen Medien geltenden Regeln zu beurteilen, es sei denn, dass

- i) die betreffenden Personen aus der Verbreitung der betreffenden Informationen direkt oder indirekt einen Nutzen ziehen oder Gewinne schöpfen oder
- ii) die Bereitstellung oder Verbreitung mit der Absicht erfolgt, den Markt in Bezug auf das Angebot von Energiegroßhandelsprodukten, die Nachfrage danach oder ihren Preis irrezu führen.

Der **Versuch** der Marktmanipulation ist

- a) der Abschluss einer Transaktion, das Erteilen eines Handelsauftrags oder das Vornehmen sonstiger Handlungen im Zusammenhang mit einem Energiegroßhandelsprodukt mit der Absicht,
 - i) falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Energiegroßhandelsprodukten, die Nachfrage danach oder ihren Preis zu geben,
 - ii) den Preis eines oder mehrerer Energiegroßhandelsprodukte auf einem künstlichen Preisniveau zu halten, es sei denn, die Person, welche die Transaktion abgeschlossen oder den Handelsauftrag erteilt hat, weist nach, dass sie legitime Gründe dafür hatte und dass diese Transaktion oder dieser Handelsauftrag nicht gegen die zulässige Marktpraxis auf dem betreffenden Energiegroßhandelsmarkt verstößt, oder
 - iii) falsche Tatsachen vorzuspiegeln oder sonstige Kunstgriffe oder Formen der Täuschung zu verwenden, die falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Energiegroßhandelsprodukten, die Nachfrage danach oder ihren Preis geben oder geben könnten; oder
- b) Informationen über die Medien einschließlich Internet oder auf anderem Wege zu verbreiten mit der Absicht, falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Energiegroßhandelsprodukten, die Nachfrage danach oder ihren Preis zu geben.

- 312 Der Gesetzgeber hat die **Bundesnetzagentur** im Energiewirtschaftsgesetz (EnWG) mit den Untersuchungs- und Durchsetzungsbefugnissen gemäß Art. 13 REMIT ausgestattet. Auch die Art und Höhe der Sanktionen für Verstöße gegen REMIT sind im EnWG normiert. Das EnWG unterscheidet je nach Verstoß zwischen unterschiedlichen Sanktionsstufen. Verstöße können sowohl als Ordnungswidrigkeit als auch als Straftat eingestuft werden.

11. Code of Conduct

- 313 Um Schutzlücken zu schließen, hat der Börsenrat am 13.06.2008 als Teil des Regelwerks die Verhaltensregeln **Code of Conduct** verabschiedet, der Teil des Regelwerts ist (§ 2 I CoC). Der Code of Conduct gilt für die Marktplätze und die EEX selbst, für alle Börsenteilnehmer und Börsenhändler, die an den Märkten der EEX zugelassen sind, sowie für alle weiteren Personen, denen die Nutzung der Börseneinrichtung gestattet ist. Der Code of Conduct gilt daher auch für

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

Non-Trading-Broker und Personen, die zur Nutzung der Trade Registration Funktionalitäten berechtigt sind.

Im Code of Conduct sind im 3. Abschnitt Gebote und Verbote für den börslichen Handel festgelegt (**Marktverhaltensregeln**), insbesondere das Verbot der (versuchten) **Markt- und Settlementpreismanipulation** sowie von **Insidergeschäften**. Im 4. Abschnitt wird das Verhalten gegenüber der Öffentlichkeit, im 5. Abschnitt werden Anforderungen an Organisation und interne Regelungen sowie im 6. Abschnitt wird das Verhalten des Börsenteilnehmers gegenüber seinen Kunden geregelt.

Um die Einhaltungen des Code of Conduct sicherzustellen, sieht der 7. Abschnitt **Auskunftsrechte, Anordnungen und Sanktionen** vor. Wenn die zum Börsenhandel zugelassenen Börsenteilnehmer und -händler gegen bestehende Regelungen einschließlich des Code of Conduct verstößen, Anordnungen der Börsengeschäftsführung oder Auskunftsverlangen der Handelsüberwachungsstelle oder der Börsenaufsicht nicht befolgen, können sie nach § 13 I CoC von der Börsengeschäftsführung „*nach näherer Bestimmung in der Börsenordnung*“ vorübergehend oder dauerhaft vom Börsenhandel insgesamt oder für einzelne Teilmärkte oder Produkte ausgeschlossen werden. Dasselbe gilt in den Fällen, in denen Aufsichts- oder Strafverfolgungsbehörden Verstöße eines Börsenteilnehmers oder eines Händlers gegen börsen- oder kapitalmarktrechtliche Vorschriften festgestellt und geahndet haben. Ferner kann der Sanktionsausschuss der Börse angerufen werden. § 13 III CoC stellt klar, dass der Code of Conduct Sanktionen aufgrund anderer Vorschriften und/oder von anderen Behörden nicht ausschließt.

Grundprinzip des Code of Conduct ist das Gebot der gemeinsamen Verantwortung der EEX und ihrer Teilnehmer für einen **fairen und transparenten Energemarkt**. Diese Regeln sollen das Vertrauen des Marktes und der Öffentlichkeit in die Märkte der EEX, ihre Preisbildungsmechanismen und die Referenzwirkung der Börsenpreise stärken. Sie tragen den Vorgaben der Internationalisierung des Energiehandels Rechnung und haben das Ziel, dem Bedürfnis des Marktes nach einem einheitlichen und international harmonisierten Regelungssystem zu entsprechen¹¹⁰.

Zur Sicherstellung der Integrität der Märkte der EEX, insbesondere um einen freien, transparenten und fairen Handel an den Märkten der EEX zu gewährleisten, gelten nach § 3 I CoC für den Handel an der EEX folgende Prinzipien:

- Börsenteilnehmer und Börsenhändler beachten die anwendbaren Gesetze (insbesondere REMIT und MAR), das Börsenregelwerk, die hergebrachten Handelspraktiken und Grundsätze professioneller Börsenhändler;
- Börsenteilnehmer und Börsenhändler verhalten sich beim Handel an der EEX redlich und fair;

¹¹⁰ Präambel des Code of Conduct.

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

- Börsenteilnehmer und Börsenhändler nehmen beim Handel an der EEX angemessen auf die Belange und Interessen der EEX und der anderen Börsenteilnehmer und Börsenhändler Rücksicht.
- 318 Diese Prinzipien sind auch dann einzuhalten, wenn dadurch bestimmte unmittelbare finanzielle Vorteile aufgegeben werden müssen. Börsenteilnehmer und Börsenhändler dürfen nicht Dritte bei dem Versuch unterstützen, von den vorgenannten Prinzipien abzuweichen oder sich an Handlungen zu beteiligen, die den ordnungsgemäßen Börsenbetrieb an der EEX gefährden oder behindern können. Börsenteilnehmer und Börsenhändler haben beim Handel an der EEX angemessen auf die Belange und Interessen der EEX und der anderen Börsenteilnehmer und Börsenhändler Rücksicht zu nehmen.
- 319 Insbesondere ist es Börsenteilnehmern und -händlern nach § 3 II CoC verboten,
- unter Nutzung einer vertraulichen, kursrelevanten Information in Bezug auf die an den Märkten der EEX gehandelten Produkte für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt ein an der EEX gehandeltes Produkt zu erwerben oder zu veräußern oder bestehende Aufträge zu löschen, es sei denn, diese Information ist die Absicht, selbst einen Auftrag in das Handelssystem der EEX einzugeben oder zu löschen oder soweit die Nutzung der Information unter eine der Ausnahmen des Art. 3 III oder 4 REMIT oder des Art. 9 MAR fällt;
 - den Börsenhandel an der EEX zu manipulieren, insbesondere sind alle Handlungen verboten, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale in Bezug auf die Börsenpreise, die Settlementpreise oder die verwendeten Referenzwerte zu geben oder bei denen dies wahrscheinlich ist;
 - die EEX und ihre Einrichtungen zum Zwecke der Begehung von weiteren Wirtschafts- oder Steuerstraftaten und -ordnungswidrigkeiten zu nutzen.
- 320 Es ist nach § 3 III CoC verboten, den Settlementpreis oder die Settlementpreisbildung zu manipulieren, indem
- Geschäfte abgeschlossen oder Orders eingegeben werden, um eine Abweichung des Settlementpreises vom fairen Marktwert (fair values) zu erreichen; oder
 - als Teilnehmer am Chefhändlerverfahren oder sonstigen Verfahren, in dem der faire Marktwert (fair values) durch Umfrage der EEX ermittelt wird, wissentlich eine Einschätzung zu übermitteln, die nicht frei von Eigeninteressen ist oder nicht nach bestem Wissen und Gewissen erteilt wird.
- 321 Die Verbote des § 3 II und III CoC umfassen nach § 3 IV CoC auch den Versuch der verbotenen Verhaltensweisen.
- 322 Das **Verhalten von Börsenteilnehmern gegenüber der Öffentlichkeit** ist im 4. Abschnitt geregelt. Ein Börsenteilnehmer, der sich gegenüber der Öffentlichkeit in Bezug auf seine Börsenteilnahme äußert, ist verpflichtet, die Angaben wahrheitsgemäß zu machen (§ 4 I CoC). Ein Börsenteilnehmer ist ferner verpflichtet, es bei Äußerungen gegenüber der Öffentlichkeit zu unterlassen, die

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

EEX und ihre Trägergesellschaften sowie die anderen Märkte der EEX Group durch bewusst wahrheitswidrige Äußerungen in Misskredit zu bringen (§ 4 II CoC).

Der 5. Abschnitt verpflichtet den Börsenteilnehmer, sich seinen persönlichen Verhältnissen und dem Umfang seiner Geschäftstätigkeit entsprechende **interne Regelungen zu geben und eine Organisationsstruktur vorzuhalten**, die eine ordnungsgemäße Teilnahme am Börsenhandel und der Börsengeschäftsabwicklung sicherstellt (§ 5 CoC). Er muss dabei seinen Geschäftsbetrieb so zu organisieren, dass alle gesetzlichen und regulatorischen Verpflichtungen für den Energiehandel erfüllt werden (§ 6 I CoC). 323

Die angemessene Organisation des Börsenteilnehmers beinhaltet – unter Berücksichtigung seiner persönlichen Verhältnisse und dem Umfang seiner Geschäftstätigkeit – insbesondere, 324

- dass er über eine intern festgelegte organisatorische Struktur verfügt,
- der Aufgabenbereich der Mitarbeiter klar definiert ist,
- das Handelsgeschehen intern effektiv überwacht wird und
- ein effektives Risikomanagement mit Regelungen und Kontrollmechanismen für die Grundrisiken aus der Teilnahme am Handel an den EEX Märkten vorhanden ist.

Die Börsenteilnehmer müssen nach § 7 CoC sicherstellen, dass ihre Händler hinreichend qualifiziert sind und zur Einhaltung der Regeln der Börse einschließlich dieses EEX Code of Conducts angehalten werden. 325

Der 6. Abschnitt regelt das **Verhalten des Börsenteilnehmers zu seinen Kunden**. Diese Regelungen gelten für Börsenteilnehmer und Börsenhändler, die direkt oder mittelbar Aufträge ihrer Kunden an der EEX ausführen. Diese Börsenteilnehmer sind verpflichtet, ihre Kunden mit der nötigen Professionalität und Fairness zu behandeln und Konflikte mit Kundeninteressen angemessen zu lösen. 326

Die **allgemeinen Verhaltensregeln** nach § 9 CoC entsprechen den allgemeinen Verhaltensregeln des § 31 WpHG a.F. (§ 63 I, II und VI WpHG). Danach ist ein Börsenteilnehmer insbesondere verpflichtet, seine Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Handel an der EEX stets mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse seiner Kunden zu erbringen, sich um die **Vermeidung von Interessenkonflikten** zu bemühen und vor Durchführung von Geschäften für Kunden, den Kunden die allgemeine Art und Herkunft der Interessenkonflikte eindeutig darzulegen. Alle Informationen, die Börsenteilnehmer ihren Kunden zugänglich machen, müssen redlich und eindeutig sein und dürfen nicht irreführend sein. 327

Die **Bearbeitung von Aufträgen** ist in § 10 CoC geregelt. Ein Börsenteilnehmer hat bei der Ausführung von Kundenaufträgen Vorkehrungen zu treffen, damit 328

Zweiter Teil: Der Handel an der EEX

- Kundenaufträge unverzüglich, insbesondere unabhängig von anderen Kundenaufträgen und Eigeninteressen des Börsenteilnehmers, ausgeführt oder an Dritte weitergeleitet werden,
- vergleichbare Kundenaufträge der Reihenfolge ihres Eingangs nach ausgeführt oder weitergeleitet werden,
- bei der Zusammenlegung von Kundenaufträgen die Interessen aller beteiligten Kunden gewahrt werden,
- sichergestellt ist, dass kein Missbrauch von Informationen im Zusammenhang mit noch nicht ausgeführten Kundenaufträgen erfolgt.

12. Sanktionsausschuss

- 329 Der **Sanktionsausschuss** ist Börsenorgan (§ 4 I (d), 13 I 1 BörsO, § 22 BörsG, SächsBörsDVO¹¹¹). Er kann einen Handelsteilnehmer mit Verweis, mit **Ordnungsgeld** bis zu 1.000.000 EUR oder mit **Ausschluss von der Börse** bis zu 30 Handelstagen belegen, wenn der Handelsteilnehmer oder eine für ihn tätige Person vorsätzlich oder fahrlässig gegen börsenrechtliche Vorschriften verstößt, die eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse oder der Börsengeschäftsabwicklung sicherstellen sollen (§ 22 II 1 BörsG). Mit einem Verweis oder mit Ordnungsgeld bis zu einer Million EUR kann der Sanktionsausschuss auch einen Emittenten belegen, wenn dieser oder eine für ihn tätige Person vorsätzlich oder fahrlässig gegen seine Pflichten aus der Zulassung verstößt.
- 330 Haben sich in einem Verfahren vor dem Sanktionsausschuss Tatsachen ergeben, welche die **Rücknahme oder den Widerruf der Zulassung** eines Handelsteilnehmers oder eines Skontroföhlers rechtfertigen, so ist das Verfahren an die Geschäftsführung abzugeben. Sie ist berechtigt, in jeder Lage des Verfahrens von dem Sanktionsausschuss Berichte zu verlangen und das Verfahren an sich zu ziehen (§ 22 IV 1 BörsG). Hat die Geschäftsführung das Verfahren übernommen und erweist sich, dass die Zulassung nicht zurückzunehmen oder zu widerufen ist, so verweist sie das Verfahren an den Sanktionsausschuss zurück.
- 331 Die Entscheidungen des Sanktionsausschusses sind Verwaltungsakte.¹¹² Gegen Entscheidungen des Sanktionsausschusses ist der **Verwaltungsrechtsweg** gegeben (§ 22 III 1 BörsG).¹¹³ Eine Nachprüfung in einem Vorverfahren bedarf es nicht (§ 22 III 2 BörsG). Dem nicht unmittelbar betroffene Anleger stehen durch rechtswidriges Handeln des Sanktionsausschusses keine Amtshaftungsansprüche nach § 839 BGB iVm Art. 34 GG zu, da der Sanktionsausschuss die ihm nach diesem Gesetz zugewiesenen Aufgaben und Befugnisse nur im öffentlichen

¹¹¹ Verordnung des Sächsischen Staatsministeriums für Wirtschaft, Arbeit und Verkehr zur Durchführung des Börsenrechts vom 09.02.2012.

¹¹² VG Frankfurt a.M., Urt. v. 19.06.2008 – 1 E 2583/07 = ZIP 2009, 18; Groß, Kapitalmarktrecht, 7. Aufl. 2020, § 22 BörsG Rn. 4.

¹¹³ Vgl. zum Beispiel VG Frankfurt a. M., Urteil vom 17.06.2002 (Az. 9 E 2028/01) = BKR 2002, 965 = ZBB 2002, 510; VG Frankfurt a. M., Urteil vom 25.02.2002 (Az. 9 E 309).

B. Rechtliche Bewältigung des Handels an der EEX

Interesse wahrnimmt (§ 22 II 3 BörsG).¹¹⁴ Es können jedoch Amtshaftungsansprüche unmittelbar Betroffener bestehen.¹¹⁵

¹¹⁴ Vgl. BGH, Urteil v. 20. 1. 2005 – III ZR 48/01 ZIP 2005, 287, 291 f. zu § 4 FinDAG.

¹¹⁵ Groß, Kapitalmarktrecht, 7. Aufl. 2020, § 22 BörsG Rn. 4.

Dritter Teil: Risikomanagement

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Inhaltsübersicht

I.	Einleitung	1
II.	Notwendigkeit Risikomanagement	11
1.	Notwendigkeit	11
2.	Holistisches Risikomanagement/Risikofokus	21
3.	Exkurs: Begriffsabgrenzung Risikomanagement – Portfoliomanagement	32
III.	Aufbauorganisation Risikomanagement	33
1.	Adäquate Organisationsformen	35
2.	Verzahnung der Risikomanagement-Organisation mit anderen Kontroll- und Überwachungsfunktionen	44
IV.	Ablauforganisation Risikomanagement	48
1.	Prozessschritte des Risikomanagementprozesses	52
2.	Risikofelder	59
a)	Grundsätzliche Überlegungen	59
b)	Wichtigkeit der Risikofelder für die tägliche Praxis im Energiehandel	61
3.	Exkurs: Leicht quantifizierbare vs. schwer quantifizierbare Risiken	68
V.	Risikocontrolling	73
1.	Anforderungen an das Risikocontrolling	75
a)	Aus Sicht der Geschäftsführung	75
b)	Aus Sicht der MaRisk	77
2.	Aufbauorganisation	79
a)	Verschiedene Varianten der Aufbauorganisation und deren Vor- und Nachteile	80
b)	Adäquate Größe einer Risikocontrollingeinheit	83
c)	Risikokomitee für Handelsangelegenheiten	84
d)	Anreizsystem	86
3.	Ablauforganisation	87
a)	Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit den Organen	88
b)	Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit dem Energiehandel	91
c)	Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit der Internen Revision	94
d)	Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit dem Controlling	95
e)	Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit der Rechtsabteilung	96
f)	Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit Wirtschaftsprüfern, Ratingagenturen und anderen externen Stakeholdern	97
g)	Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit den Geschäftseinheiten und der Konzernstrategie	98
4.	Exkurs: Vereinfachungsmöglichkeiten für kleine EVU und Industrieunternehmen	99
5.	Exkurs: Typische Fragestellungen des Risikocontrollings	102
VI.	Praktische Inhalte des Risikocontrollings	103
1.	Risikosteuerungssysteme für Markt- und Kreditrisiken	108
a)	Entwicklung eines Limitsystems	111
b)	Limitvergabe	123
c)	Limitüberwachung und Berichtswesen	128

Dritter Teil: Risikomanagement

2. Bewertung der Position.....	<u>132</u>
a) Marktrisiken von Strom-, Gas-, Kohleprodukten und Fernwärmeverträgen.....	<u>133</u>
b) Marktwertbestimmung.....	<u>142</u>
3. Risikoexposition Marktpreisrisiken	<u>156</u>
a) Abbildung von Marktpreisrisiken	<u>157</u>
b) Exkurs: Normalverteilungshypothese vs. andere relevante Verteilungen.....	<u>171</u>
c) Exkurs: Problematik der Monte-Carlo-Simulation bei einem Kraftwerksporfolio.....	<u>173</u>
4. Risikoexposition Kreditrisiken/Adressenausfallrisiken	<u>174</u>
a) Abbildung von Kreditrisiken/Adressenausfallrisiken	<u>175</u>
b) Ratingverfahren und Limitvergabe für Kreditrisiken/Adressenausfallrisiken	<u>181</u>
c) Limitüberwachung und Berichtswesen für Kreditrisiken/Adressenausfallrisiken	<u>182</u>
d) Exkurs: Handhabung von Kreditrisiken in einem kleinen EVU oder Industrieunternehmen mit eigener Beschaffung	<u>183</u>
5. Weitere Risikokomponenten.....	<u>184</u>
a) Modellrisiken	<u>184</u>
b) Liquiditätsrisiko	<u>190</u>
c) Operationelles Risiko	<u>191</u>
VII. Steuerungsmodelle	<u>192</u>
1. Strategie und Risikokapital	<u>194</u>
2. Die aufgebrochene Wertschöpfungskette.....	<u>198</u>
3. Zuordnungsvarianten und Diskussion der Vor- und Nachteile	<u>199</u>
a) Zuordnung der Brennstoffbeschaffung	<u>200</u>
b) Bewirtschaftung der Kraftwerksoptionalitäten	<u>201</u>
c) Zuordnung der Kreditrisiken	<u>202</u>
d) Zuordnung des Portfoliomagements für Produktion und Vertrieb	<u>203</u>
e) Symbiose aus Produktion und Handel oder Handel und Vertrieb	<u>204</u>
VIII. Zusammenfassung	<u>205</u>

Literatur

- Achleitner, Handbuch Investment Banking, 2. Auflage, Wiesbaden 2000
Achleitner/Everling (Hrsg.), Rating Advisory, 1. Auflage, Wiesbaden 2003
Achleitner/Everling (Hrsg.), Handbuch Ratingpraxis, 1. Auflage, Wiesbaden 2004
Adams, The Hitchhiker's Guide to the Galaxy, London 1979
Alexander, Market Models, New York 2001
Artzner/Delbaen/Eber/Heath, Coherent Measures of Risk, Mathematical Finance 9 (3) 1999, S. 203–228
Baecker, Organisation und Störung, Berlin 2011
Baecker, Postheroisches Management, Berlin 1994
Baecker, Womit handeln Banken? Eine Untersuchung zur Risikoverarbeitung in der Wirtschaft, 1. Auflage, Frankfurt 1991
Baecker/Kluge, Vom Nutzen ungelöster Probleme, 1. Auflage, Berlin 2003
Barnwell, Profit at Risk: More realistic than Value at Risk, Global Energy Business, June 2001, S. 15–17
Bergschneider/Karasz/Schumacher, Risikomanagement im Energiehandel: Grundlagen, Techniken und Absicherungsstrategien für den Einsatz von Derivaten, Stuttgart 1999

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

- Bernstein, Wider die Götter: Die Geschichte von Risiko und Risikomanagement von der Antike bis heute, 2. Auflage, München 1998
- Black, The Pricing of Commodity Contracts, *Journal of Financial Economics* 3 1976, S. 167–179
- Black/Scholes, The Valuation of Option Contracts and a Test of Market Efficiency, *The Journal of Finance* 27 (2) 1972, S. 399–417
- Black/Scholes, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, *Journal of Political Economy* 81 (3) 1973, S. 637–654
- Buderath/Herzig/Köhler/Pedell (Hrsg.), Wertbeitrag der Internen Revision, Stuttgart 2010
- Campbell, A Review of Backtesting and Backtesting Procedures, Washington 2005
- Christoffersen, Evaluating Interval Forecasts, *International Economic Review* 39 (4) 1998, S. 841–862
- Christoffersen/Pelletier, Backtesting Value-at-Risk: A Duration-Based Approach, *Journal of Financial Econometrics* 2 (1) 2004, S. 84–108
- Christoffersen/Pelletier, Backtesting Portfolio Risk Measures, Preliminary Version, 2002
- Clewlow/Strickland, Energy Derivatives, London 2000
- Committee of Chief Risk Officers, Volume 1: Introduction and Executive Summaries of CCRO Recommendations, 2002
- Coso (The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission), Enterprise Risk Management – Integrated Framework, Executive summary, o. O. 2004
- Crnkovic/Drachman, Quality Control, *Risk* (9) 1995, S. 139–143
- Cromwell/Labys/Terraza, Univariate Tests for Time Series Models, Thousand Oaks 1994
- Culp, The Risk Management Process: Business Strategy and Tactics, New York 2001
- Danner (Hrsg.), Energierecht, Kommentar, Loseblatt, München (Stand: Oktober 2005)
- Dembo/Freeman, Die Revolution des finanziellen Risikomanagements, München 1998
- Deutsche Gesellschaft für Risikomanagement e. V. (Hrsg.), Risikoaggregation in der Praxis, Heidelberg 2008
- DIIR – Deutsches Institut für Interne Revision e. V. (Hrsg.), Revision des Internen Kontrollsysteams. Prüfungsleitfäden zu Funktion und Wirksamkeit, Berlin 2020
- Dobelli, Die Kunst des klaren Denkens, 2. Auflage, München 2020
- Dörner/Horváth/Kagermann (Hrsg.), Praxis des Risikomanagements: Grundlagen, Kategorien, branchenspezifische und strukturelle Aspekte, Stuttgart 2000
- Dorris/Dunn, Earnings at Risk: Better for Asset Owners, Global Energy Business, June 2001, S. 8–11
- DRSC, Deutscher Rechnungslegungs Standard Nr. 5, Berlin 2001
- DRSC, Deutscher Rechnungslegungs Standard Nr. 20, Berlin 2012
- Dudenredaktion, Fremdwörterbuch, 7. Auflage, Mannheim 2001
- Durchholz/Schuler, Konzentrationsmessung von Kreditrisiken in einem Handels- oder Großkundenportfolio, *Energiewirtschaftliche Tagesfragen* 54 (3) 2004, S. 446–449
- Field (Hrsg.), Modern Risk Management: A History, London 2003
- Finke, Grundlagen des Risikomanagements: Quantitative Risikomanagement-Methoden für Einsteiger und Praktiker, Weinheim 2005
- Franke/Härdle/Hafner, Einführung in die Statistik der Finanzmärkte, Berlin 2004
- Fusaro/Miller, What Went Wrong at Enron: Everyone's Guide to the Largest Bankruptcy in U. S. History, Hoboken/New Jersey 2002
- Georgii, Stochastik: Einführung in die Wahrscheinlichkeitstheorie und Statistik, 2. Auflage, New York 2002
- Gerke, Gerke Börsen-Lexikon, Wiesbaden 2002

Dritter Teil: Risikomanagement

- Gini, I fattori demografici del'evoluzione delle nazioni, Torino/Bocca 1912
- Gleißner, Controlling und Risikoanalyse bei der Vorbereitung von Top-Management-Entscheidungen, Controller Magazin Juli/August 2015, S. 4–12
- Gleißner, Prüfung des Risikomanagements – Ein Reifegradmodell, Der Aufsichtsrat (2) 2018, S. 18–21
- Gleißner/Kimpel, Prüfung des Risikomanagements und der neue DIIR Revisionsstandard Nr. 2, ZIR – Zeitschrift Interne Revision 04/19, S. 148–159
- Gleißner/Romeike, Praxishandbuch Risikomanagement, Berlin 2015
- Gupton, The New Talk of the Town: CreditMetricsTM: A Credit Value-at-Risk Approach, The Journal of Lending & Credit Risk Management 79 (12) 1997, S. 44–54
- Guth/Sepetys, Cashflow at Risk for nonfinancial companies, Global Energy Business, June 2001, S. 12–14
- Haug, The Complete Guide to Option Pricing Formulas, New York 1997
- Henney/Keers, Managing Total Corporate Electricity/Energy Market Risks, The Electricity Journal 11 (8) 1998, S. 36–46
- Horstmann/Cieslarczyk (Hrsg.), Energiehandel: Ein Praxishandbuch, Köln 2006
- Hull, Options, Futures and Other Derivatives, 7. Auflage, Toronto 2009
- IIA The Institute of Internal Auditors, IIA Position Paper: The three lines of defense in effective risk management and control, Altamonte Springs 2013
- IIA The Institute of Internal Auditors, IAA Exposure Document: Three Lines of Defense, o.O. 2019
- IIA The Institute of Internal Auditors, The IIA's Three Lines Model, Lake Mary 2020
- Johanning/Rudolph, Handbuch Risikomanagement, Bad Soden 2000
- Jorion, Value at Risk, 2. Auflage, New York 2001
- Klein, Alles Zufall, Reinbeck 2004
- Knoll/Degen, Praxis des Risikomanagements, Stuttgart 2014
- Krämer, Denkste! Trugschlüsse aus der Welt des Zufalls und der Zahlen, Frankfurt/New York 1996
- Kupiec, Techniques for Verifying the Accuracy of Risk Measurement Models, The Journal of Derivatives 3 1995, S. 73–84
- Leeson/Whitley, Rogue Trader, How I Brought Down Barings Bank and Shook the Financial World, Boston NewYork Toronto London 1996
- Lorenz, Methods of Measuring the Concentration of Wealth, Publications of the American Statistical Association (9) 1905, S. 209–219
- Lück, Risikomanagementsystem und Überwachungssystem, 2. Auflage, München 2001
- Luhmann, Soziologie des Risikos, Berlin/New York 1991
- Mandelbrot/Hudson, Fraktale und Finanzen, 2. Auflage, München 2005
- Markowitz, Portfolio Selection, The Journal of Finance 7 (1) 1952, S. 77–91
- Merbecks/Stegemann/Frommeyer, Intelligentes Risikomanagement: Das Unvorhersehbare meistern, Frankfurt 2004
- Merton, Theory of Rational Option Pricing, Bell Journal of Economics and Management Science 4 (1) 1973, S. 141–183
- Meyer, Risikomanagement von Wetterrisiken, 2002
- Pfizer/Oser/Orth, Reform des Aktien-, Bilanz- und Aufsichtsrechts, 3. Auflage, Stuttgart 2009
- Randow, v., Das Ziegenproblem: Denken in Wahrscheinlichkeiten, Reinbek 1992
- Romeike, Lexikon Risiko-Management, Köln 2004

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

- Romeike/Finke, Erfolgsfaktor Risiko-Management: Chance für Industrie und Handel, Wiesbaden 2003
- Romeike, Risikomanagement, Wiesbaden 2018
- Ronn, Real Options and Energy Management, London 2002
- Schmidt, Versicherungsmathematik, Berlin/Heidelberg 2002
- Scholz/Schuler/Schwintowski (Hrsg.), Risikomanagement der Öffentlichen Hand, Heidelberg 2009
- Sharpe, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, The Journal of Finance 19 (3) 1964, S. 425–442
- Smith, Extreme value theory, Chichester 1990
- Stepczynski, Der Einsatz von Backtesting zur Modellvalidierung am Beispiel eines Modells mit Normalverteilungshypothese für die Preisänderungen versus Switching Regime Modell auf Basis des Großhandelsmarktportfolios eines EVU, Diplomarbeit, FHTW Berlin 2006
- Suhm, Ermittlung divisionaler Eigenkapitalkosten in wertorientierten Steuerungsansätzen, Chemnitz 2004
- Taleb, Der Schwarze Schwan, München 2008
- Taleb, Antifragile: Things That Gain from Disorder, New York 2012
- Weber, Uncertainty in the Electric Power Industry, Berlin/Heidelberg 2004
- Weinhardt/Meyer zu Selhausen/Morlock (Hrsg.), Informationssysteme in der Finanzwirtschaft, Berlin 1998
- Wöhe, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 27. Auflage, München 2020
- Zenke/Ellwanger, Handel mit Energierohstoffen, München 2003
- Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa, 4. Auflage, München 2017
- Zweifel/Eisen, Versicherungswirtschaft, 2. Auflage, Berlin/Heidelberg 2003

I. Einleitung¹

Wer als Unternehmen am Energiehandel teilnimmt, hat in der Praxis ein Vorverständnis von den Gefahren der innewohnenden **Marktrisiken, Kreditrisiken und operationellen Risiken**. Die Insolvenzen von Enron oder der Metallge-

1 Zur Zeit der Erstauflage dieses Werkes (2006) war es überhaupt nicht selbstverständlich im Rahmen einer Abhandlung über den Energiehandel einen Teil über das Risikomanagement zu integrieren. Auch wenn man Stichwörterverzeichnisse durchsah, kam bei vielen Werken der Begriff „Risiko“ selbst oder auch in Verbindungen mit anderen Wörtern nicht vor. Risiken werden in diesen beispielhaft genannten Werken intensiv behandelt: Horstmann/Cieslarczyk, Energiehandel: Ein Praxishandbuch, Köln 2006; Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa, 4. Auflage, München 2017. Die teilweise ineinandergreifenden Finanz-, Staatsbudget-, und Wirtschaftskrisen – unter starker Beteiligung des Banken- und Immobiliensektors in einigen Staaten aber auch die vermehrte Bedrohung durch Cyberrisiken sowie auch das aktuelle Auftreten der COVID-19 Pandemie und aller daraus resultierender Begleiterscheinungen – zeigen die Wichtigkeit einer intensiven Beschäftigung mit den eigenen Risikomanagementaktivitäten und eines gut funktionierenden Risikomanagementsystems. Märkte entwickeln sich mittlerweile schneller auch in Extreme. Unternehmen benötigen mehr denn je krisenresistente Strukturen. Dazu will dieser Beitrag Hilfestellungen geben. Daneben gibt es mittlerweile weitaus mehr geeignete Literatur zum Thema Unternehmensrisikomanagement als zum Zeitpunkt der Erstauflage

Dritter Teil: Risikomanagement

sellschaft AG² sowie verschiedene Fälle von materialisierten operationellen Risiken scheinen die Befürchtungen bei Geschäften mit Commodities zu unterlegen. Dabei sind bei einer geeigneten Aufbau- und Ablauforganisation – wozu wir im Folgenden auch verschiedene mit ihren Vor- und Nachteilen vorstellen – gerade diese Risiken durchaus beherrschbar. Nimmt man die Erfahrungen zur Kenntnis, die die Finanzindustrie immer wieder machen muss – hier seien nur beispielhaft die Insolvenz der Barings Bank³ auf Grund der Missachtung einfacher Grundsätze wie der Funktionstrennung und dem Vieraugenprinzip sowie die Turbulenzen vieler Kreditinstitute im Zusammenhang mit der vergangenen Finanzkrise genannt – so bedeutet die Teilnahme am Energiehandel zwar das Eingehen verschiedener Risiken, jedoch auch eine profunde **Möglichkeit**, das eigene **Portfolio zu optimieren**.

- 2 Die **Veränderung der Märkte** fordert einen angemessenen Umgang mit den innewohnenden Risiken. Für gut geführte Unternehmen stellt dies kein Problem, sondern einen **potentiellen Wettbewerbsvorteil** – zumindest eine Basis für die langfristige Teilnahme am Marktgeschehen – dar.

Durch die angesprochenen Großinsolvenzen und den internationalen Wettbewerbsdruck auf den Kapitalmärkten ergriff der Gesetzgeber in Deutschland Initiativen, **Mindeststandards** für das Risikomanagement in Unternehmen zu sichern.

- 3 Die Einrichtung und das ernsthafte Betreiben eines Risikomanagementsystems in einem iterativen Prozess sind spätestens seit der Einführung des Gesetzes zur

dieses Buches, exemplarisch z. B. *Gleißner/Romeike*, Praxishandbuch Risikomanagement, Berlin 2015, *Knoll/Degen*, Praxis des Risikomanagements, Stuttgart 2014. *Romeike*, Risikomanagement, Wiesbaden 2018.

- 2 Vgl. *Fusaro/Miller*, What Went Wrong at Enron: Everyone's Guide to the Largest Bankruptcy in U.S. History, Hoboken/New Jersey 2002 und *Erben*, Analyse ausgewählter Unternehmenskrisen: Swissair, Enron und KirchGruppe, in: *Romeike/Finke*, Erfolgsfaktor Risiko-Management: Chance für Industrie und Handel, Wiesbaden 2003 bzw. *Culp*, Metallgesellschaft, in: *Field* (Hrsg.), Modern Risk Management: A History, London 2003.
- 3 Vgl. *Nicholls*, Singapore Sting – Barings, in: *Field* (Hrsg.), Modern Risk Management: A History, London 2003, S. 527 ff.; *Leeson/Whitley*, Rogue Trader, Boston New York Toronto London 1996. Über die Jahre hinweg erschienen immer wieder Meldungen über „Rogue Trader“ (Definition und Übersicht siehe http://en.wikipedia.org/wiki/Rogue_trader (04.08.2020)) mit horrenden Schadenssummen. Aber die Aktivitäten von Nick Leeson – und wie wir betonen, die Untätigkeit seiner Vorgesetzten – führten immerhin zum Bankrott der Bank. Deshalb wird er hier stellvertretend hervorgehoben. Die naheliegende Schlussfolgerung: es braucht eine professionelle Aufbau- und Ablauforganisation und diese muss auch gelebt werden. Falls ein solcher, neuer Fall eines „Rogue Traders“ oder ein anderer Fall eines versagenden Risikosystems in der Presse kommuniziert wird, sollte man dieses zum Anlass nehmen, die eigene Organisation unter der Fragestellung zu durchleuchten: „Warum kann dies bei uns nicht passieren?“ Selbst wenn man diese Frage klar beantworten kann, gibt es immer Verbesserungspotentiale.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (**KonTraG**)⁴ im Jahr 1998 Verpflichtung für Unternehmen in Deutschland. Für einen ordentlichen und gewissenhaften Kaufmann wird die Einführung dieser Vorschrift wenig verändert haben, einige Dokumentationsverpflichtungen gegenüber dem Prüfer traten hinzu. Ein Chancen- und Risikomanagement⁵ ist dem **Kernbereich unternehmerischen Handelns** zuzurechnen und ein gut geführtes Unternehmen verfügt über eine entsprechende Praxis.

In der Praxis werden aber die Vorteile eines konsistenten Risikomanagementsystems noch nicht immer oder nicht immer vollständig ausgeschöpft. Hierzu werden im Text Hinweise gegeben (so zum Risikofokus, zur Frage der Quantifizierung, zur Aufbau- und Ablauforganisation).

Nicht nur auf den allerersten Blick sind die betrieblichen Prozesse vielgestaltig und geben qualitativ heterogene Informationen zur Hand. Viele Unternehmensberater bieten nur **kennzahlenorientierte Steuerungssysteme** an, die hauptsächlich der Komplexitätsreduktion dienen und es dabei belassen. Es bleibt dann zu hoffen, dass man die richtigen Kennzahlen bei der Projektdefinition ausgewählt hat, dass zumindest einige Kennzahlen vorlaufende Indikatoren sind und dass man dann auch entsprechende Maßnahmen zur Risikobeeinflussung rechtzeitig entwickelt hat.

Andere Berater bieten **komplexe Modelle und deren Implementierung im Unternehmen** an. Diese intellektuell aufwändigeren (d.h. mehr mathematisch getriebenen), aber meist nicht teureren Modelle, sind zum Anfang einem Dilemma ausgesetzt. Als Voraussetzung für ihr gutes Funktionieren benötigen sie zumindest teilweise Elemente, die sich die Betreiber als Ergebnisse der Modelle erhoffen. Allerdings können diese Datenmodelle nach entsprechender Ertüchtigung vielleicht 10 bis 15 Haupteinflussfaktoren abbilden und simulieren, so dass damit mehr und mehr ein umfängliches Bild der Risikolandschaft eines Unternehmens entsteht und zum Beispiel auch die Sensitivitäten nach und nach verstanden werden. Dadurch kann eine klare und in sich schlüssige Risikostrategie auf der Basis einer ausdefinierten Risikoneigung der Entscheidungsträger entstehen. Die Empfehlung bezüglich einer qualitativen oder quantitativen Herangehensweise fällt den Autoren leicht: In einer sich schnell und auch

4 Gesetz vom 27.04.1998, BGBl. I, S. 786 vom 30.04.1998, Inkrafttreten: 01.05.1998. In der zeitlichen Folge fanden Risikomanagementspekte Eingang in weitere Gesetze. Der Gesetzgeber hat die gesetzlichen Rahmenbedingungen zur Gewährleistung von Mindestbedingungen für Risikomanagementsysteme in den letzten Jahren in Deutschland für private Unternehmen immer wieder verschärft. Es ist aber festzustellen, dass die Öffentliche Hand bei ihren eigenen Aktivitäten Risikomanagementspekte nicht genauso stringent nutzt, wie sie es von den privaten Wirtschaftsunternehmen verlangt. Die erste systematisch angelegte Abhandlung zum Themenkomplex „Risikomanagement der Öffentlichen Hand“ in Deutschland ist Scholz/Schuler/Schwintowski (Hrsg.), Risikomanagement der Öffentlichen Hand, Heidelberg 2009.

5 Vgl. z.B. Lück, Risikomanagementsystem und Überwachungssystem, 2. Auflage, München 2001, S. 13 u. S. 230.

Dritter Teil: Risikomanagement

bruchhaft entwickelnden Unternehmensumgebung – und in diese Kategorie fällt der Energiehandel – führt kein Weg daran vorbei, diese Komplexität angemessen in seine Entscheidungen zu integrieren. Dies heißt aber weder sich mit qualitativen Aussagen abzufinden, noch einfach ein komplexes (mathematisches) System zu kaufen und faktisch als Black Box zu betreiben. Vielmehr sollte man **robuste, auf Quantifizierung ausgelegte Prozesse auflegen**, von vornherein **mehrere Iterationen einplanen und zwischen (komplexer) Analyse und deren (gut verständlicher) Präsentation unterscheiden**. Robuste Prozesse stellen nicht nur eine gewissenhafte und wertorientierte Revision⁶ zufrieden, sondern sind auch in einem herausfordernden Unternehmensumfeld eine gute Voraussetzung, die Hauptrisiken jeweils im Fokus zu haben.

- 6 Die **erste Risiko inventur** bringt in der Praxis manchmal wenig neue Erkenntnisse. Die Vollständigkeit der Nennungen und die Angleichung des Risikobegriffes stehen im Vordergrund (z.B. Frequenzschäden versus Katastrophenszenarien⁷). Dann werden die Risiken d.h. die Eintrittswahrscheinlichkeiten und Schadensausprägungen sorgfältiger analysiert. Die Analyse sollte über eine angemessene Komplexität verfügen, die Präsentation vor den Entscheidungsträgern muss eine solche nicht im selben Maßstab übernehmen. Schließlich werden auch die Zusammenhänge zwischen den verschiedenen Risiken abgebildet (etwa die Fragestellung: Kumulieren sich verschiedene Risiken oder gleichen sie sich teilweise aus?). Dann werden speziell die Güte, die Angemessenheit (vor allem in der monetären Dimension) und die Kontrolle der Angemessenheit der Risikomitigationsmaßnahmen im Mittelpunkt des Risikomanagementprozesses stehen.

Auf jeder Stufe des Prozesses sind unmittelbar wirkende Verbesserungen des Planungs-, Steuerungs- und Kontrollsystems des Unternehmens zu verzeichnen. Wichtig sind dabei klare Grundsätze bei dem Prozesseigner, um zu verhindern, dass man in einer nicht mehr Entwicklungsfähigen Sackgasse landet. Besonders hervorzuheben sind hierbei der **holistische Risikoansatz**⁸ (alle Risikokategorien sind einzubeziehen) und das **Gebot der Quantifizierung**⁹ (alle

6 Diese könnte sich an *Buderath/Herzig/Köhler/Pedell (Hrsg.)*, Wertbeitrag der Internen Revision, Stuttgart 2010 orientieren. Aktuell und mit vielen Anregungen für den betrieblichen Praktiker: *DIIR – Deutsches Institut für Interne Revision e. V. (Hrsg.)*, Revision des Internen Kontrollsystems. Prüfungsleitfäden zu Funktion und Wirksamkeit, Berlin 2020.

7 Schon der Bedeutungshorizont des Begriffes „Risiko“ ist für Menschen subjektiv häufig verschieden. Mancher sieht den Begriff mehr im Zusammenhang mit häufigen Ereignissen, mancher eher im Zusammenhang mit extrem seltenen, aber mit sehr hohen Schadensauswirkungen verbundenen Ereignissen. Risikomanagement sollte beide Gruppen von Risiken adäquat verarbeiten. Dabei ist für letztere jedoch zu berücksichtigen, dass die Belastbarkeit von Wahrscheinlichkeitsbasierten Aussagen für extrem seltene Ereignisse stark abnimmt und daher diese auch einer qualitativen Betrachtungsweise und darauf aufbauender Mitigationsmaßnahmen bedürfen.

8 Vgl. Kap. II. 2.

9 Vgl. Kap. II. 2.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Risiken sind monetär darzustellen, um diese aggregieren zu können und einer Maßnahmenabschätzung zugänglich zu machen). Diese Grundsätze werden wir im Folgenden konkreter diskutieren.

Eine Schlüsselstellung im Risikomanagement kommt der **Überwachung der Risikokategorien** zu, die dem eigentlichen Kerngeschäft eines Energieversorgungsunternehmens oder Energiehändlers entsprechen: den **Markt- und Kreditrisiken**.

In vielen Energieversorgungsunternehmen werden Risikomanagement im Sinne des KonTraG und Risikocontrolling (als Überwachung der Marktpreis- und Kreditrisiken sowie der Einhaltung von Limiten) in voneinander unabhängigen Bereichen geführt. Da die Verpflichtungen aus dem KonTraG sich einheitlich auf alle Arten von Risiken beziehen, erscheint diese Trennung willkürlich und verschenkt Synergieeffekte. Eine direkt an das Top-Management berichtende Einheit, die alle Risikoaspekte – Markt- und Kreditrisiken einerseits sowie die „sonstigen“ Risiken andererseits – integriert, kann die potentiellen Vorteile nutzen, die in einer objektivierten und mit ihren Prämissen explizierten Gesamtsicht des Unternehmens bestehen.

In der Regel ist in Energieversorgungsunternehmen von größeren Industriebetrieben das **Bewusstsein für die Gefahren** einer Teilnahme am Stromhandel durchaus vorhanden. Den Verantwortungsträgern ist als Vorverständnis für ihre Handlungsstrategien bewusst, dass diese Aktivitäten besonderes Augenmerk (Überwachung und nicht nur Controlling mit gewissem Zeitversatz) benötigen. An dieser Stelle beginnt aber teilweise eine **Unsicherheit der Entscheidungsträger**, welche Maßnahmen notwendig und welche wünschenswert sind, speziell wenn das Unternehmen überhaupt nicht oder allenfalls mit Teilportfolios für fremde Dritte der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt. Hinter den Bestimmungen und Auffassungen des BaFin steht jedoch – unabhängig davon, ob sie für ein Handelshaus zwingend sind oder nicht – Erfahrungswissen. Damit wäre es nicht rational – und somit u. E. ein grober Verstoß gegen die Grundsätze einer ordnungsgemäßen Geschäftsführung – sich nicht sorgfältig mit diesen Standards auseinanderzusetzen. Es braucht nicht befürchtet werden, dass hier nur überdimensionierte Lösungen angeboten werden.

Orientierung für die weiteren Ausführungen sind die gesetzlichen Anforderungen aus dem KonTraG¹⁰ und den folgenden Bestimmungen. Als Anforderung für das Risikocontrolling werden die **Mindestanforderungen für das Risikomanagement (MaRisk)**¹¹ zugrunde gelegt. Unbenommen davon, dass diese

10 Gesetz vom 27. 04. 1998, BGBl. I, S. 786 vom 30. 04. 1998, Inkrafttreten: 01. 05. 1998.

11 Am 01. 01. 2006 wurden die am 20. 12. 2005 veröffentlichten MaRisk gültig (vgl. BaFin, Rundschreiben 18/2005: Mindestanforderungen an das Risikomanagement), die dann 2012 geändert wurden (BaFin, Rundschreiben 10/2012 (BA) vom 14. 12. 2012 (Gz.: BA 54-FR 2210-2012/0002) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk)). Seit 27. 10. 2017 sind die neuen MaRisk veröffentlicht, auf die sich im Folgenden bezogen wird – vgl. <https://www.bafin.de/SharedDocs/>

Dritter Teil: Risikomanagement

Mindestanforderungen für das Risikomanagement für Energieversorgungsunternehmen (EVU) i.d.R. maximal für einen sehr kleinen Anteil ihres Geschäfts gesetzlich vorgeschrieben sind, stellen sie sicherlich den state-of-the-art dar, so wie früher die „Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute¹²“ – die auch den MaRisk zugrunde liegen – als best practice im Risikocontrolling angesehen wurden.

Allerdings gilt dabei für Energieversorgungsunternehmen ebenso wie für Banken, „[...] dass es sich bei den MaRisk [...] um **flexible Rahmenbedingungen** handeln wird, die abhängig von der Größe der Institute, deren Geschäftsschwerpunkten und deren Risikosituation eine angemessene Umsetzung der Anforderungen ermöglichen“.¹³

Um diesem Anspruch gerecht zu werden, wird abgesehen von den an den MaRisk orientierten Ausführungen versucht, die Anforderungen für kleinere Unternehmen so anzupassen, dass auch für diese Unternehmen praktikable und doch professionelle Vorgehensweisen beschrieben werden. Die dadurch entstehenden Einschränkungen werden in ihren Vor- und Nachteilen charakterisiert, mit dem Anspruch, Entscheidungen über pragmatische Kompromisse einfacher handhabbar zu machen.

- 10 Wichtig ist es, an den jeweiligen Geschäftsumfang angemessene Lösungen zu implementieren und stabil durchzuführen. Hierzu wollen wir Argumente und Anregungen bieten und die wichtigsten Grundsätze, wie die **Funktionstrennung im Handel oder die Durchführung eines realen Vieraugenprinzips**, als sichere Standards integrieren. Nicht die Prüfungserfordernisse einer internen Revision oder eines Wirtschaftsprüfers stehen hierbei im Mittelpunkt¹⁴, sondern das betriebene Geschäft und dessen Erfordernisse stehen im Fokus. Gleich-

[Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1709_marisk_ba.html](https://www.esv-campus.de/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1709_marisk_ba.html) (05.08.2020).

Daneben gibt es weitere wichtige Richtlinien für die auf den Teil 4: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen in diesem Handbuch verwiesen wird.

- 12 Die MaRisk sind u.a. aus den „Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute“ (MaH) entstanden, vgl. MaH: Verlautbarung über die Mindestanforderung über das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute vom 23. 10. 1995 (Gz.: I 4-42-3/86), aufgehoben durch Rundschreiben 18/2005 (BA) vom 20. 12. 2005, aufgehoben durch Rundschreiben 5/2007 (BA) vom 30. 10. 2007, aufgehoben durch Rundschreiben 15/2009 (BA) vom 14. 08. 2009, aufgehoben durch Rundschreiben 11/2010 (BA) vom 15. 12. 2010, aufgehoben durch Rundschreiben 10/2012, welches durch die aktuelle Fassung Rundschreiben 09/2017 (BA) vom 27. 10. 2017 (Gz.: BA 54-FR 2210-2017/0002) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) ersetzt wurde. Die MaH können jedoch für die Praxis in EVU nach wie vor in Punkten, die darin detaillierter geregelt waren als in den MaRisk, als Orientierung herangezogen werden. Nach Ansicht der Autoren sind die MaH in verschiedenen Punkten nach wie vor geeignet, best practice im Risikocontrolling zu veranschaulichen, so dass im weiteren Beitrag auch an einigen wenigen Stellen auf sie eingegangen wird.
- 13 BaFin, Anschreiben zu „Entwurf über die „Mindestanforderungen an das Risikomanagement“ (MaRisk)“, Bonn 2005.
- 14 Zu Anforderungen bei der Prüfung siehe *Gleißner/Kimpel*, Prüfung des Risikomanagements und der neue DIIR Revisionsstandard Nr. 2, ZIR 04/19, S. 148-159.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

sam nebenbei werden die Anforderungen der internen und externen Prüfer mit einer angemessenen Aufbau- und Ablauforganisation mit berücksichtigt.

Das Hauptaugenmerk der folgenden Ausführungen liegt auf dem Risikomanagement für die **Stromgeschäfte**. Es werden jedoch, wo erforderlich, Anmerkungen zu den für die Stromerzeugung wichtigen marktgängigen Brennstoffen und dem häufig in Kuppelproduktion¹⁵ erzeugten Produkt **Fernwärme** gemacht. Es wird dabei auch nicht ausschließlich auf das Risikomanagement für den Energiehandel eingegangen, sondern etwas breiter auf das Risikomanagement für die gesamte Wertschöpfungskette der Strom-/Fernwärmeerzeugung. Dies erscheint vor dem Hintergrund angemessen, dass Risiken auch an den Schnittstellen zwischen den Wertschöpfungsstufen entstehen und nicht vernachlässigt werden sollten und weiterhin, dass der Energiehandel oft den zentralen Marktplatz für Strom und Brennstoffe im Energieversorgungsunternehmen (EVU) darstellt und daher auch die Portfolien der Wertschöpfungsstufen Erzeugung und Vertrieb betreut.

Der Beitrag ist wie folgt **gegliedert**:

In Kapitel II wird die Notwendigkeit eines Risikomanagements dargestellt. Kapitel III befasst sich mit der Aufbauorganisation des Risikomanagementprozesses, Kapitel IV mit dessen Ablauforganisation. Kapitel V und Kapitel VI beschäftigen sich mit der Organisation und den typischen Aufgaben des Risikocontrollings, Kapitel VII mit verschiedenen Steuerungsmodellen. Letztere sind nicht unmittelbar Teil des Risikomanagements, sondern stellen strategische Fragen der Geschäftsleitung dar. Diese spielen jedoch für den Unternehmenserfolg eine zentrale Bedeutung, so dass diesbezüglich Risikomanager und Risikocontroller zum einen um ihr Votum zu verschiedenen Alternativen gefragt werden, zum anderen auch in ihrer täglichen Arbeit mit den Konsequenzen des gewählten Steuerungsmodells konfrontiert werden.

Abbildung 1 zeigt einen **schematischen Überblick über den Ablauf des Risikocontrollingprozesses** und damit verbunden der Gliederung dieser Kapitel. Die Geschäftsleitung entscheidet sich für ein bestimmtes Steuerungsmodell, den Risikoappetit und für die Anforderungen an das eingesetzte Kapital/Risikokapital (Kapitel VII). Daraus resultieren die für ein Limitsystem zur Steuerung der Risiken wesentlichen Größen des angestrebten Ergebnisses und des Risikospielraumes (Kapitel VI. 1). Eine effiziente Umsetzung eines Limitsystems und die robuste, tägliche Überwachung der Risiken sind wesentliche Anforderungen an ein Risikocontrolling (Kapitel V. 1). Sie setzen eine adäquate Aufbauorganisation (Kapitel V. 2) und Ablauforganisation voraus (Kapitel V. 3).

¹⁵ Wöhe, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 27. Auflage, München 2020, S. 891: „Die **Kuppelproduktion** (verbundene Produktion) ist dadurch gekennzeichnet, dass aus denselben Ausgangsmaterialien im gleichen Produktionsprozess **zwangsläufig mehrere verschiedene (verwertbare) Erzeugnisse** erstellt werden[...]. So gewinnt man z. B. bei der Gasherstellung aus dem Ausgangsstoff Kohle nicht nur Gas, sondern gleichzeitig Koks, Teer, Ammoniak und Benzol.“

Dritter Teil: Risikomanagement

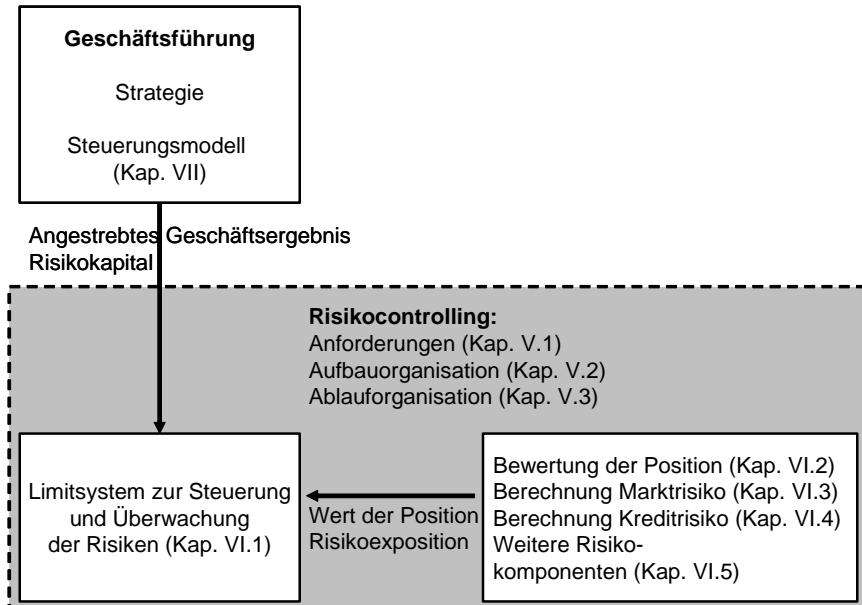


Abbildung 1: Einordnung der Aufgaben des Risikocontrollings

Quelle: Eigene Darstellung

Zur Auslastung der Limite ist die Bestimmung des tatsächlichen Marktwerts der Positionen (Kapitel VI. 2) und die Risikoexposition – nach Marktrisiken (Kapitel VI. 3), Kreditrisiken/Adressenausfallrisiken (Kapitel VI. 4) und weiteren Risikokomponenten (Kapitel VI. 5) untergliedert – erforderlich.

Üblicherweise wird mit der Zusammenfassung dem Leser ein abschließender Überblick über das Behandelte verschafft. Um einen zusätzlichen praxisnahen Zugang zu der behandelten Materie zu bieten, werden anstatt der klassischen Zusammenfassung im Anhang (Beispiele zum Risikomanagement) durchaus realistische – wenn auch in idealtypischer Manier verdichtete – Handelstage eines Energiehändlers und eines Kreditmanagers sowie ihre Schnittstellen mit dem Risikomanagement geschildert.

II. Notwendigkeit Risikomanagement

1. Notwendigkeit

- 11 Risiko ist die Bugwelle des Erfolges.¹⁶ Risiko ist „Wagnis; Gefahr, die Verlustmöglichkeit bei einer unsicheren Unternehmung“.¹⁷

16 Zitat Carl Amery zugeschrieben, abrufbar unter <https://www.zitate.eu/autor/carl-amery-zitate/7451> (04.08.2020).

17 Dudenredaktion, Fremdwörterbuch, 7. Auflage, Mannheim 2001, S. 874.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

An griffigen Definitionen und Sinsprüchen für das Management von Risiken besteht kein Mangel. „Risiko“ und „Unsicherheit“ sind Begriffe, die vielen Menschen zugänglich sind und bei denen mancher Urteile fällt, die mehr einer emotionalen Lage und einem Temperament geschuldet sind, als einer rationalen Herangehensweise. Kritisch darauf angesprochen, offenbart sich häufig eine Haltung, die davon ausgeht, dass man gar nichts **über die Zukunft** aussagen könne. Es gibt aber Branchen, bei denen es offensichtlich ist, dass mit Portfolios von Risiken Geld zu verdienen ist (z. B. Banken und Versicherungen).¹⁸

Im Kern trifft es *Peter L. Bernstein* mit seiner Aussage: „Indem sie [die historischen Denker] der Welt zeigten, wie sich Risiko begreifen, messen und in seinen Konsequenzen abwägen lässt, konnte jene Bereitschaft zum Risiko entstehen, die ein wesentlicher Katalysator des Fortschritts der modernen westlichen Gesellschaft ist. Sie haben die Götter herausgefordert[...]“¹⁹

In der betrieblichen Praxis hat sich als Definition durchgesetzt, **Risiko als Abweichung vom Plan** zu fassen. Erweitert wird dies in der akademischen Diskussion, Chancen und Risiken als Abweichung vom Plan in den Fokus zu stellen.²⁰ Dies ist analytisch sinnvoll. In den Unternehmen liegt der Schwerpunkt bisher aber meist ausschließlich auf der Risikodimension. Der Plan kann vielgestaltig sein: finanzielle Kennzahlen, umweltrelevante Zielstellungen, Reputationskennziffern etc.

Wer Geschäfte machen will, muss sich auch mit den Risiken **auseinandersetzen**. Dies heißt, die relevanten Risiken zu identifizieren, zu analysieren, zu bewerten, zu bewältigen und über die Betriebseinheiten bis zum Gesamtunternehmen zu aggregieren. Die Risiken sind zu überwachen, zu berichten und zu dokumentieren. So kann, in aller Kürze formuliert, ein „adäquater Risikomanagementprozess“ definiert werden.

Adäquat heißt auch mit **angemessenen Methoden**. Der Werkzeugkasten ist schon historisch gut gefüllt. Spätestens seit Glücksspiele die Menschen faszinierten, wurde die Frage gestellt, welche Strategien erfolgversprechend sein können.

18 Baecker, Womit handeln Banken? Eine Untersuchung zur Risikoverarbeitung in der Wirtschaft, 1. Auflage, Frankfurt 1991, S. 49: „Das Spezifikum der Banken besteht darin, dass sie mit Zahlungsversprechen handeln, das heißt, sie kaufen Zahlungsversprechen und verkaufen Zahlungsversprechen. Sie kaufen Einlagen und verkaufen Kredite.“ Baecker bietet als Niklas Luhmann-Schüler noch bedeutend komplexere Begründungszusammenhänge für diese Fragestellung, so z. B. ebd. S. 38 und S. 129.

19 Bernstein, Wider die Götter: Die Geschichte von Risiko und Risikomanagement von der Antike bis heute, 2. Auflage, München 1998, S. 9. Ein sehr lesenswertes Buch, auch als ein kurzes Kompendium. Im positiven amerikanischen Stil geschrieben, unterhaltsam ohne den Gegenstand zu vereinfachen.

20 Vgl. z. B. Lück, Risikomanagementsystem und Überwachungssystem, 2. Auflage, München 2001, S. 13 u. S. 230. Hier erfolgt der Einbezug von Chance als „Risiko im weiteren Sinn“ in die Risikobetrachtung, d. h. Einbezug des möglichen Eintritts einer Gewinnsituation. Konkret ausgearbeitet als Checkliste für Chancen *und* Risiken ist dieser Gedanke bei Lück: Elemente eines Risikomanagementsystems, in: Lück, Risikomanagementsystem und Überwachungssystem, 2. Auflage, München 2001, S. 41.

Dritter Teil: Risikomanagement

ten. Passende Methoden bietet die **Stochastik**.²¹ Der Werkzeugkasten an Methoden wurde diesbezüglich seit den späten 1980er und frühen 1990er Jahren auch qualitativ (Entwicklung von **Value-at-Risk-Verfahren**²²) noch merklich erweitert.

- 16 Letztlich geht es bei einem Risikomanagementsystem um **Transparenz**. Der erfolgreiche Kaufmann, geht überschaubare Wagnisse ein und pflegt seine Möglichkeiten. Chancen und Risiken treten gleichzeitig auf, sind aber nicht notwendigerweise symmetrisch. Attraktiv sind asymmetrische Chancen-Risiko-Profil zugunsten der Chancen. Besonders unattraktiv sind jene asymmetrischen Profile, die nach der Risikoseite verschoben sind. Hier liegt eine Kernaufgabe zur **Bewirtschaftung von Portfolien**: die Chancen-Risikostruktur transparent machen und die Portfolien dann ausgewogen gestalten (Risiken absichern, die Chancen zu sichern, die man wahrnehmen will und von der Risikotragfähigkeit auch fähig ist). Richtungsweisend für den Entscheidungsprozess sollte dabei neben der Risikotragfähigkeit der Risikoappetit und das Risiko-Chancen-Verhältnis (risk reward balance) sein.
- 17 Es ist dabei unumgänglich, adäquate Strukturen zu installieren, um die Risiken in den Griff zu bekommen, Chancen zu nutzen und – speziell für das Top-Management – jederzeit kommunizieren zu können, dass man mindestens entsprechend den Benchmarks (besser best practice) aufgestellt ist.
- 18 Zudem ist der auf den Finanz- und Versicherungsmärkten herrschende **regulatorische Druck und Konkurrenzdruck** – bei Strafe des Untergangs – in ausgeprägter Form auch auf den Energiemärkten zu spüren. Hier ist der Strommarkt mit seiner **hohen Volatilität**²³ an erster Stelle zu nennen. „In den Händlerbüros der Börsen [...] konkurrieren die intelligentesten Köpfe darum, die aktuellen Risiken akkurater als der Wettbewerb zu bewerten. Um es hart auszudrücken, liegt der eigentliche Konkurrenzvorteil nämlich genau im Folgenden begründet: in der Fähigkeit, weniger gut ausgerüstete (und damit naivere) Rivalen auszustechen. Bei diesen ‚Kriegen der Modelle‘, einer Art intellektuellen und finanziellen Rüstungswettkampfs, winken dem Sieger gewaltige Profite“.²⁴ Also ein breiter Spielraum für ein heroisches Management, welches nach *Baecker*

21 Teilgebiet der Statistik, das sich mit der Analyse zufallsabhängiger Ereignisse und deren Wert für statistische Untersuchungen befasst (*Dudenredaktion*, Fremdwörterbuch, 7. Auflage, Mannheim 2001, S. 950).

22 Vgl. Kap. VI. 3. a.

23 Unter „Volatilität“ wird die Schwankung einer Zeitreihe verstanden, z. B. der Zeitreihe für die Marktpreise eines Produktes.

24 Dembo/Freeman, *Die Revolution des finanziellen Risikomanagements*, München 1998, S. 28. Dembo/Freeman bieten auch eine Erklärung dafür, warum manche intelligente Menschen Lotto u. ä. spielen, trotz der ihnen bekannten extremen Unwahrscheinlichkeit eines Treffers: „Obwohl die Gewinnchancen verschwindend gering sind, ist die Ertragsstruktur der Lotterie aufgrund der vernachlässigbaren Downside stark zu ihren Gunsten geneigt“, ebd. S. 78. Dies wird als Konzept des „Regret“ bezeichnet, der in diesem Fall bei der Entscheidung kaum ins Gewicht fällt.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

seine besondere Leistung in der Inszenierung entsprechender Risikobereitschaften und Verantwortungen sucht.²⁵

Wer weniger Kapital zur **Risikokapitalabsicherung** zurückstellen muss, als seine Wettbewerber, kann über einen klaren Konkurrenzvorteil verfügen.²⁶ In der Praxis sind diese Risikomanagement-Aufgabenstellungen aber innerbetrieblich mit viel **Kommunikationsarbeit** verbunden. Auch bei sehr ausgereiften Risikomodellen ist trennscharf darzustellen, welche Fragestellungen unter welchen Prämissen eigentlich beantwortet werden, um keine unangemessenen Erwartungen zu wecken. Angeboten wird vom modernen Risikomanagement, Entscheidungen unter dem nachvollziehbaren (und nachrechenbaren) Einbezug von Risiken zu treffen. Auch wenn viele Praktiker hier skeptisch bleiben und darauf verweisen, dass es manchmal trotzdem anders kommt (ein Fall, der im Konzept von Statistik gerade begründet wird), so ist es allemal besser, einen vielleicht noch unvollkommenen Schritt zu gehen, als stehen zu bleiben und nur auf Instinkte zu vertrauen. Vernünftigerweise baut man in Autos Airbags ein und benutzt den Anschnallgurt, obwohl man unter bestimmten – selteneren – Konstellationen immer noch sein Leben verlieren kann.

Unbestritten fällt es vielen Handelnden schwer, statistisch fundierte Entscheidungshilfen zu verstehen und einwandfrei zu deuten – speziell auch deren Grenzen klar zu formulieren.²⁷ Das Ziel muss hier sein, nicht aufzugeben vor einer unsicheren Zukunft. Es existieren Werkzeuge, mit denen auf Grund der **Erfahrungen der Vergangenheit**, mögliche und dann wahrscheinliche Zukunftsverläufe beschrieben werden können, um daraus **Maßnahmen in der Gegenwart** ableiten zu können. Zufallsprozesse sind nicht die Ausnahme, sondern die Regel.

Generell wird eine Dichotomie gesehen: Risiken, die sich auf Grund von guter Datenverfügbarkeit gut quantifizieren lassen und solche, die eher mit mageren Erfahrungen beurteilt werden müssen. Häufig handelt es sich dabei um einen subjektiven Ansatz, bei dem auch eine intellektuelle Faulheit oder operativer Druck eine Rolle spielt („Quantifizierung ist schwer, macht Umstände und wenn wir es doch machen, kommt es sowieso anders“). Aber nur mit einem **quantitativen Ansatz** kann Risikomanagement praxisrelevant für das Management werden: Aufzeigen von Möglichkeiten und vor allem das Beurteilen von Maßnahmen. Letztlich ist dies nur bei Maßnahmen mit einem „Preisschild“ möglich.

25 Vgl. *Baecker*, Postheroidisches Management, Berlin 1994, S. 18. Diesen Aspekt eingebettet in seine Sichtweise des „Management“ behandelt auch *Baecker*, Organisation und Störung, Berlin 2011. Die Systemtheorie hält auch für den Praktiker interessante Anregungen bereit.

26 *Dembo/Freeman*, Die Revolution des finanziellen Risikomanagements, München 1998, S. 29.

27 Vertiefend hierzu: *Randow, v.*, Das Ziegenproblem: Denken in Wahrscheinlichkeiten, Reinbek 1992 oder *Krämer*, Denkste! Trugschlüsse aus der Welt des Zufalls und der Zahlen, Frankfurt/New York 1996 oder *Klein*, Alles Zufall, Reinbek 2004. Beispiele für die zahlreichen Fallstricke denen das menschliche Denken typischerweise ausgesetzt ist, finden sich auch in *Dobelli*, Die Kunst des klaren Denkens, München 2020.

Dritter Teil: Risikomanagement

Abbildung 2 veranschaulicht Handlungsfelder und Nutzen eines umfassenden Risikomanagementsystems.

- 20 Direkt erbringt ein qualifiziertes Risikomanagementsystem **Einsparungen** bei den Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten (mit den Regelungen aus Basel II und III²⁸ mag es zunehmend zu einer Zugangsvoraussetzung für Kapital werden) und Versicherungsprämien lassen sich reduzieren bzw. die Deckung lässt sich optimieren²⁹. Die **transparente Abbildung** der Risiken kann für Entscheidungen im kurzfristigen (Handlungsalternativen bezüglich Produkten/Kunden) und langfristigen (Strategie/Aufgabe oder Entwicklung neuer Geschäftsfelder) Zusammenhang genutzt werden. Die Erkenntnisse können zur Untermauerung und Begründung des Handelns der Entscheidungsträger gegenüber den Stakeholdern des Unternehmens Verwendung finden.



Abbildung 2: Umfassender Nutzen eines Risikomanagementsystems

Quelle: Eigene Darstellung

28 Vgl. *Basel Committee on Banking Supervision*, Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen: Überarbeitete Rahmenvereinbarung, Basel 2006, abrufbar unter <https://www.bis.org/publ/bcbs128ger.pdf> (21.12.2020). Beziiglich Veränderungen s. <https://www.bis.org/press/p090116.htm> (21.12.2020) und <https://www.bis.org/publ/bcbs/basel2enh0901.htm> (21.12.2020). Basel III 2010 (2011 überarbeitet), abrufbar unter <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf> (21.12.2020).

29 Angebote verschiedener Versicherungen mit divergierenden Selbstbehalten, Bedingungenwerken und vielleicht auch Großschadensregelungen lassen sich mit statistischen Mitteln finanziell analysieren, vergleichen und würdigen. In der Praxis kommen nicht selten große Unterschiede in Bezug auf die Vorteilhaftigkeit heraus.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Zu den gesetzlichen Bestimmungen verweisen wir auf den dritten Teil, „B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel“ in diesem Handbuch.

2. Holistisches Risikomanagement/Risikofokus

Die Anforderung, ein **holistisches Risikomanagement**³⁰ zu betreiben, folgt schon aus § 91 AktG: „Der Vorstand hat geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden.“ Zentral ist die **Bestandsgefährdung**, die durch ein oder mehrere Großrisiken erfolgen kann oder durch eine Vielzahl von kleineren Risiken, die sich aufsummieren und vielleicht noch durch Domino-/Kaskadeneffekte verbunden sind, ausgelöst werden kann.

Hieraus folgt, dass zumindest aus theoretischer Sicht alle Risiken heranzuziehen wären und diese im Grundsatz zu quantifizieren wären. In der Praxis muss allerdings ein sinnvoller Schnitt ab einer bestimmten Größe abwärts gemacht werden, da Nutzen und Aufwand sonst in keinem vernünftigen Verhältnis stehen. Es bleibt dennoch festzuhalten, dass nur eine möglichst vollständige Erfassung aller Risiken letztendlich die Beurteilung erlaubt, ob ein Risiko für sich eine bestimmte Relevanz hat und nur so kann man **kumulative Effekte** zwischen gleichnamigen (z. B. Kreditrisiken) oder ungleichnamigen (seien diese korreliert oder nicht) Risiken auf ihre Bestandsgefährdung insgesamt einschätzen. Ausschließlich mit einem umfassenden Anspruch lässt sich eine dem Zweck des Gesetzes entsprechende **Aufbau- und Ablauforganisation sicherstellen** und der potentielle Vorhalt eines Organisationsversagens sicher entkräften.

Die Notwendigkeit einer möglichst umfassenden **Quantifizierung in Geldeinheiten**³¹ lässt sich aus folgenden Argumenten ableiten:

- Schon das Gesetz gibt einen Anhaltspunkt hierfür. Der **§ 91 AktG** spricht von „den Fortbestand der Gesellschaft gefährdenden Entwicklungen“. Eine Ausle-

³⁰ „Holistisch“: das Ganze betreffend (*Dudenredaktion*, Fremdwörterbuch, 7. Auflage, Mannheim 2001, S. 394). Mit dem „holistischen Risikomanagementansatz“ wird die Konzentration des Risikofokus auf nur wenige Risikogruppen (z. B. Hauptrisiken nach „common sense“ der Branche, auf nur regionale Aspekte bzw. nur die Risiken einer Zentrale) und damit im Ergebnis die Ausgrenzung verschiedener Risiken zugunsten eines ganzheitlichen Ansatzes aufgehoben. Vorreiter waren diesbezüglich im Wesentlichen Versicherungsunternehmen, die sich teilweise seit längerem dieses Ansatzes bedienen. Verwandt: Enterprise Risk Management (ERM).

³¹ Vielfach ist in der Anfangsphase der Etablierung eines Risikomanagementsystems zu beobachten, dass nur grobe Beschreibungen der Auswirkungen eines Risikos angegeben werden (z. B. Schadenshöhe groß/mittel/klein). Im Sinne eines klar ausgerichteten Prozesses hin zur vollständigen Quantifizierung ist dies vielleicht ein pragmatischer Kompromiss zum Anfang (falls der testierende Wirtschaftsprüfer dies akzeptieren sollte), sollte u. E. jedoch nur übergangsweise toleriert werden.

Dritter Teil: Risikomanagement

gungshilfe, wann spätestens dieser Zustand erreicht ist, gibt der § 92 I AktG.³² Hier wird die Verpflichtung des Vorstandes geregelt, dass er unverzüglich eine Hauptversammlung einzuberufen hat, wenn anlässlich der „Aufstellung der Jahresbilanz oder einer Zwischenbilanz oder [...] bei pflichtmäßigem Ermessen“ anzunehmen ist, dass die Hälfte des Grundkapitals aufgezehrt ist. Ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter³³ wird solange nicht warten wollen.

- 23 – Die **Risikotragfähigkeit** wird nach statischen Konzepten der Bilanzlehre mit dem haftenden **Eigenkapital** (bzw. mittels eines Vermögensüberschusses aus einer Überschuldungsbilanz als Aufdeckung der Substanz der Gesellschaft) bemessen. Diese wird selbstverständlich in Geldeinheiten abgebildet. So versteht sich dies für die drohenden Risiken ebenso. Auch wenn man einen solchen Ansatz nur als finale Argumentation sehen wollte, so ist doch festzuhalten, dass die entscheidenden Steuerungs- und Lenkungssysteme einer Unternehmung auf finanzielle Größen ausgerichtet sind.
- 24 – In der Praxis ist „Risiko“ die Abweichung von einer vorgenommenen Orientierungslinie bzw. eines erwarteten Normalfalles, d. h. eines Planes. Die **Planung** wird in finanziellen Größen erstellt.
- 25 – Quantifizierung ist auch auf Grund der Zielstellungen des Risikomanagementprozesses notwendig. Auch wenn der § 91 AktG nur auf das „Erkennen“ abhebt, so ist es spätestens in der betrieblichen Praxis zentral, die Auswirkungen d. h. die potentiellen Schäden einzuschätzen (auch wieder finanziell) und anhand dieser die Notwendigkeit und die Eignung von Maßnahmen (Kosten/Nutzen-Relation) zu entscheiden. Nur wenn die **finanzielle Größenordnung des drohenden Schadens** mit den Kosten für konkurrierende potentielle Maßnahmen gleichnamig abgebildet wird, ist das Management in der Lage, eine vernünftige und angemessene Entscheidung zu treffen.
- 26 – Vielfach ist nicht ein einzelnes Risiko bestandsgefährdend, sondern eine **Kombination** einiger Risiken. Das können verschiedene Risiken sein, die – gibt man sie nur in einer Bandbreite an – nicht trennscharf eingeschätzt werden können. Es können auch gleichnamige Risiken verschiedener Unternehmensbereiche (z. B. Kreditrisiken im Energiehandel und im Großkundenvertrieb) sein. Allerdings sollten diese wegen der Überlappungen ohnehin möglichst in einem konsolidierten Kreditportfolio des Gesamtkonzerns bewirtschaftet werden. In besonderen Fällen könnten **Einzelrisiken** auch unterhalb der Aufgriffsgrenzen liegen, sich in der Praxis aber zu einem Zeitpunkt **kumulieren** (zufällig oder auch kausal z. B. als „Dominoeffekt“).

32 Die Verpflichtung ist vom Gesetzgeber nachdrücklich unterlegt: § 401 I AktG mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldbuße. Neben den klar beachtenswerten zivilrechtlichen Risiken für Geschäftsführer existieren nicht nur im Steuer- oder Insolvenzrecht ebenso strafrechtliche Risiken. Auch wenn diese in der Praxis *bisher* keine große Rolle spielten, nehmen diese Risiken zu.

33 § 92 II AktG.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Quantifizierung heißt nicht, die unterschiedliche Güte und Herkunft der Daten zu ignorieren. Auch im Rechnungswesen oder im Controlling wird **grob geschätzt**, z.B. als kodifizierte Bewertungserleichterungen im HGB oder es ist einfach üblich (z.B. Forecast). Mit dem Hinweis auf die Probleme bei der Ermittlung der Zahlen oder deren schwankende „Zuverlässigkeit“ (was Statistik immanent ist, speziell bei kleineren Grundgesamtheiten) entbindet sich das Management nicht der Verantwortung, den Prozess bestmöglich – im Drittvergleich und vor allem für den Nutzen des Unternehmens – auszugestalten. 27

Weiterhin ist ein Risikomanagementsystem, welches nur die **Mindestanforderungen des Wirtschaftsprüfers** erfüllt, relativ am teuersten. Entscheidend ist der **betriebliche Mehrwert** für die Unternehmenseinheiten und die Gesamtunternehmensführung.³⁴ Die Risiken abzubilden und zu analysieren, ist nur der erste Teil der Arbeit; wie mit diesen umgegangen werden soll, ist unternehmerisch mindestens genauso interessant. Ob das Unternehmen das Risiko hinnimmt, begrenzt oder überwälzt³⁵, muss entschieden werden. Die Folgerungen und Maßnahmen lassen sich nur sinnvoll anhand des finanziellen Aufwands für diese beurteilen. 28

Berichtspflichtig sind in einem state-of-the-art Risikomanagementsystem alle Risiken, die so wesentlich erscheinen, dass sie die Entscheidungen der Adressaten des Konzernlageberichtes beeinflussen können.³⁶ Bei der Frage der Quantifizierung ergeben sich **pragmatische Spielräume**, die aber bei genauerem Überlegen etwas zusammenschmelzen, legt man den Anspruch umfassender Transparenz der Konzernrisikosituation an. In Unternehmen spielt der Vorhalt, dass **statistische Methoden** nicht verlässlich seien und man Desaster nicht vorhersagen könnte, in der frühen Phase der Implementierung eines Risikomanagements eine prominente Rolle. Eine solche Auffassung verkennt jedoch grundsätzlich die Bedeutung von Wahrscheinlichkeiten und deren statistische 29

³⁴ Hier ist ein wesentlicher Unterschied der Perspektiven zwischen Unternehmenseinheiten und Gesamtunternehmensführung von großer Bedeutung: der Mehrwert für die Unternehmenseinheiten besteht in der Beurteilung (und daraus ableitbarer Handlungen) von Einzelrisiken gemäß deren Risiko-Rendite-Verhältnis unter Berücksichtigung des Risikoappetits der Entscheidungsträger der Unternehmenseinheiten. Die Unternehmensperspektive hingegen sollte es sein, aus Gesamtunternehmenssicht optimale (d.h. kosteneffiziente und an den Risikoappetit des Gesamtunternehmens angepasste) Risikosteuerungsmaßnahmen zu treffen. Dazu müssen die marginalen Risikobeiträge der Einzelrisiken im Portfolio berücksichtigt werden, welche sich von den Risikobeiträgen der Risiken aus „Stand-alone“-Sicht der Unternehmenseinheiten wesentlich unterscheiden können.

³⁵ In der Praxis tauscht man nur Risiken. Z.B. ein Adressenausfallrisiko eines konkreten Abnehmers wird durch eine Bürgschaft/Garantie oder eine Kreditversicherung zu einem Adressenausfallrisiko einer/s Bank/Versicherers. Die Ausfallwahrscheinlichkeit wird dabei differieren.

³⁶ Vormals geregelt im DRSC, Deutscher Rechnungslegungsstandard Nr. 5, Berlin 2001, S. 5. Aufgehoben durch Rechnungslegungs-Änderungsstandard Nr. 5, weiterentwickelt für Konzernunternehmen im DRS 20 Konzernlagebericht; für aktuelle Informationen s. <https://www.drsc.de/verlautbarungen/> (10.11.2020).

Dritter Teil: Risikomanagement

Erfassung. Wenn z. B. am Roulettetisch zehnmal hintereinander rot gezogen wurde, hat sich die Wahrscheinlichkeit zwischen den Alternativen Rot/Schwarz für die elfte Ziehung nicht verändert. Wer aber die Möglichkeit hat 5000mal zu spielen, lebt mit der statistischen Verarbeitung des Problems wahrscheinlich gut (dies ist wegen der Null normalerweise die Spielbank). Zudem gibt es im modernen Leben viele Bereiche für die statistische Methoden grundlegend sind und die in der Praxis damit auch gut funktionieren (von der Qualitätssicherung, über Risikobranchen – wie Versicherungen und Banken – bis zur Quantenmechanik). Ohne Zweifel richtig ist jedoch der Einwand, dass Strukturbrüche durch statistische Analysen nicht vorhersehbar sind.

- 30 Es gibt also durchaus verlässliche und anerkannte Methoden, auch wenn diese bisher in manchen Branchen oder betrieblichen Einheiten nicht genutzt wurden. Die Alternative zur Quantifizierung lautet teilweise eine nur **formale Minimalbewertung** für den Wirtschaftsprüfer durchzuführen und den Rest einzusparen. Dies entspricht einerseits nicht dem state-of-the-art und hebt die Potentiale für die betriebliche Entscheidungsfindung – und was auch immer wichtiger wird – zur rationalen Unterlegung von getroffenen Entscheidungen nicht. Andererseits ist es angesichts des geringen Nutzens einer solchen Vorgehensweise im Vergleich zu dem Kosten-/Nutzen-Effekt einer fundierten Vorgehensweise auch nicht wirtschaftlich.³⁷
- 31 Ist auch die Quantifizierung ein wesentliches Element des Risikomanagementprozesses, so ist es in der Realität allerdings nicht sinnvoll, seine geschäftlichen Aktivitäten ausschließlich durch quantitative Modelle steuern zu lassen. Eine **unternehmerische Würdigung** der Ergebnisse ist **unerlässlich**. Teilweise sind die Erwartungen an die Erklärungstiefe des Risikomanagements übersteigert, gemessen an den Anforderungen, die z. B. an einen Forecast im Controlling gestellt werden. Im Controlling werden bestenfalls drei Cases (best/base/worst) gegriffen und vielleicht Saisonalitäten als Erfahrung einbezogen. Ein state-of-the-art Risikomanagementsystem expliziert die Prämissen, benutzt anerkannte wissenschaftliche Methoden und sorgt somit für Transparenz und Rationalität.

3. Exkurs: Begriffsabgrenzung Risikomanagement – Portfoliomangement

- 32 Der Begriff „Financial Risk Management“ kann wie folgt aufgefasst werden:
„More recently, derivative dealers have promoted ‚risk management‘ as the use of derivatives to hedge or customize market-risk exposures. For this reason, derivative instruments are sometimes called ‚risk management products‘.“³⁸

37 An dieser Stelle sei jedoch auch darauf hingewiesen, dass es Unternehmen gibt, deren Risikoventar über das Ziel hinausschießt, indem hunderte von Kleinstrisiken quantifiziert werden, die für das Gesamtbild irrelevant sind und im Unternehmen zu einer kontraproduktiven Ablehnung des Gesamtprozesses als Bürokratismus führen.

38 Vgl. <https://www.value-at-risk.net/emergence-of-risk-management/in> Kap. 1.9.4 Emergence of Risk Management (05.08.2020).

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Dies ist eine von durchaus mehreren Definitionen, die in eher angelsächsisch geprägten Handelshäusern verbreitet ist. Es wird Risikomanagement nicht als Prozess zur Identifikation, Analyse, Bewertung, Bewältigung usw. von Risiken definiert³⁹, sondern es wird unter der o. g. Formulierung ein **Handeln auf Positionen**⁴⁰ welches dem hedge or customize, also der **Absicherung** (als Teilaspekt der Risikobehandlung/-bewältigung) oder der **Anpassung** speziell an die Kundenwünsche (gegebenenfalls auch als Öffnen einer spekulativen Position), dient, verstanden⁴¹.

Mit der obigen Definition wird von dem Sinngehalt und dem Zweck der Formulierung des § 91 AktG abgegangen. Wir halten den Begriff „**Portfoliomangement**“ für solche Aktivitäten zutreffend und rechnen diese Aktivität eindeutig der Markt-/Kundenseite eines Handelshauses zu.⁴²

III. Aufbauorganisation Risikomanagement

Es gilt einen sich regelmäßig wiederholenden – iterativen – Risikomanagementprozess im Unternehmen zu verankern. Dabei ist die **Vollständigkeit** (kein wichtiges Risiko darf vergessen werden) und die **Aktualität** (je nach Größe und Eigenart des Risikos ist dieses täglich oder im Minimalfall lediglich jährlich zu überwachen) durch eine angemessene Aufbauorganisation sicherzustellen und zu dokumentieren.

33

So ist es bei Handelseinheiten in der Praxis selbstverständlich, dass vom Risiko-controlling verbindlich zumindest zum **Schluss des Handelstages** die Positionen, die Marktpreis- und Kreditrisiken, den Limiten offiziell gegenübergestellt werden. Die Händler führen während ihrer Handelsaktivitäten Systeme, um ihre **Risikospielräume** jederzeit bestimmen zu können. Andere Risikogruppen, wie z. B. regulatorische oder Personalrisiken werden häufig quartalsweise abgefragt und den Entscheidungsträgern berichtet. Speziell bei kleineren Unternehmen ist in der Praxis noch anzutreffen, dass diese regelmäßigen Berichte nur einmal im Jahr abgefragt und dem Management zur Verfügung gestellt werden. Es drängt sich dann der Verdacht auf, dass diese Berichte mangels Aktualität

34

39 Vgl. Kap. IV. 1.

40 Unter einer Position wird ein Kontrakt verstanden. Zumeist wird der Begriff als „offene Position“ verwendet, was bedeutet, dass ein Kontrakt (oder ein Portfolio aus Kontrakten) gehalten wird, für den (bzw. das) noch kein entsprechendes Gegengeschäft eingegangen wurde. Damit besteht für diesen Kontrakt bzw. das Portfolio das Risiko und die Chance durch Änderung der relevanten Marktpreise an Wert zu verlieren bzw. zu gewinnen.

41 Demgegenüber steht jedoch auch in den USA eine Auffassung, Risikomanagement als einen Gesamtprozess zu definieren und begrifflich gegen die Aktivitäten des Handels abzugrenzen, vgl. z. B. Culp, *The Risk Management Process: Business Strategy and Tactics*, New York 2001, S. 10 ff. u. S. 233 ff. u. Lam, *Enterprise-wide Risk Management*, in: Field, *Modern Risk Management: A History*, London 2003, S. 287 ff.

42 Zur Wichtigkeit einer trennscharfen Unterscheidung von Handel bzw. Portfoliomangement und Risikomanagement und deren Auswirkungen für die Aufbau- und Ablauforganisation eines Handelshauses s. a. Kap. V. 2. a.

Dritter Teil: Risikomanagement

keinen Einbezug in die Entscheidungen des Managements haben, sondern nur zum Erfüllen formaler Erfordernisse abgefasst werden.

Es bedarf eines Prozesseigners und **klarer Schnittstellenabgrenzungen** zu anderen Funktionen, insbesondere des internen Steuer- und Kontrollsystems. Hierbei sind an erster Stelle das Controlling und die interne Revision zu nennen.⁴³

1. Adäquate Organisationsformen

- 35 Es ist einzuschätzen, wie komplex das betriebene Geschäft – also damit auch die Beherrschungsnotwendigkeit – ist. Hieraus leitet sich ab, welche Organisationsformen als „**adäquate Organisationsformen**“ anzusehen sind.

In der Praxis hat in der Regel die **Betriebsgröße** eine wesentliche Auswirkung auf die Fragestellung, welche Personal- und Sachressourcen zur Überwachung und Kontrolle eingesetzt werden. Inhaltlich muss aber vor allem vom **Risikogehalt der betriebenen Geschäfte** ausgegangen werden. Volatile und schnelle Risiken müssen nach einem angemessenen Standard überwacht werden. Wer an bestimmten Geschäftsarten im Markt teilnehmen will, muss auch den entsprechenden Aufwand dafür treiben. Hieran wird der Abschlussprüfer – und letztlich auch die Geschäftspartner – das Unternehmen messen.

Der einfache Drittvergleich mit einem zufällig transparenten Unternehmen ist letztlich keine gute Entscheidungsgrundlage, da hier auch Fehleinschätzungen kopiert und fortgeschrieben werden können.

Abbildung 3 zeigt ein idealtypisches Organigramm zum „dezentralen Konzept“ des Aufbaus einer Risikomanagementorganisation.

- 36 Im deutschsprachigen Markt hat sich als best practice durchgesetzt, dass ein eigenständiger Bereich als **Prozesseigner** des Risikomanagementprozesses fungiert, diesen koordiniert, kontrolliert, weiterentwickelt und die operativen Einheiten in ihrer erstrangigen Risikoverantwortung gehalten werden (dezentrales Konzept, da die Erstverantwortung bei den operativen Einheiten⁴⁴ verbleibt).

Aufbauorganisationen, die abgehen von diesem Konzept der Ergebnisverantwortlichkeit, sind u. E. nicht als adäquat anzusehen, da wirtschaftlicher Erfolg auch immer auf dem Hintergrund der eingegangenen Risiken gesehen werden muss. Als adäquat kann eine Organisation dann gelten, wenn sie ein „Three

43 Vgl. Kap. V. 3. c u. Kap. V. 3. d.

44 Eine „operative Einheit“ in diesem Sinn trägt direkte Ergebnisverantwortung (sowohl Erträge als auch Aufwendungen) und trifft Entscheidungen sowie Maßnahmen, die konkret und unmittelbar am Markt wirken; Im Gegensatz zur Zentraleinheit, die eher nur ein Cost Center darstellt und gewöhnlich nicht direkt am Markt wirkt, sondern schwerpunktweise über andere Einheiten des Unternehmens agiert.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

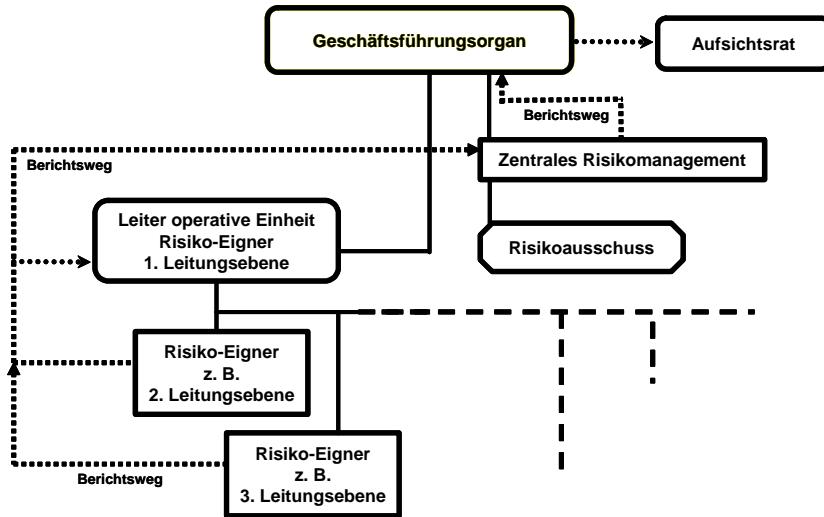


Abbildung 3: Organisatorische Voraussetzungen – prinzipieller Aufbau

Quelle: Eigene Darstellung

„Lines Of Defence“ Modell⁴⁵ bzw. ein „Three Lines“ Model⁴⁶ konsequent umsetzt. Dabei ist die erste Verteidigungslinie die Geschäftseinheit selbst, in der die Risiken unter Anwendung eigener Überwachungsprozeduren bewirtschaftet werden, die zweite Verteidigungslinie das Risikomanagement/Risikocontrolling sowie weitere Kontrollfunktionen und die dritte Linie die interne und externe Revision.

Hauptaufgaben eines zentralen Risikomanagements sind dabei:

37

- Koordination des Risikomanagementprozesses und Berichterstattung an Vorstand/Geschäftsleitung;
- Unabhängige Überwachung besonders volatiler Risiken/Limitkontrolle;
- Wahrnehmung der Richtlinienverantwortung im Risikomanagementprozess, u. a. durch Überwachung der Richtlinien, der Verfahrensabläufe, der angewandten Methoden;
- Ausübung einer umfassenden Beratungsfunktion für alle Prozessbeteiligten zur Anwendung adäquater Instrumente und Methoden;

45 IIA *The Institute of Internal Auditors*, IIA Position Paper: The three lines of defense in effective risk management and control, Altamonte Springs 2013.

46 Das „Three Lines“ Model des International Institute of Auditors (IIA) ist eine Überarbeitung des „Three Lines of Defense“ Modells, die etwas mehr Flexibilität zwischen erster und zweiter Linie lässt, vgl. IIA *The Institute of Internal Auditors*, IAA Exposure Document: Three Lines of Defense, o.O. 2019 und IIA *The Institute of Internal Auditors*: The IIA's Three Lines Model, Lake Mary 2020.

Dritter Teil: Risikomanagement

- Hilfen zur effizienten Risikobewirtschaftung;
- Konzeptionelle Weiterentwicklung des Risikomanagementsystems;
- Risikoaggregation, Risikokennzahlen (z. B. Value-at-Risk) und Projekte der mittelfristigen Unternehmensplanung;
- Unterstützung der Entscheidungsfindung als „independent second opinion“ im Rahmen eines „Three Lines Of Defense“ Modells⁴⁷ und Überwachung der durchgeführten Maßnahmen.

Grundlegend ist es im Rahmen eines „dezentralen Konzeptes“, die Erfolgsverantwortung der operativen Einheiten nicht anzutasten. Im Gegenteil werden den Entscheidungsträgern durch die transparente Abbildung der Risiken und der Marktrahmenbedingungen **zusätzliche Instrumente** an die Hand gegeben, die erforderlichen Entscheidungen zu treffen und diese auch in der Folge als rational, nachvollziehbar und im Prinzip geeignet zu vertreten. Für die wesentlichen Risiken existieren **operative Systeme zur Risikohandhabung** (Richtlinien, Handbücher, Limite).

- 38 Die zentrale Einheit ist als Prozesseigner verantwortlich für die **Einheitlichkeit** des Risikomanagementsystems (Definitionen, Methoden, Aggregation, Abläufe etc.) und treibt die **Qualität** der Risikoprozesse (Analyse, Bewältigung etc.) **in den operativen Einheiten**. Als Kunstfehler gilt, wenn die zentrale Risikomanagementeinheit direkt Entscheidungen bezüglich der Geschäfte trifft. Diese obliegen dem verantwortlichen Management der operativen Einheit. Falls aber eine positive Entscheidung zu einem bestimmten Geschäft getroffen wurde, können sehr wohl Vorschläge zur geeigneten Ausgestaltung (z. B. risikoreduzierende Maßnahmen) kommuniziert werden.
- 39 Es ist Aufgabe des Prozesseigners, in nicht eindeutigen Fällen bestimmte **Risiken** den Risikoeignern **verbindlich zuzuordnen**. Hier sind neben den operativen Einheiten auch die Querschnittseinheiten der Zentrale (z. B. Personal- und Finanzabteilung) angesprochen. In Zweifelsfällen hat es sich bewährt, demjenigen die Verantwortlichkeit für ein Risiko zuzuweisen, der die Möglichkeit hat, es auch entsprechenden Maßnahmen zuzuführen.

Der Prozesseigner sollte innerhalb des Unternehmens eine Einheit sein, die **unabhängig** vom operativen Geschäft tätig ist. Nur so lässt sich verhindern, dass dieser in sich abzeichnenden kritischen Situationen seiner Rolle auch ohne falsche Rücksichtnahme nachkommt.

- 40 Für eine zentrale Risikomanagementeinheit sind unabhängig von der Größe des Unternehmens oder des Umfangs des betriebenen Geschäfts zwei Felder we-

47 Das „Three Lines“ Modell des International Institute of Auditors (IIA) ist eine Überarbeitung des „Three Lines of Defense“ Modells, die etwas mehr Flexibilität zwischen erster und zweiter Linie lässt, vgl. *IIA The Institute of Internal Auditors*, IIA Exposure Document: Three Lines of Defense, o.O. 2019 und *IIA The Institute of Internal Auditors: The IIA's Three Lines Model*, Lake Mary 2020.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

sentlich: die **Methodenkompetenz**⁴⁸ und die **Kommunikationsfähigkeit** in Richtung der Risikoeigner und der Entscheidungsträger. Das erste Kompetenzfeld versteht sich von selbst, das zweite bedeutet einen fortwährenden Überzeugungsprozess in beide Richtungen, um Nutzen und Akzeptanz für beide Gruppen nachvollziehbar zu machen. Dabei ist die adäquate Darstellung und Transparenz der Risiken nur der erste Schritt, um die letztlich entscheidenden Maßnahmen zur Risikobeeinflussung zu fundieren. In einem gut etablierten System weicht dann die Überzeugungsarbeit mehr und mehr der kontinuierlichen gemeinsamen kooperativen Prozessverbesserungsarbeit.

Vielfach wird in den Energiehandelsunternehmen eine **Trennung** vollzogen 41 zwischen einer markt- und kreditrisikoorientierten Einheit und einer Einheit, die sich mit den „anderen Risiken“ (als Prozesseigner für den Risikomanagementprozess nach dem KonTraG⁴⁹) befasst. Die markt- und kreditrisikoorientierte Einheit – zumeist als **Risikocontrolling** bezeichnet – ist in solchen Fällen oft sehr quantitativ **und** die „**KonTraG-Einheit**“ eher qualitativ (z.B. werden Risiken und Eintrittswahrscheinlichkeiten nur als „groß/mittel/klein“) ausgerichtet. Nach dem Ansatz des KonTraG sind alle wesentlichen Risiken einzubeziehen, so auch schon nach Basel II⁵⁰, z.B. insbesondere auch operationelle Risiken. Vor diesem Hintergrund muss eine Zweiteilung auf der höchsten Ebene der Risikomanagement-Organisation kritisch hinterfragt werden. Es werden **wertvolle Synergieeffekte verschenkt**. Bewährt haben sich Risikomanagementeinheiten, in welchen technisch, ökonometrisch und kaufmännisch ausgebildete Risikomanager die gelegentlich vorhandene Betriebsblindheit der operativen Manager überbrücken helfen. Auch wenn die Kombination verschiedener Ansätze und Sichtweisen zuerst mehr zeitlichen Aufwand bedeutet, so zahlen sich diese in den Ergebnissen, speziell der analytischen Durchdringungstiefe, klar aus. Unabhängig von der klassischen Risikomanagement-Einheit kann es im Geschäftsprozess sinnvoll sein, eine Einheit einzuführen, die sich dem kontinuierlichen Verbesserungsprozess operativer Risiken/Schäden zuwendet und die wegen der Risikoverantwortung der Linienfunktion an die Handelsleitung berichtet. Als nicht adäquat sehen die Autoren hingegen an, wenn die Risikoeinheit für Markt- und Kreditrisiken des Handels an die Handelsleitung statt an die zentrale Risikoeinheit berichtet, da dies dem Prinzip bestmöglichster Funktionstrennung widerspricht.

48 In Bezug auf die betriebenen Geschäfte; die zentrale Einheit muss die Fragestellung beantworten, welche Risikoverfahren und Risikomessmethoden adäquat sind.

49 Gesetz vom 27.04.1998, BGBl. I, S. 786 vom 30.04.1998, Inkrafttreten: 01.05.1998.

50 Vgl. *Basel Committee on Banking Supervision*, Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen: Überarbeitete Rahmenvereinbarung, Basel 2006, abrufbar unter <https://www.bis.org/publ/bcbs128ger.pdf> (21.12.2020). Bezüglich Veränderungen s. <https://www.bis.org/press/p090116.htm> (21.12.2020) und <https://www.bis.org/publ/bcbs/basel2enh0901.htm> (21.12.2020). Basel III 2010 (2011 überarbeitet), abrufbar unter <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf> (21.12.2020).

Dritter Teil: Risikomanagement

- 42 Als sinnvoll hat sich die **Einrichtung von Risikoausschüssen** erwiesen. Diese haben zum einen ihre Aufgabe darin, Entscheidungen, die von Unternehmensorganen in vorher festgelegtem Ausmaß an den Ausschuss delegiert wurden, zu treffen. Zum anderen sind Risikoausschüsse wichtige Instrumente, das Risikobewusstsein sowie die Risikokommunikation zu verbessern und zu stärken. Die in den Risikoausschüssen gefällten Entscheidungen können **Einzelfallentscheidungen** über spezielle Geschäfte sein⁵¹ **oder strukturelle Entscheidungen**.⁵² Es liegt nahe, dass die Mitglieder des Gremiums die erforderlichen Qualifikationsfelder abdecken sollten. So sollten neben der Marktseite und der Überwachungsseite⁵³ eines Energiehandels gegebenenfalls auch Spezialisten aus dem Rechnungswesen, der Rechtsabteilung oder steuerliche Berater mitwirken bzw. bei relevanten Entscheidungen kooptiert werden.

Was die Aufgabe der Ausschüsse bezüglich der Risikokommunikation anbelangt, so können die für Risikolagen besonders anfälligen Schnittstellen – zwischen Betriebsabteilungen oder Unternehmen eines Konzerns – mittels eines **übergreifenden** Risikoausschusses transparenter gestaltet werden. Insgesamt haben Risikoausschüsse auch ein positives Potential für den auch im Gesetz verankerten **Gedanken der Frühwarnung** vor „den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende[n] Entwicklungen“.⁵⁴ Untergeordnete Risikoausschüsse könne auch gut dafür geeignet sein, Entscheidungen für übergeordnete Ausschüsse vorzubereiten, so z. B. technische Fragestellungen und mandatsspezifi-

51 Im Rahmen einer verliehenen Kompetenz, z. B. bei Banken üblich.

52 Z. B. den Handel mit einer bestimmten Produktgruppe in einer bestimmten Region aufzunehmen. Die Einführung neuer Produkte stellt eine besondere Anforderung an alle Prozesse, Systeme und die Risikomodellierung dar und sollte deshalb detailliert geregelt sein. *BaFin*, MaH, Kap. 2.3 hierzu: „Die Aufnahme von Geschäften (Testphase) in neuartigen Produkten oder neuen Märkten ist von dem zuständigen Geschäftsleiter auf der Grundlage eines umfassenden und detaillierten Konzeptes vorab zu genehmigen; die Geschäftsleitung ist unverzüglich von der Geschäftsaufnahme zu unterrichten. Während der Testphase sollen Geschäfte nur in überschaubarem Umfang aufgenommen werden. In die Testphase sollen alle später in die Arbeitsabläufe eingebundenen Stellen einschließlich der Revision im Rahmen ihrer Aufgaben eingeschaltet werden. Es ist sicherzustellen, daß der laufende Handel in den neuen Produkten oder Märkten erst beginnt, wenn die Testphase erfolgreich abgeschlossen ist, die Geschäftsleitung zugestimmt hat und die notwendigen internen Arbeitsanweisungen, entsprechend qualifiziertes Personal und eine angemessene technische Ausstattung bereitstehen sowie Risikokontrollsysteme vorhanden sind.“ MaH: Verlautbarung über die Mindestanforderung über das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute vom 23. 10. 1995 (Gz.: I 4-42-3/86), aufgehoben durch Rundschreiben 18/2005 (BA) vom 20. 12. 2005 – Mindestanforderungen an das Risikomanagement. Aktuelle Fassung: *BaFin*, Rundschreiben 9/2017 (BA) vom 27. 10. 2017 (Gz.: BA 54-FR 2210-2017/0002) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), vgl. a. Fußnote 12. Zur Begründung, warum hier nach wie vor z. T. auch auf die MaH abgestellt wird, obwohl diese durch die MaRisk ersetzt wurden.

53 Siehe hierzu Kap. V. 2. a.

54 § 91 AktG.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

sche/limitspezifische Fragen zu klären um auf diese Weise Entscheidungen im höchsten Entscheidungsgremium effizienter zu machen.

Abbildung 4 zeigt die Zuordnung der Gegenstandsbereiche von Risikomanagement und Risikocontrolling im Rahmen eines **ganzheitlichen Risikomanagementsystems**. Das Risikomanagement (nach KonTraG⁵⁵) widmet sich allen Risikofeldern, also auch den Marktpreis- und Kreditrisiken. Die Marktpreis- und Kreditrisiken werden auf Grund der Schnelligkeit von potentiellen Veränderungen börsentäglich durch das Risikocontrolling überwacht und berichtet.⁵⁶ In dieser Sicht stellt das Risikocontrolling einen spezialisierten Zweig des Risikomanagements dar.

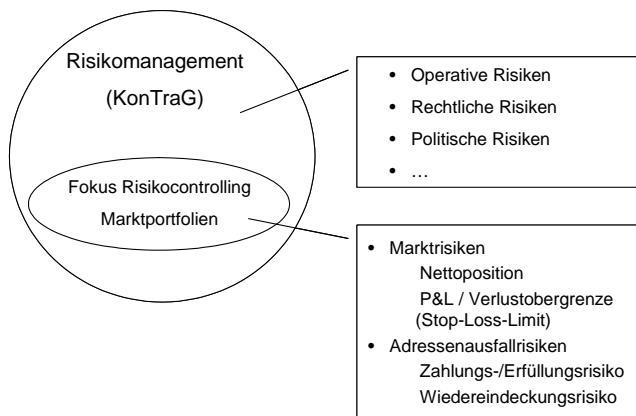


Abbildung 4: Überblick Risikomanagement und Risikocontrolling

Quelle: Eigene Darstellung

2. Verzahnung der Risikomanagement-Organisation mit anderen Kontroll- und Überwachungsfunktionen

Die Koordination des Risikomanagementprozesses mit den anderen Kontroll- und Überwachungsfunktionen des Unternehmens ist zentral für den Erfolg. 44

Wie in Kapitel II. 1 dargelegt, kann als **Bezugsgröße für ein Risiko der Planwert** herangezogen werden. Eine eventuell negative Abweichung von diesem Planwert ist definitorisch ein Risiko. Prozesseigner des Planungsprozesses ist das Controlling. Auch wenn in der betrieblichen Praxis hierbei gelegentlich strategische Einheiten, wie z.B. eine Unternehmensplanung eine starke Rolle spielen können, so übernehmen sie an dieser Stelle funktional Aufgaben aus dem **Kernbereich eines Controllings**.

55 Gesetz vom 27.04.1998, BGBl. I, S. 786 vom 30.04.1998, Inkrafttreten: 01.05.1998.

56 Vgl. hierzu Kap. VI. 1. c.

Dritter Teil: Risikomanagement

Die Ergebnisse aus dem Risikomanagementprozess werden spätestens im Rahmen des nächsten Planungsprozesses zur Anreicherung der Faktenbasis genutzt. Auch ist es interessant, die Risiken – also die Schwankungsbreiten um den geplanten Wert – in den unterjährigen Soll/Ist-Vergleich und die Prognose einzubeziehen.

Ein wesentlich generellerer und damit modernerer Ansatz als die Abweichung vom Plan als das maßgebliche Risiko zu definieren ist es, stattdessen die durch die Aufsichtsgremien oder die Konzernleitung vorgegebenen konkreten Ziele und das Risiko der Abweichung von denselben zu analysieren. Dies können dann Kenngrößen wie FFO/A.N.D. (adjusted net debt), ROCE, ROI, Reputationskennzahlen, Kundenzufriedenheit, Kennzahlen für Nachhaltigkeit oder Arbeitssicherheit usw. sein, die über einen klassischen Planwert weit hinausgehen.

- 45 Der Logik des Risikomanagementprozesses – und hier speziell seiner Einbettung in das interne Steuerungs- und Kontrollsystem – entspricht es, dass die Aufbau- und Ablauforganisation des Risikomanagementprozesses auf seine Eignung und die tatsächliche Praxis von der **internen Revision** (third line of defence) zu prüfen ist.⁵⁷ Hierüber ist der Geschäftsleitung bzw. dem verantwortlichen Geschäftsleiter Bericht zu erstatten.⁵⁸ Insofern wäre es ein grober Fehler, den Risikomanagementprozess (second line of defence) selbst der Revision zuzuordnen. Sie müsste dann im Anschluss ihre eigene Ausgestaltung und Aktivitäten prüfen.

Da sich in der betrieblichen Praxis die **risikoorientierte Prüfung**⁵⁹ zunehmend durchgesetzt hat, ist es sinnvoll, dass die Revision den Risikomanagementprozess informatorisch eng begleitet. D.h., dass sie Zugang zu den Erkenntnissen des Risikomanagementprozesses hat und ihrerseits Erkenntnisse aus ihren Prüfungen einbringt.

- 46 Abbildung 5 stellt Definitionen von Risiko und Risikomanagement in einen Zusammenhang mit dem hierfür erforderlichen Informationsprozess sowie den hauptsächlichen innerbetrieblichen Schnittstellen, d.h. den anderen Akteuren des betrieblichen Steuerungs- und Kontrollsysteams.

57 Zur organisatorischen Trennung von first line und second line siehe auch Abbildung 9.

58 In der Praxis ist die jährliche Prüfung – mit unterschiedlichen Schwerpunktlegungen über die Jahre – Standard. Detailprüfungen zu einzelnen Risikothemen sind im Energiehandel darüber hinaus die Regel.

59 Siehe hierzu: „Deutsches Institut für Interne Revision e. V.“, <http://www.diir.de/> (05.08.2020).

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

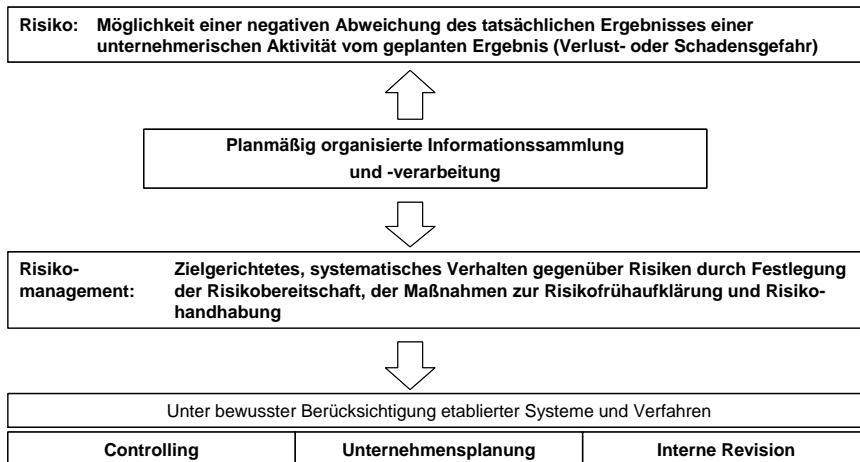


Abbildung 5: Begrifflichkeit Risiko und Risikomanagement

Quelle: Eigene Darstellung

Ein über die Entwicklungen und Diskussionen im modernen Risikomanagement orientierter Wirtschaftsprüfer wird das **Spannungsverhältnis** zwischen dem manchmal noch unentwickelten und unvollkommenen Status Quo und dem im positiven Sinne Machbaren⁶⁰ mit einem **Konzept einer „lernenden Organisation“**⁶¹ beantworten. Ein stabiles, und vor allem auch die wichtigen und zentralen Dimensionen „Risikokommunikation“ und „Risikobewusstsein“ integrierendes Risikomanagementsystem kann nicht mittels eines einmaligen Aktes – auch nicht mit externer Unterstützung – geschaffen werden. Es muss über mehrere Iterationen entwickelt und für das Unternehmen „maßgeschneidert“ werden. Ein orientierter Wirtschaftsprüfer wird diesen Prozess durch Hinweise unterstützen und gegebenenfalls treiben.

47

In der Praxis werden ab einer gewissen Größenordnung des Energiehandels vom Prüfungsleiter erfahrene Bankenprüfer der **Wirtschaftsprüfungsgesellschaft** hinzugezogen. Diese bringen zum Beispiel die strikte **MaRisk-Orientierung**⁶² als **state-of-the-art** ein und sind ihrerseits einem Lern- und Erfahrungs-

60 Der Wirtschaftsprüfer agiert hier sicherlich auch im Spannungsfeld zwischen dem kurzsichtigen Mandanteninteresse (Ressourcen einzusparen, statt auf die Effekte zu achten) und seiner Mandatierung in der Zukunft.

61 Siehe https://de.wikipedia.org/wiki/Lernende_Organisation (05.08.2020).

62 Die MaRisk sind u.a. aus den „Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute“ (MaH) entstanden, vgl. MaH: Verlautbarung über die Mindestanforderung über das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute vom 23.10.1995 (Gz.: I 4-42-3/86), aufgehoben durch Rundschreiben 18/2005 (BA) vom 20.12.2005, aufgehoben durch Rundschreiben 5/2007 (BA) vom 30.10.2007, aufgehoben durch Rundschreiben 15/2009 (BA) vom 14.08.2009, aufgehoben durch Rundschreiben 11/2010 (BA) vom 15.12.2010, aufgehoben durch Rundschreiben 10/2012, welches durch die aktuelle Fassung Rundschreiben 09/2017 (BA) vom

Dritter Teil: Risikomanagement

prozess ausgesetzt. Bankenprüfer sind, gerade wenn sie häufiger bei Großbanken geprüft haben, eine viel tiefere Arbeitsteilung, Spezialisierung und auch Akademisierung der Kommunikation von Methoden sowie Ergebnissen gewohnt, als dies in Energieversorgungsunternehmen üblich ist. Die Einschaltung des Risikocontrollings als Mittler kann hier hilfreich sein.⁶³

IV. Ablauforganisation Risikomanagement

- 48 Neben den regelmäßig wiederkehrenden Abfrageroutinen des Risikomanagementprozesses sind **gewichtige Risiken** vom Risikoeigner **ständig zu beobachten**. In der Regel gehört dies sowieso zu seinen Verpflichtungen. Hier können Aufgriffsgrenzen definiert werden, die **Ad-Hoc-Meldungen** außerhalb der normalen Berichtsketten auslösen. Für das Eintreten von kritischen Situationen bzw. den drohenden Eintritt von gewichtigen Risiken sind vorlaufende Indikatoren zu bestimmen. Aus dem Geschäft heraus dürfte es bei einigen Prozessen naheliegende Indikatoren geben (wie z. B. Altersstruktur bei Forderungsbeständen, Versorgungsausfall bei Kunden in Minuten), die sich in der Praxis schon bewährt haben. Für andere Risiken (z. B. Änderungen bei den regulatorischen Rahmenbedingungen) ist dies erfahrungsgemäß schwieriger, will man falsche Signale (auch positiv falsche⁶⁴) vermeiden.
- 49 **Adressaten** dieser Ad-Hoc-Meldungen sind die Entscheidungsträger und die Risikomanagementeinheit als Prozesseigner. Die Ad-Hoc-Meldungen müssen unbedingt mit eindeutigen Prozeduren unterlegt werden. Wer hat in diesen Situationen was und in welchem Zeitraum zu entscheiden? Bestimmte Risikolagen sind vorab mit Maßnahmenplänen zu unterlegen.
- 50 Allgemein wird in der einschlägigen Fachliteratur und von Unternehmensberatern, die den Aufbau von Risikomanagementsystemen begleiten, gefordert, dass **klare Vorgaben des Managements** (auch der Eigentümer bzw. sonstigen Stakeholder) hinsichtlich der zu verfolgenden Risikophilosophie und des Risikoap-

27.10.2017 (Gz.: BA 54-FR 2210-2017/0002) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) ersetzt wurde. Die MaH können jedoch für die Praxis in EUV nach wie vor in Punkten, die darin detaillierter geregelt waren als in den MaRisk, als Orientierung herangezogen werden. Nach Ansicht der Autoren sind die MaH in verschiedenen Punkten nach wie vor geeignet, best practice im Risikocontrolling zu veranschaulichen, so dass im weiteren Beitrag auch an einigen wenigen Stellen auf sie eingegangen wird.

63 Vgl. Kap. V. 3. f.

64 „A **false positive error**, or in short a **false positive**, commonly called a „**false alarm**“, is a result that indicates a given condition exists, when it does not.“ https://en.wikipedia.org/wiki/False_positives_and_false_negatives#Type_I_error (04.08.2020). Für den betrieblichen Alltag formuliert: ein Frühwarnsystem zur Aufdeckung von Bonitätsverschlechterungen bei Kunden bzw. zur Verhinderung von Zahlungsausfällen, ist beispielsweise zu scharf justiert, wenn über den Betrachtungszeitraum an sich stabile Kunden als Geschäftspartner abgelehnt werden. Eine so genannte „Trade-off-Situation“, je weniger gute Kunden abgelehnt werden sollen, desto wahrscheinlicher ist es, dass auch wieder schlechte Kunden in das Portfolio kommen.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

petits am Anfang stehen müssen.⁶⁵ Hier sollte stark auf den Prozesscharakter abgestellt werden. Der iterative Risikomanagementprozess ist gerade ein perfektes Vehikel, um die Risikophilosophie konkret auszuformulieren und im Unternehmen zu etablieren. Der **Risikoappetit** („welches Risiko bin ich bereit für welches Ergebnis einzugehen?“)⁶⁶ bedarf konkreter Auseinandersetzungen mit dem Markt und den eigenen Möglichkeiten und muss an den Ergebnisanforderungen gespiegelt werden. Die wesentliche Frage hierbei ist: Passen Marktgegebenheiten, Ergebnisanforderungen und Risikoappetit zusammen? Die Begründbarkeit der Entscheidungen ist insofern auch Ergebnis des Risikomanagementprozesses, trägt sie doch Maßgaben in das Unternehmen – ist also konkret handlungsanleitend – und bietet den Vorteil der argumentativen Nachvollziehbarkeit. Fragestellungen aus der **Corporate-Governance-Diskussion** („warum wurde so und nicht anders entschieden?“) werden hier unterlegt.⁶⁷

Zugespitzt formuliert ist der dokumentierte Risikomanagementprozess zweitrangig, bzw. nur für die Kontrollgruppen wie die Wirtschaftsprüfer interessant. Professionell durchgeführt hinterlässt der Risikomanagementprozess viele positive Wirkungen im Unternehmen: das Geschäftsmodell mit seinen Chancen und Risiken wird beleuchtet und konkretisiert, Sensitivitäten abgebildet (wovon hängen verschiedene Faktoren ab) und Maßnahmenpakete oder auch Toleranzen für bestimmte Situationen werden bereitgestellt.

Dieser Prozess führt zu immer **konkreteren Informationen und verfeinerten Richtlinienwerken**, die nur mit einem robusten Ablauf zu **ordnen und auszuwerten** sind. Entsprechende Softwarepakete sind notwendig. Gestartet wird meist mit handelsüblichen Standard-Anwendungen (Textverarbeitung, Datenbank, Tabellenkalkulation). Im Mittelpunkt der ersten Phase steht die Verständigung über verbindliche Definitionen, das Einspielen der Abläufe und die Organisation der Datenflüsse. Durch das Nutzen von meist ohnehin vorhandenen Softwarepaketen, hält man nicht nur die Kosten gering und erhöht die Akzeptanz der Nutzer, sondern kann auch die Daten- und Programmstrukturen besser durchschauen und analysieren (im Gegensatz zu „Black-Box-Lösungen“).

⁶⁵ Z. B. *Merbecks/Stegemann/Frommeyer*, Intelligentes Risikomanagement: Das Unvorhersehbare meistern, 1. Auflage, Frankfurt 2004. (Der Untertitel führt etwas in die Irre, es gilt auch das Vorhersehbare z. B. Frequenzschäden, zu managen. Der Verfasser.), S. 45: „Risiko als strategische Managementaufgabe“. Von der Kommandobrücke aus soll das Unternehmen umgestaltet werden. Dabei werden die Potentiale des Konzeptes einer lernenden Organisation mitunter aus den Augen verloren: mit einem realistischen Schritt in die richtige Richtung anfangen und weitermachen, dabei Sackgassen vermeiden. Überblick ist notwendig, aber auch ein starker Fokus auf die vorhandene Expertise und das Können der operativen Einheiten. Für eine zugespitzte Kritik an allzu gradlinigen Konzepten siehe *Baecker/Kluge*, Vom Nutzen ungelöster Probleme, 1. Auflage, Berlin 2003.

⁶⁶ Vgl. Kap. VII. 1.

⁶⁷ Vgl. *Pfizer/Oser/Orth*, Reform des Aktien-, Bilanz- und Aufsichtsrechts, 3. Auflage, Stuttgart 2009. Aktuell lässt sich die Diskussion verfolgen unter: <http://www.drsc.de>, vom Deutsches Rechnungslegungs-Standards-Committee e. V. (09. 10. 2020).

Dritter Teil: Risikomanagement

Wenn der Prozess sich eingespielt hat, werden sich die **Anforderungen an eine Unterstützung der Arbeitsabläufe und von Analysemöglichkeiten erhöhen**. Fortgeschrittene Benutzerhierarchien, bequeme Erinnerungen an notwendige Eingaben, logische Eingabeprüfungen oder Simulationen von Multifaktormodellen mit entsprechender Kennzahlenermittlung werden von integrierten Softwarelösungen angeboten.

Aber auch vor diesem Schritt lassen sich angepasste Wachstumskonzepte mit verschiedenen Softwarepaketen umsetzen. Softwarelösungen, die die Arbeitsabläufe und die Dokumentation unterstützen, lassen sich mit preiswerten **Simulationstools für Standard-Software** anspruchsvoll erweitern. So können die wichtigen Informationsflüsse organisiert werden und die wesentlichen Parameter der Modellbildung zunächst in einfacherer und übersichtlicher Form durchgespielt werden. Solche Lösungen bieten aber nicht nur Ausbildungseffekte, sondern potenziell eine echte Unterstützung für das Geschäft. Ist es normalerweise ab drei bis vier Faktoren kaum noch möglich, das Zusammenspiel dieser in unterschiedlichen Situationen abzuschätzen, so ist es mit den erwähnten Simulationstools in der Praxis ohne weiteres möglich, deutlich mehr Risiken und Funktionen z.B. einer streng definierten **Monte-Carlo-Simulation**⁶⁸ zu unterziehen. Es wird damit nicht nur ein Vergleich verschiedener Risikozahlen im Zeitverlauf möglich, sondern – für das Unternehmen eventuell interessanter – auch eine **Analyse der Sensitivitäten**. Solche Erkenntnisse führen zu einem explizierten Geschäfts- und Marktmodell inklusive der erforderlichen Stellschrauben für die Maßnahmen.

1. Prozessschritte des Risikomanagementprozesses

- 52 Ein praktisches Beispiel für die Prozessschritte des Risikomanagementprozesses zeigt Abbildung 6.

Bewährt hat sich das **Zusammenwirken einer zentralen Stelle** als Prozesseigner des Risikomanagementprozesses **und** den weiter vollständig für ihre Risiken verantwortlichen **operativen Einheiten**.⁶⁹ In der Praxis ergeben sich im Ablauf verschiedene Schwerpunkte in der Zusammenarbeit zwischen der zentralen Stelle und den Risikoeignern.

68 Vgl. Kap. VI. 3. a. bb. und Kap. VI. 3. c.

69 Zum Konzept der dezentralen Risikoverantwortlichkeit siehe Kap. III. 1.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel



Abbildung 6: Prozessschritte des Risikomanagementprozesses

Quelle: Eigene Darstellung

Die **Risikoidentifikation** stellt eine Kernkompetenz der Risikoeigner dar. Sie ist eine Grundvoraussetzung zur Beherrschung der dem Geschäftsprozess innerwohnenden Risiken. Die zentrale Stelle hinterfragt, plausibilisiert und führt ex-sowie interne Drittvergleiche durch. Zumeist haben routinierte Risikoeigner ein durchaus realistisches Bild der Risiken, haben dies aber nicht expliziert. Es bestehen Kopfmonopole einzelner Personen, die aus einem Erfahrungswissen heraus handeln. Dieses Wissen der Praktiker kann angesetzt werden, um es zu qualifizieren, für das Unternehmen zu sichern und weniger anfällig für Fehleinschätzungen – gerade bei Veränderungen des bisherigen Markttrends – zu machen.

Bei den Prozessschritten Risikoanalyse und Risikobewertung sollte die zentrale Stelle nicht nur die einheitlichen Definitionen und Richtlinienwerke zur Verfügung stellen, sondern den **Prozess mit der Einbringung von eigenen Kompetenzen aktiv unterstützen**. Das bietet sich gerade im Bereich statistischer Analysen an. Nicht selten sind Datenreihen über den Risikoverlauf (z. B. als Schadensstatistik oder auch als Schadensmeldung für die Versicherung) in der operativen Einheit vorhanden. Diese gilt es mit der entsprechenden Methodenkompetenz zu erschließen und so auch in die Entscheidungsprozesse einzubeziehen. Das bloße Administrieren von Risikomeldungen erbringt keinen betrieblichen Mehrwert. Notwendig zur Durchsetzung eines Qualitätssprungs ist natürlich, dass solche Qualifikationen bei der zentralen Risikomanagementstelle vorhanden sind. Um von den Risikoeignern letztlich akzeptiert zu werden, muss bei der zentralen Stelle **Geschäftsverständnis und sehr ausgeprägte kommunikative Kompetenz** vorhanden sein. Bewährt haben sich **gemischte Teams**: Neben Kaufleuten (auch ursprünglich branchenfremde etwa von Banken) sollten auch technisch geprägte (z. B. Ingenieure) und in statistischen Fragestellungen geschulte (z. B. von Versicherungen) Mitarbeiter vorhanden sein. So wird

53

54

Dritter Teil: Risikomanagement

man eine eventuelle Betriebsblindheit verhindern können und für die operativen Einheiten einen Mehrwert erbringen können.

- 55 Die Entscheidungen zur Risikobewältigung sind vom Rahmen her („Risikoappetit“ und Risikophilosophie) von der **Geschäftsleitung** zu treffen. In diesen Grenzen sind die operativen Einheiten verantwortlich. Hier ist dann zu entscheiden, ob man ein Risiko aushalten, auf fremde Dritte (z. B. Versicherung) überwälzen will oder in die Verhinderung des Eintritts bzw. die Abmilderung der potentiellen Folgen investieren will. Die Risikomanagementeinheit sieht ihre Verantwortlichkeit darin, Transparenz über das Risiko, dessen Auswirkungen und vielleicht auch andere operative Einheiten betreffen, und die Eignung der Maßnahmen herzustellen. Entscheidungen über die Risikobewältigung sind von ihr nicht zu treffen, um die Verantwortlichkeiten nicht zu verwässern. Allerdings ist von ihr zu überprüfen, ob aus Konzernsicht/Unternehmenssicht Maßnahmen sinnvoll sind. Hierzu ist auf das gesamte Risikoportfolio zu blicken, d. h. der marginale Risikoreduktionsbeitrag im Portfolio (und nicht der absolute der Standalone Maßnahme) zu berechnen und dieser ins Verhältnis zu den Mitigationskosten zu setzen. Falls ein Mindeststandard festgelegt werden soll, so hat die Geschäftsleitung hierüber zu entscheiden. Die **Ertüchtigung von Maßnahmepaketen** tritt nach den anfänglichen Zyklen des Risikomanagementprozesses – in dessen Mittelpunkt erst einmal Vollständigkeit und dann Genauigkeit bei der Risikobewertung stehen – immer mehr in den Mittelpunkt.
- 56 Die **Risikoaggregation** liegt natürlich im Verantwortungsbereich der zentralen Stelle. Schon auf Grund der Ausgleichseffekte – die fast jedes reale Portfolio aufzuweisen hat – führt eine einfache Addition der einzelnen Risikowerte zu einer **Überschätzung**.⁷⁰ Das mag im Sinne einer vorsichtigen Einschätzung der bessere Fehler sein, wäre aber z. B. für die Fundierung von Maßnahmen und Entscheidungen nicht sachgerecht.
- 57 Die Risikoberichterstattung folgt dem vorher angelegten Schema. Die einzelnen Risikomeldungen gehen der zentralen Einheit zu und werden von dieser für die Entscheidungsträger kompiliert.⁷¹ Die **Dokumentation** für die internen und externen Prüfer hat die zentrale Einheit sicherzustellen.
- 58 Abbildung 7 zeigt einen **Vorschlag des COSO** (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission). Beeindruckt durch eine Anzahl größerer Unternehmenszusammenbrüche hat das COSO in 2001 ein Projekt ins Leben gerufen und PricewaterhouseCoopers beauftragt, ein Rahmenwerk zu entwickeln, das von Führungskräften direkt anwendbar ist. Das unternehmensweite Risikomanagement einer Organisation soll damit bewertet und verbessert werden können.⁷² Somit gibt das COSO Hinweise, um Ziele und Komponenten

⁷⁰ Grundlegend zur Portfoliotheorie vgl. *Markowitz*, Portfolio Selection, The Journal of Finance 7 (1) 1952, S. 77 [77 ff.].

⁷¹ Vgl. a. Kap. III. 1 u. Kap. VI. 1. c.

⁷² *COSO*, Enterprise Risk Management – Integrated Framework, Executive summary, o. O. 2004. Das Konzept wird im Zusammenhang mit anderen rechtlichen Rahmenbedingungen z. B. im Revisionshandbuch MaRisk des Deutschen Instituts für Interne

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

interner Kontrollsysteme – wie das Risikomanagementsystem – zu explizieren, aufeinander abzustimmen und zu beurteilen.

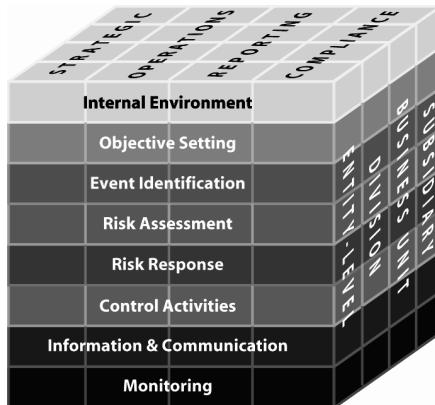


Abbildung 7: Risikomanagement-Verfahren

Quelle: COSO, Enterprise Risk Management – Integrated Framework, Executive summary, o. O. 2004, S. 6

2. Risikofelder

a) Grundsätzliche Überlegungen

Im nunmehr aufgehobenen, durch das Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee e. V. erstellten, „Deutscher Rechnungslegungs Standard Nr. 5“ bezüglich der Risikoberichterstattung wurde gefordert: „Die einzelnen Risiken sind in geeigneter Form zu Risikokategorien zusammenzufassen“. „Beispielsweise kann eine Risikokategorisierung in (1) Umfeldrisiken und Branchenrisiken, (2) unternehmensstrategische Risiken, (3) leistungswirtschaftliche Risiken, (4) Personalrisiken, (5) informationstechnische Risiken, (6) finanzwirtschaftliche Risiken und (7) sonstige Risiken erfolgen.“

Generell können solche Übersichten zur **Komplettierung der Risikoerfassung** 59 sinnvoll sein, für die Entscheidungsfindung in einem voll ausgebauten Risikomanagementsystem sind sie, wegen der zahlreichen Interaktionen und weil es letztendlich unerheblich ist, aus welcher Risikokategorie ein sich materialisierendes Risiko stammt, jedoch irrelevant.

Revision e. V. dargestellt: <http://www.diir.de/fachwissen/revisionshandbuch-marisk/> (21.12.2020), S. 39 ff. Als Alternative wird gelegentlich der ISO 31000: 2009, abrufbar unter <https://www.iso.org/standard/43170.html> (21.12.2020), erwähnt. Da der ISO 31000 auf eine Vielzahl von Fällen anwendbar sein soll, gerät er viel zu allgemein.

Dritter Teil: Risikomanagement

- 60 Eine in Richtung **Industriebetriebe** und speziell auf **Elektrizitätsversorgungsunternehmen** zugeschnittene Systematisierung von Risikofeldern bietet Abbildung 8.

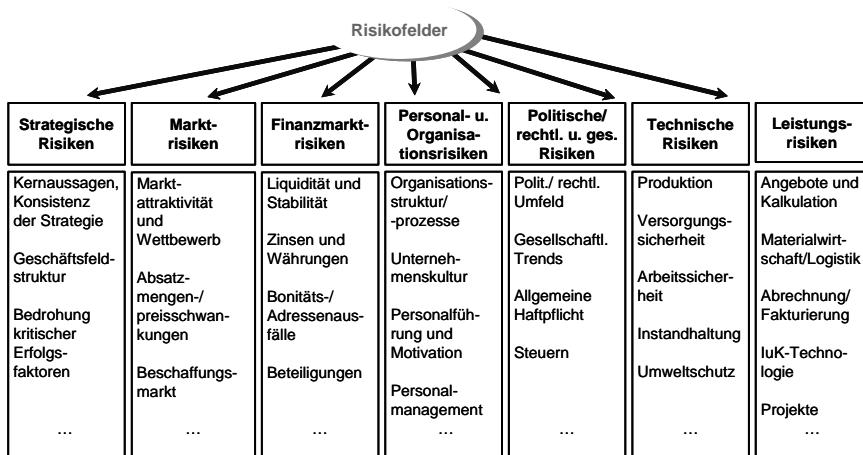


Abbildung 8: Beispiel für Risikokategorisierung

Quelle: Eigene Darstellung

b) Wichtigkeit der Risikofelder für die tägliche Praxis im Energiehandel

- 61 Für **Energieversorgungsunternehmen** sind die Risiken aus den potentiellen Veränderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen, hierunter auch den Steuer- und Abgabengesetzen, immens. Vor der Liberalisierung partizipierte die Branche von sehr geschützten Rahmenbedingungen, danach hat sich das Bild grundsätzlich geändert. Kerngeschäft der Branche ist es, hohe Investitionen auf einen Planungshorizont von etlichen Jahrzehnten zu tätigen. Werden dann die Rahmenbedingungen verändert, können millionenschwere **Stranded Investments** entstehen.⁷³ Solche Entwicklungen fordern und treiben die Qualität des Risikomanagements. Auch wenn eine Monte-Carlo-Simulation von zehn bis fünfzehn Einflussgrößen keine sichere Abbildung über eine Investitionsdauer von dreißig oder mehr Jahren bietet, so ist sie doch deutlich besser geeignet, ein Gefühl für die Wahrscheinlichkeiten bestimmter Entwicklungen zu bekommen, als eine Darstellung in drei Möglichkeitsverläufen (etwa best/base/worst) mit einem oder zwei Einflussfaktoren ohne Abbildung des Konfidenzniveaus.

⁷³ Zur Ausgewogenheit der Darstellung sei noch angemerkt, dass die Energiebranche mit dieser Problemlage der „Locked-in-Investitionen“ keineswegs alleine steht. Die Immobilienbranche investiert ebenso auf lange Frist. In der Halbleiterbranche und dem Anlagenbau oder der Pharmaindustrie werden beispielsweise ebenso große Investitionssummen bewegt, die Strafe des potentiellen Untergangs erfolgt sogar eventuell schneller.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Ein reines **Energiehandelsunternehmen**⁷⁴ ist dieser Problematik nur in sehr abgeschwächter Form ausgesetzt. Zwar hat man hier auch in Positionen und Portfolien investiert, aber gemäß der Marktliquidität dürften diese Investitionen im Normalfall überwiegend die zwei bis vier Frontjahre betreffen. Zudem hat man die Möglichkeit schon eingegangene Positionen wieder zu verändern (z. B. abzusichern), so dass man sich eben **nicht in einer nachhaltigen „Locked-in-Situation“** befindet.⁷⁵

Die Kreditausfall- und die Marktpreisrisiken werden im Kapitel VI behandelt. Diese sind, wenn sie durch eine professionelle Aufbau- und Ablauforganisation abgearbeitet werden, trotz hoher Nominalbeträge⁷⁶ in der Risikohandhabung gut beherrschbar.⁷⁷

Natürlich muss angesichts der hohen Volatilität des Marktes die jeweilige **Handelsstrategie** die konkrete Situation des Energiehandelsunternehmens wider spiegeln. Es ist in manchen Marktsituationen eben ein potentiell kostspieliger Unterschied, ob man eine offene Position⁷⁸ z. B. durch eine Gasturbine oder den Zugriff auf einen Reservepool eines größeren Verbundes schließen kann oder ob man einen extrem hohen Preis am Markt einfach zu akzeptieren hat.⁷⁹

74 Im Sinne von ausschließlich Handel, ohne Assets in Form von Kraftwerken und Endkunden.

75 Verändert ist diese Situation selbstverständlich, wenn das Handelshaus auch mit langfristigen, illiquiden Produkten handelt. In der Vergangenheit waren dies z. B. Geschäfte mit energieintensiven Industrien (Stahl, Chemie, Papier), die jedoch, wenn überhaupt, i. d. R. zumeist nur einen kleinen Anteil eines Portfolios ausmachten. Seit dem Anstieg der erneuerbaren Energieprojekte (vor allem Wind und Photovoltaik) werden hier nun mehr so genannte PPA (power purchase agreements) und CPPA (corporate power purchase agreements) gehandelt, mit denen sich Erzeuger/Projektgesellschaften, die ihr Risiko reduzieren möchten, oder große Verbraucher, die ihr Portfolio umweltfreundlicher gestalten möchten, absichern. Diese Verträge sind naturgemäß in der Regel langfristig und können Laufzeiten erreichen, die sich an langfristigen Investitionszyklen orientieren.

76 Nominalrisiko meint vor Ausgleichseffekten, Absicherung und weiteren Maßnahmen. Zum Beispiel weist ein Dreijahres-Stromhandelsvertrag ein erhebliches Vertragsvolumen auf. Aber bei Zahlungsverzug besteht nach etwa zwei Monaten die Möglichkeit, effektive Maßnahmen zu ergreifen. Dann besteht aber ein Wiederein deckungsrisiko bezogen auf den Abnahmekunden oder die Lieferleistung, vgl. Kap. VI. 4. a.

77 Siehe hierzu auch ein praktisches Beispiel von *Britta Berlinghof „Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna“* im Anhang dieses Buches.

78 Unter einer Position wird ein Kontrakt verstanden. Zumeist wird der Begriff als „offene Position“ verwendet, was bedeutet, dass ein Kontrakt (oder ein Portfolio aus Kontrakten) gehalten wird, für den (bzw. das) noch kein entsprechendes Gegengeschäft eingegangen wurde. Damit besteht für diesen Kontrakt bzw. das Portfolio das Risiko und die Chance durch Änderung der relevanten Marktpreise an Wert zu verlieren bzw. zu gewinnen.

79 Selbstverständlich könnte eine ähnliche finanzielle Situation wie mit einer Gasturbine grundsätzlich auch durch den Kauf von Finanzkontrakten erreicht werden. Die exakte Entsprechung ist in der Praxis jedoch häufig nur sehr schwer zu erreichen bzw. kostenaufwendig.

Dritter Teil: Risikomanagement

- 65 Ähnlich bestim mend für die Risikosituation eines Energiehandelsunternehmens sind die **operationellen Risiken**.⁸⁰ Ein Ausfall des Handelssystems würde das Unternehmen handlungsunfähig in einem bewegten Markt machen und zu einem beträchtlichen Reputationsschaden führen können. Hier ist eine redundante Ausstattung notwendig. Je nach Umfang des Handels ist eine komplette Ausstattung an einem anderen Ort⁸¹ oder der fallweise Zugriff auf die Kapazitäten eines größeren Verbundes notwendig.
- 66 Auch die **Abhängigkeit von der sonstigen IT-Ausstattung** ist sorgfältig zu analysieren. Hierfür sollte man auf gemischte Teams zurückgreifen. Der IT-Dienstleister hat gelegentlich die Sicht, dass der Preis der Applikation mit dem größten Risiko korreliert ist. Dem ist mitnichten so. Entscheidend ist der Einfluss auf das Geschäft und dieser ist schnittstellenübergreifend festzustellen. Ein Fehler bei der Fahrplananmeldung bzw. eine verspätete Anmeldung kann schnell hohe Kosten verursachen. Die Installation von Backup-Systemen ist demgegenüber preiswert.
- 67 Eine weitere Risikogruppe stellen **Personalrisiken** dar. „Menschliches Versagen“ oder etwas bescheidener formuliert menschliche Fehler wie z.B. ein Eingabefehler bei dem Einstellen eines Preises in das Handelssystem, lassen sich generell nicht ausschließen. Die Anzahl solcher Fehler (also die statistische Niveaubeeinflussung) lässt sich ebenso wie die Auswirkung solcher Fehler begrenzen.⁸² Nicht gut genug ausgebildete oder falsch ausgebildete Mitarbeiter, Kopfmonopole (schon im Geschäftsverlauf etwa bei ungeplanter Abwesenheit, erst recht bei Kündigung/Ersatzbedarf) gehören in diese Risikogruppe. Auch „weiche Faktoren“ wie mangelnde **Arbeitszufriedenheit** können negativ als fehlendes Verantwortungsgefühl oder gar in Einzelfällen kriminelle Handlungen hart als Schäden aufschlagen, während gute Qualifikation und hohe Motivation – nicht nur in den Geschäftseinheiten sondern auch in den Überwachungsfunktionen – u.U. den entscheidenden Erfolgsfaktor darstellen. Eine sicher anonymisierte Mitarbeiterbefragung zur Arbeitszufriedenheit gibt einer

-
- 80 *Basel Committee on Banking Supervision*, Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen – Überarbeitete Rahmenvereinbarung, Basel 2006, abrufbar unter <https://www.bis.org/publ/bcbs128ger.pdf> (05.08.2020), Abs. 644: „Operationelles Risiko ist die Gefahr von Verlusten, die infolge einer Unzulänglichkeit oder des Versagens von internen Verfahren, Menschen und Systemen oder infolge externer Ereignisse eintreten.“ Aktuelle Fassung von „Basel III: Finalising post-crisis“ vom Dezember 2017 ist hier einsehbar: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf> (05.08.2020).
- 81 Dass solche Fälle auch regelmäßig trainiert werden müssen, versteht sich als selbstverständlich. Wie die Pandemie COVID-19 zeigte, kann es auch notwendig sein, dabei normalerweise strikt geltende Regeln, wie das Verbot außerhalb des Handelsraumes zu handeln, pragmatisch – zumindest zeitweise – aufzuheben, um größere Risiken (in diesem Fall das Infektionsrisiko) bewältigen zu können, als das ursprünglich durch die Vorschrift zu handhabende Risiko.
- 82 Softwaregestützte Mehrfachkontrolle, Vier-Augen-Prinzip, Plausibilitätsprüfungen etc. Bezuglich Trade Surveillance unter der EU Market Abuse Regulation (MAR) vgl. näher Schwintowski, Teil 3 B. in diesem Handbuch.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

verantwortungsbewussten Geschäftsleitung die Möglichkeit einzuschätzen, wie die Situation im Unternehmen sich darstellt.

3. Exkurs: Leicht quantifizierbare vs. schwer quantifizierbare Risiken

Auch wenn die Verfasser den Anspruch vertreten, einen unternehmensweiten quantitativen Risikomanagementprozess durchzuführen, so ist natürlich in der Praxis festzustellen, dass dies auf Grund der unterschiedlichen Datenstrukturen oder gar zunächst **fehlender Daten** teilweise nicht ohne weiteres durchzusetzen ist. 68

Während für die Marktrisiken zumeist gute Datenhistorien existieren, die z. B. eine Value-at-Risk-Betrachtung angelehnt an BaFin-Standards – sowie darüber hinausgehende Verfahren⁸³ – erlauben, ist dies bei anderen Risiken vielfach nicht der Fall. Zur Risikoaggregation werden aber, um die Gesamtrisikoposition des Unternehmens zu beschreiben⁸⁴, entsprechende Verteilungen benötigt. Eine einfache Addition der Erwartungswerte führt in die Irre, da schon auf Grund des Portfolioeffektes nicht zu erwarten ist, dass alle Risiken gleichzeitig eintreten, d. h. Korrelationen werden hierbei außer Acht gelassen. Dies führt zu einer starken **Überschätzung des Risikos**, die für einen HGB-geprägten Wirtschaftsprüfer nach dem **Imparitätsprinzip** testatsfähig wäre, aber letztlich keine konkrete Entscheidungshilfe bei Handlungsalternativen für das Management und die operativen Einheiten bietet. 69

Ein Angebot für die Energiewirtschaft bietet die in Tabelle 1 wiedergegebene Darstellung des stark in der amerikanischen Energiewirtschaft verankerten „Committee of Chief Risk Officers“.⁸⁵ 70

Tabelle 1: Quantifiable versus Non-Quantifiable Risks

Quantifiable Risks	Principal Elements
Market/price risk	Price, volatility, liquidity, etc.
Credit/default risk	Counterparty default
Modelling/valuation risk	Model's ability to reflect reality
Financing/financial risk	Currency, interest rates, capitalization
Operations risk	Derating, forced outages, interruptions
Volumetric risk	Dispersion around expected supply and demand
Business continuity risk	Forced interruption of business activities
Financial/documentation reporting risk	Public reports
Environmental risk	Laws

83 Vgl. Kapitel VI. 5.

84 Vgl. Kap. II. 2.

85 *Committee of Chief Risk Officers, Volume 1: Introduction and Executive Summaries of CCRO Recommendations, 2002, S. 7.*

Dritter Teil: Risikomanagement

Difficult-To-Quantify Non-Quantifiable Risks	Principal Elements
Strategic/franchise risk	Business decisions and public opinion
Operational risk	Management of people, processes & controls
Staffing/organization risk	Number of resources
Regulatory	Laws or market rules and procedures
Political risk	Government constraints
Technological risk	Systems and the operating environment
Legal risk	Contract's enforceability

- 71 Analytisch ist angreifbar, dass hier generell unterschieden wird nach **leicht und schwer quantifizierbaren Risiken**. Z. B. wird nach Basel II⁸⁶ von Banken verlangt, alle wesentlichen operationellen Risiken statistisch zu erfassen und entsprechend mit Risikokapital zu unterlegen.

Letztlich ist diese Unterscheidung zwischen schwer und leicht quantifizierbaren Risiken nur **subjektiv** getrieben nach bisherigem Erfahrungsschatz (hierin auch gesicherten Statistiken) sowie der jeweiligen Bereitschaft zur Anstrengung und dem erwarteten Nutzen.

- 72 Bei der **Quantifizierung von Risiken in einem Energieversorgungsunternehmen** lassen sich in der Praxis hinsichtlich der Problemstruktur drei idealtypische Fallgruppen unterscheiden, die mit unterschiedlichen, aber eng verwandten (es handelt sich immer um statistische Ansätze) Herangehensweisen integriert werden können.

I. Fallgruppe: Value-at-Risk-Ansätzen ist zugänglich z. B. Marktrisiken. Es liegen in der Regel täglich beobachtbare Ereignisse vor. Die Datenstruktur ist geeignet; die Verfahren der Finanzindustrie können angewandt werden.⁸⁷

II. Fallgruppe: hier liegen Datenreihen vor, die aber von ihrem Format für klassische Value-at-Risk-Betrachtungen anfangs nicht voll geeignet sind, z. B. geführte Statistiken über Maschinenausfälle/-schäden für Versicherungszwecke. Im Unterschied zur Fallgruppe I gibt es weniger beobachtbare Ereignisse (vielleicht im niedrigen dreistelligen Bereich) und damit fällt die Problematik der Extremwerte stärker ins Gewicht.⁸⁸ Versicherungsunternehmen führen ent-

⁸⁶ Vgl. *Basel Committee on Banking Supervision*, Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen: Überarbeitete Rahmenvereinbarung, Basel 2006, abrufbar unter <https://www.bis.org/publ/bcbs128ger.pdf> (21.12.2020). Beziüglich Veränderungen s. <https://www.bis.org/press/p090116.htm> (21.12.2020) und <https://www.bis.org/publ/bcbs/basel2enh0901.htm> (21.12.2020). Basel III 2010 (2011 überarbeitet), abrufbar unter <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf> (21.12.2020).

⁸⁷ Vgl. Kap. VI. 3 u. Kap. VI. 4.

⁸⁸ Es gibt keine allgemeingültigen Regeln, wie diese Arten von Szenarien gebildet werden. Eine gute Möglichkeit ist die Entwicklung der Szenarien in Expertenteams oder Risikokomitees; Während die Stressszenarien zumeist auf der Basis solcher Expertenmeinungen gebildet werden, gibt es auch statistische Schätzverfahren zur

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

sprechende Versicherungskollektive zusammen, quantifizieren die Daten (fließt in die Prämienberechnung ein) und führen den horizontalen sowie den vertikalen Risikoausgleich durch.⁸⁹

III. Fallgruppe: Hier liegen bisher wenige Daten vor, für manche Risikoeigner gelten diese als nicht quantifizierbar. Dem ist häufig nicht zuzustimmen. Schon mit **kasuistischen Szenarioansätzen** (Frageansatz: Welche Schadensereignisse kommen alle zwei, alle zehn und alle hundert Jahre vor; analog mit einer 50 %igen, 10 %igen und 1 %igen Wahrscheinlichkeit) lassen sich durch Expertenbefragungen Verteilungsfunktionen mit minimal drei Stützpunkten generieren. Diese Vorgehensweise vermeidet grundsätzliche Fehler bei der Risikoverarbeitung, entweder durch zu grobe Rasterung (Wahrscheinlichkeit und Schadensauswirkung in groß/mittel/klein) oder durch die Nutzung eines nur eindimensionalen Erwartungswertes (sehr verschiedene Verteilungen können mathematisch denselben Erwartungswert ergeben⁹⁰, auch werden eventuell Werte errechnet, die in der Realität nicht vorkommen), als Produkt zwischen einer Eintrittswahrscheinlichkeit und einer Schadensausprägung. Diese erschweren eine korrekte Risikoaggregation sowie sinnvolle Diskussionen über Maßnahmen.

V. Risikocontrolling

Risikocontrolling hat für den **Energiehandel** – durch die hohe Preisvolatilität 73 in den Energiemarkten und durch die damit einhergehenden erheblichen Wert-

Modellierung von sehr unwahrscheinlichen Ereignissen. In der sog. „Extreme Value Theorie (EVT)“, vgl. z. B. *Smith, Extreme value theory*, Chichester 1990, S. 437 ff., werden die Enden von Verteilungen gesondert betrachtet. Die Ansicht, dass die Normalverteilung nicht universell gültig ist, ist nun popularisiert in *Taleb, Der Schwarze Schwan*, München 2008, und einem breiten Leserkreis nahegebracht worden. Weiterhin: *Taleb, Antifragile: Things That Gain from Disorder*, New York 2012. Für eine fundierte Betrachtung s. a. *Mandelbrot/Hudson, Fraktale und Finanzen*, 2. Auflage, München 2005. MaRisk 2017 konkretisiert zu den Stresstests u. a. in AT 4.3.3 Tz. 3: „Die Stresstests haben auch außergewöhnliche, aber plausibel mögliche Ereignisse abzubilden. Dabei sind geeignete historische und hypothetische Szenarien darzustellen. [...] Bei der Festlegung der Szenarien sind die strategische Ausrichtung des Instituts und sein wirtschaftliches Umfeld zu berücksichtigen.“

- 89 *Zweifel/Eisen, Versicherungswirtschaft*, 2. Auflage, Berlin/Heidelberg 2003, S. 246: „Der Risikoausgleich im Kollektiv durch das Gesetz der großen Zahl gilt als Produktionsgesetz der Versicherung“. Dies gilt für den horizontalen und vertikalen Risikoausgleich (über das Versicherungskollektiv in einem Berechnungszeitraum und auch über mehrere Berechnungszeiträume). Für die Berechnung vgl. *Schmidt, Versicherungsmathematik*, Berlin/Heidelberg 2002.
- 90 Der Erwartungswert beim Würfeln beträgt 3,5. Eine Erkenntnis, die zwar korrekt ist, aber die im Leben eines Spielers kaum weiterhilft. Für ihn ist wichtiger das „Schwarze Gesetz der großen Zahlen“ (Siehe z. B. *Georgii, Stochastik: Einführung in die Wahrscheinlichkeitstheorie und Statistik*, 5. Auflage, New York 2015), d. h. die langfristig zu erwartenden Ausgleichseffekte bei häufigeren Ziehungen sowie die Erkenntnis, dass trotzdem bei einem idealen Würfel die Wahrscheinlichkeit des Wurfes einer bestimmten Zahl bei dem jeweils nächsten Wurf immer bei 1/6 bleibt.

Dritter Teil: Risikomanagement

schwankungen eines offenen Energieportfolios⁹¹ sowie darüber hinaus, durch viele operationelle Risiken und den damit einhergehenden Überwachungs- und Regelungsbedarf – eine wesentliche Bedeutung.

- 74 Gemäß den „**Mindestanforderungen an das Risikomanagement** – MaRisk“⁹², Gliederungspunkt AT 4.3, sind in jedem Institut „entsprechend Art, Umfang, Komplexität und Risikogehalt der Geschäftsaktivitäten

- Regelungen zur Aufbau- und Ablauforganisation zu treffen sowie
- Risikosteuerungs- und -controllingprozesse einzurichten“

und weiter in AT 4.3.1: „Bei der Ausgestaltung der Aufbau- und Ablauforganisation ist sicherzustellen, dass miteinander unvereinbare Tätigkeiten durch unterschiedliche Mitarbeiter durchgeführt werden.“

Damit kann das Risikocontrolling, analog zum Risikomanagement, einerseits als **Prozess** andererseits als **Einheit im Unternehmen** definiert werden. Im Folgenden wird auf die Anforderungen an diese Einheit generell (Kapitel V. 1), die Aufbauorganisation der Einheit (Kapitel V. 2) und die durch sie durchgeführten Prozesse in Form einer Ablauforganisation (Kapitel V. 3) eingegangen. Es werden einige Vereinfachungsmöglichkeiten für kleinere Energieversorgungsunternehmen (EVU) behandelt (Kapitel V. 4) sowie typische Fragestellungen, mit denen sich das Risikocontrolling befasst, aufgezählt (Kapitel V. 5).⁹³

1. Anforderungen an das Risikocontrolling

a) Aus Sicht der Geschäftsführung

- 75 Aus Sicht der Geschäftsführung stellt das Risikocontrolling die verantwortliche Einheit eines Energiehandelshauses oder Energieversorgungsunternehmens für ein **unabhängiges Berichtswesen über den aktuellen Wert der Marktpositionen und die Markt- und Kreditrisiken** dar sowie für die damit verbundene **Überwachung der Limite**. Darüber hinaus verantwortet das Risikocontrolling die Prüfung komplexer Markt- und Risikomodelle. Es soll die Unternehmensföhrung davor schützen, eine falsche, speziell zu günstige Darstellung der Unternehmenslage zu erhalten.
- 76 Ein gut funktionierendes Risikocontrolling nimmt der Geschäftsleitung final nicht die Geschäftsverantwortung, verhindert jedoch ggf. den Vorwurf des Or-

91 Unter einer Position wird ein Kontrakt verstanden. Zumeist wird der Begriff als „offene Position“ verwendet, was bedeutet, dass ein Kontrakt (oder ein Portfolio aus Kontrakten) gehalten wird, für den (bzw. das) noch kein entsprechendes Gegengeschäft eingegangen wurde. Damit besteht für diesen Kontrakt bzw. das Portfolio das Risiko und die Chance durch Änderung der relevanten Marktpreise an Wert zu verlieren bzw. zu gewinnen.

92 BaFin, Rundschreiben 9/2017 (BA) vom 27.10.2017 (Gz.: BA 54-FR 2210-2017/0002).

93 Zweck von Kap. V. 5 ist es, einen prinzipiellen Überblick über Aufgabenstellungen im Risikocontrolling zu bieten. Dieser kann u. U. als erste grobe Orientierung über Anforderungen an Risikocontrollingaufgaben dienen, wenn geplant wird, eigenständig am Stromgroßhandelsmarkt zu agieren.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

ganisationsversagens. Durch die unabhängige Stellung des Risikocontrollings in der Organisation soll eine möglichst objektive und von kurzfristigen Interessen freie Bewertung sichergestellt werden. Häufig erstreckt sich die Aufgabenstellung des Risikocontrollings neben den Kernaufgaben (unabhängiges Risikoberichtswesen, Kontrollfunktion) auch auf die Beurteilung von Alternativen bei der Ausgestaltung von Schnittstellen der operativen Einheiten sowie auf Schiedsaufgaben bei Interessenskonflikten zwischen operativen Einheiten.

b) Aus Sicht der MaRisk

Obwohl die früher gültigen „Verlautbarungen über Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute“ (MaH)⁹⁴ sowie heute die „Mindestanforderungen an das Risikomanagement – MaRisk“⁹⁵ für Energiehandelshäuser – sofern sie auf eigene Rechnung und nicht für fremde Dritte handeln – nicht bindend waren bzw. sind, so sind sie doch generell eine sehr **sinnvolle Herangehensweise**, um auch den Umgang mit Risiken in einem Energiehandel sicher zu beherrschen und stellen ein **kondensiertes Erfahrungswissen** aus einer Risikobranche dar.

Aus den MaRisk werden einige **grundlegende Anforderungen** hier aufgeführt:

- Einrichtung angemessener Risikosteuerungs und -controllingprozesse⁹⁶ und Gewährleistung der Früherkennung, der vollständigen Erfassung und der angemessenen Darstellung der wesentlichen Risiken⁹⁷;
- Funktionstrennung⁹⁸;
- Ausrichtung des Risikocontrolling-Systems an Umfang, Komplexität und Risikogehalt der Geschäfte⁹⁹;
- Erfassung von Adressenausfallrisiken, Marktpreisrisiken, Liquiditätsrisiken¹⁰⁰ und operationellen Risiken¹⁰¹ und regelmäßige Überprüfung¹⁰² sowie Analyse außergewöhnlicher Marktereignisse¹⁰³;

⁹⁴ BaFin, MaH: Verlautbarung über die Mindestanforderung über das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute vom 23. 10. 1995 (Gz.: I 4–42–3/86), aufgeheben durch Rundschreiben 18/2005 (BA) vom 20. 12. 2005 – Mindestanforderungen an das Risikomanagement; aktuelle Fassung: BaFin, Rundschreiben 9/2017 (BA) vom 27. 10. 2017 (Gz.: BA 54-FR 2210-2017/0002) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk). Zur Begründung, warum hier nach wie vor z. T. auch auf die MaH abgestellt wird, obwohl diese durch die MaRisk ersetzt wurden.

⁹⁵ BaFin, Rundschreiben 9/2017 (BA) vom 27. 10. 2017 (Gz.: BA 54-FR 2210-2017/0002).

⁹⁶ Vgl. MaRisk 2017, AT 4.3.2 Tz. 1.

⁹⁷ Vgl. MaRisk 2017, AT 4.3.2 Tz. 2.

⁹⁸ Vgl. MaRisk 2017, BTO Tzn. 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9; BTO 1.1; BTO 2.1.

⁹⁹ Vgl. MaRisk 2017, AT 4.3.

¹⁰⁰ MaRisk 2017, BTR 1, BTR 2 u. BTR 3.

¹⁰¹ Z. B. MaRisk 2017, BTR 4.

¹⁰² MaRisk 2017, BTR 2.2, Tz. 4: „Die modellmäßig ermittelten Risikowerte sind fortlaufend mit der tatsächlichen Entwicklung zu vergleichen.“

¹⁰³ BaFin, MaH, Kap. 3.1: „Die Handelsgeschäfte und die zugehörigen Risikopositionen sind regelmäßig auf die mit ihnen verbundenen Verlustrisiken zu untersuchen. Hierbei sind nicht nur mehr oder minder wahrscheinliche Ereignisse, sondern auch

Dritter Teil: Risikomanagement

- Qualifikation von Personal im Risikocontrolling¹⁰⁴;
- Dokumentation.¹⁰⁵

2. Aufbauorganisation

79 „Bei der Ausgestaltung der Aufbau- und Ablauforganisation ist sicherzustellen, dass miteinander unvereinbare Tätigkeiten^[106] durch unterschiedliche Mitarbeiter durchgeführt [...] werden.“¹⁰⁷ Die **Funktionstrennung** ist **bis zur Ebene der Geschäftsleitung** durchzuführen¹⁰⁸, wobei für kleine Institute Ausnahmen zugelassen werden können.¹⁰⁹

Diese organisatorischen Anforderungen sind auch für das Risikocontrolling für den Energiehandel zentral und sollten u. E. strikt eingehalten werden. Für einen **Konzern mit separatem Handelshaus** ergeben sich dennoch verschiedene denkbare Varianten, von denen einige im Folgenden behandelt werden.

auf den ‚schlimmsten Fall‘ bezogene Szenarien in Betracht zu ziehen. Insbesondere sind außergewöhnliche Marktpreisänderungen, Störungen in der Liquidität der Märkte und Ausfälle großer Marktteilnehmer zu berücksichtigen. Dem Zusammenhang verschiedener einzelner Märkte und der Möglichkeit des Übergreifens von Störungen über Marktsegmente und Märkte hinweg ist besondere Aufmerksamkeit zu widmen.“ MaH: Verlautbarung über die Mindestanforderung über das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute vom 23. 10. 1995 (Gz.: I 4–42–3/86), aufgehoben durch Rundschreiben 18/2005 (BA) vom 20. 12. 2005 – Mindestanforderungen an das Risikomanagement. Aktuelle Fassung MaRisk 2017 vom 27. 10. 2017. Zur Begründung, warum hier nach wie vor z. T. auch auf die MaH abgestellt wird, obwohl diese durch die MaRisk ersetzt wurden.

- 104 MaRisk 2017, AT 7.1 Tz. 2: „Die Mitarbeiter sowie deren Vertreter müssen abhängig von ihren Aufgaben, Kompetenzen und Verantwortlichkeiten über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen. Durch geeignete Maßnahmen ist zu gewährleisten, dass das Qualifikationsniveau der Mitarbeiter angemessen ist.“ Notwendig dafür, eine adäquate Qualifikation sicherzustellen, ist es sicherlich auch, eine dementsprechend marktkonforme Bezahlung der Mitarbeiter in Risikomanagement und Risikocontrolling zu realisieren.
- 105 MaRisk 2017, AT 6. Vgl. a. Kap. V. 3. f.
- 106 Unter „unvereinbaren Tätigkeiten“ versteht man solche, die einen Interessenkonflikt zwischen Markt- und Überwachungsfunktion ermöglichen.
- 107 MaRisk 2017, AT 4.3.1 Tz. 1.
- 108 Unabhängig davon, dass die Funktionstrennung die Leitungsebene mit umfasst (vgl. z. B. BaFin, Rundschreiben 9/2017 (BA) vom 27. 10. 2017 (Gz.: BA 54-FR 2210-2017/0002) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), BTO 1.1 Tz. 1), sind „Alle Geschäftsleiter (§ 1 Abs. 2 KWG) [...] für die ordnungsgemäße Geschäftsorganisation und deren Weiterentwicklung verantwortlich. Diese Verantwortung bezieht sich unter Berücksichtigung ausgelagerter Aktivitäten und Prozesse auf alle wesentlichen Elemente des Risikomanagements. Die Geschäftsleiter werden dieser Verantwortung nur gerecht, wenn sie die Risiken beurteilen können und die erforderlichen Maßnahmen zu ihrer Begrenzung treffen, [...]“ (BaFin, Rundschreiben 19/2017 (BA) vom 27. 10. 2017 (Gz.: BA 54-FR 2210-2017/0002) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), AT 3 Tz. 1).
- 109 Vgl. BaFin, Rundschreiben 9/2017 (BA) vom 27. 10. 2017 (Gz.: BA 54-FR 2210-2017/0002) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), AT 1 Tz. 5.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

- a) Verschiedene Varianten der Aufbauorganisation und deren Vor- und Nachteile

Für ein reines Energiehandelshaus bietet sich mit Hinblick auf die Funktionstrennung ein Organigramm, wie in Abbildung 9 dargestellt, an. 80

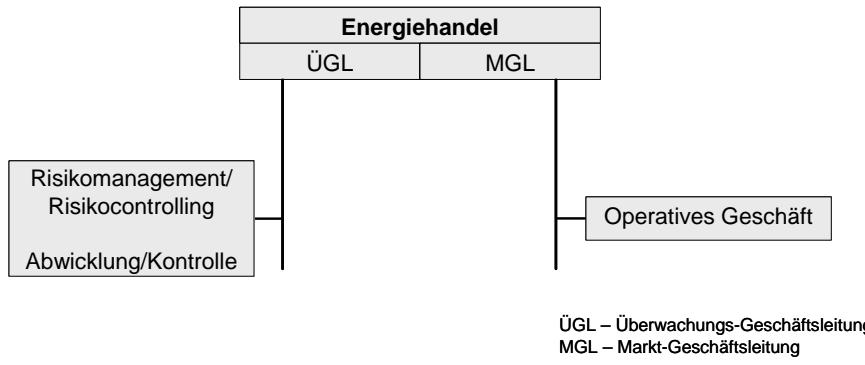


Abbildung 9: Organigramm eines Energiehandelshauses

Quelle: Eigene Darstellung

In verschiedenen Energiehandelshäusern hat sich die Aufteilung der Aufgaben in den drei Funktionen „Front-Office“,¹¹⁰ „Middle-Office“ und „Back-Office“¹¹¹ entwickelt. Dabei stellt sich die Frage, wie genau die Tätigkeitsschwerpunkte des „Middle-Office“ sich in der Praxis darstellen, um es gemäß Funktionstrennung einordnen zu können (vgl. Abbildung 10). Unter dem Begriff/der Einheit „Middle-Office“ werden typischerweise Funktionen wie „Unterstützung des Back-Offices“, „Unterstützung des Risikocontrollings“, „Marktanalyse“, „IT“, „Risikomodellierung“ subsumiert. Unterstützt das Middle-Office das Back-Office oder das Risikocontrolling (z.B. Daten für Forward-Kurve¹¹² sammeln, Modellierung) so ist es unter der Überwachungsgeschäftsleitung einzuordnen. Diese Einordnung schließt wiederum aus, dass im Middle-Office Marktanalysen/Prognosen für das Front-Office erstellt werden. Besser ist es jedoch, den Begriff „Middle-Office“, wegen seines Verwirrungspotentials mit Hinblick auf die Funktionstrennung, komplett zu vermeiden und das Personal und dessen Tätigkeiten klar nach der einen oder anderen Seite zuzuordnen. 81

¹¹⁰ Darunter werden alle Funktionen der Marktseite, also der Kauf und Verkauf von Energie, die Entwicklung der Verkaufsstrategie, die Kundenbetreuung etc. verstanden.

¹¹¹ Darunter werden Kontroll- und Überwachungsfunktionen sowie die gesamte Geschäftsabwicklung verstanden.

¹¹² Vgl. Kap. VI. 2. b. aa.

Dritter Teil: Risikomanagement

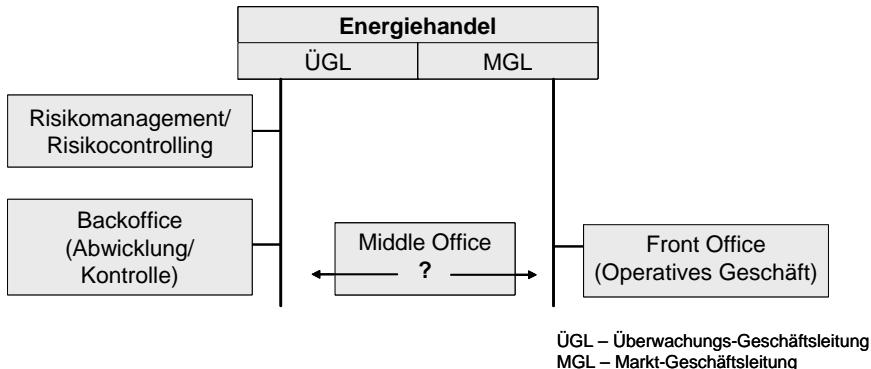


Abbildung 10: Einordnung des Middle-Office

Quelle: Eigene Darstellung

- 82 Ist das Energiehandelshaus in einem Konzern eingebettet, so ist es sachlogisch, das Risikocontrolling völlig aus dem Energiehandel **herauszulösen** (vgl. Abbildung 11), um so ein größtmögliches Maß an Unabhängigkeit zu erreichen. Davon unbenommen ist das Faktum, dass das Risikocontrolling **in räumlicher Nähe zur Handelseinheit platziert** werden sollte, um eine gute Zusammenarbeit mit den operativen Einheiten und die erforderliche Marktnähe hinsichtlich der Informationsflüsse und damit völlige Transparenz der Risiken gewährleisten zu können.¹¹³

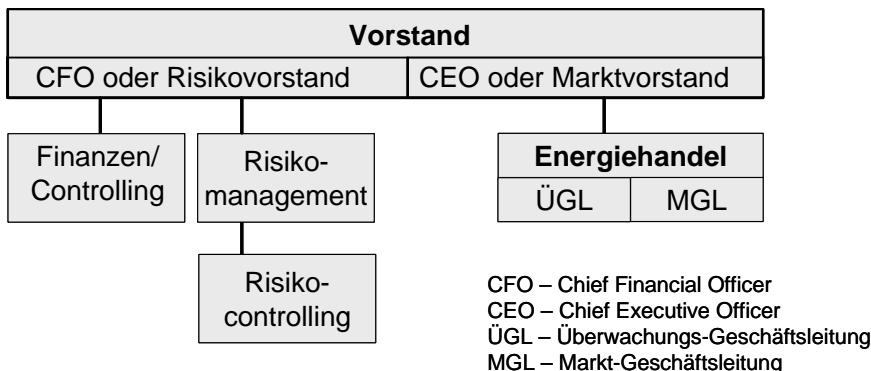


Abbildung 11: Risikocontrolling für den Energiehandel aus der Konzernholding

Quelle: Eigene Darstellung

113 Zur Zusammenarbeit vgl. Kap. V. 3. b.

b) *Adäquate Größe einer Risikocontrollingeinheit*

Die angemessene Größe für eine Risikocontrollingeinheit hängt von **Umfang** 83 und **Komplexität der zu betreuenden Portfolien** ab.¹¹⁴ Sobald in einem Handelshaus durch Eigengeschäft¹¹⁵, durch Vertriebs- oder Produzentenportfolien **offene Positionen mit einer signifikanten Ergebnisrelevanz** gehalten werden, ganz unabhängig, ob diese daraus resultieren, dass sie nur schwer oder nur teilweise geschlossen werden können oder zur Spekulation (Positionshandel/Eigengeschäft) offen gehalten werden sollen, ist ein sicherer Prozess der **täglichen¹¹⁶ Risikoberichterstattung zu gewährleisten**. Unter einer Personenmindestanzahl von drei bis vier Personen, die in sämtlichen Risikocontrollingprozessen **fachkundig** sind¹¹⁷ und auch operativ in der Lage sind, alle erforderlichen Berichte zu erzeugen, ist dies u.E. wegen geplanter und ungeplanter Abwesenheiten auch im kleinsten Handelshaus nicht gesichert zu gewährleisten.

Bei größeren Handelseinheiten und -aktivitäten in vielen Produkten und Märkten ist es nicht mehr möglich, dass alle Risikocontroller sich in allen Details auskennen. Zur Vermeidung von Personalrisiken ist jedoch auch hier darauf zu achten, dass pro Themengebiet mindestens zwei, besser drei, Experten vorhanden sind.¹¹⁸

c) *Risikokomitee für Handelsangelegenheiten*

Auf Aufgaben und Kompetenzen von Risikoausschüssen wurde in Kapitel III. 1 84 kurz eingegangen. Für den Energiehandel und ggf. die handelsnahen Bereiche ist ein schnell handlungsfähiges separates **Risikokomitee** mit entsprechenden Handlungsbefugnissen angebracht. Hier sollten sämtliche Aktivitäten, die von Bedeutung für das Risikomanagement/-controlling im Hinblick auf die Risikolage des Handelshauses sind, diskutiert und entweder direkt entschieden werden oder die Entscheidung soweit vorbereitet werden, dass die Geschäftsleitung zeitnah beschließen kann.

Typische Fragestellungen dieses Risikokomitees sind die Auswirkungen neuer 85 Handelsprodukte auf die Risikolage, neue Modellierungsverfahren, Auswirkun-

114 MaRisk 2017, AT 7.1 Tz. 1: „Die quantitative und qualitative Personalausstattung des Instituts hat sich insbesondere an betriebsinternen Erfordernissen, den Geschäftsaktivitäten sowie der Risikosituation zu orientieren [...].“

115 „Eigengeschäft“, „Eigenhandel“, „Proprietary Trading“ (kurz Prop-Trading) oder „Positionshandel“ bezeichnet den spekulativen Handel eines Handelshauses.

116 Zur Frequenz der Risikoberichterstattung s. Kap. VI. 1. c.

117 MaRisk 2017, AT 7.1 Tz. 2 zur Qualifikation der Mitarbeiter: „Die Mitarbeiter sowie deren Vertreter müssen abhängig von ihren Aufgaben, Kompetenzen und Verantwortlichkeiten über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen. Durch geeignete Maßnahmen ist zu gewährleisten, dass das Qualifikationsniveau der Mitarbeiter angemessen ist.“

118 Zur Vermeidung von Personalrisiken ist in den MaRisk 2017, AT 7.1 Tz. 3 festgelegt: „Die Abwesenheit oder das Ausscheiden von Mitarbeitern sollte nicht zu nachhaltigen Störungen der Betriebsabläufe führen.“

Dritter Teil: Risikomanagement

gen besonderer Marktereignisse auf die Risikolage, Probleme in der Aufbau- oder Ablauforganisation den Risikocontrollingprozess oder den Handel betreffend inklusive der Abbildung der internen Schnittstellen über die Wertschöpfungskette. Ein derartiges Gremium setzt die Besetzung mit kompetenten (und auch mit Entscheidungskompetenzen ausgestatteten) Mitgliedern in den relevanten Bereichen voraus.

d) Anreizsystem

- 86 Für Händler und Portfoliomanager ist eine **vom Geschäftserfolg abhängige Bezahlung** ein adäquates Anreizsystem, sofern der Anreiz nicht zu groß ist.¹¹⁹ „Die Ausgestaltung der Anreizsysteme des Instituts, insbesondere der Vergütungssysteme, muss mit den in den Strategien niedergelegten Zielen im Einklang stehen“¹²⁰ Ein angemessenes Anreizsystem für Risikocontroller ist also auch denkbar. Der Anreiz sollte hier jedoch nicht zu einem **Interessenkonflikt** führen können, d.h. es soll keine unmittelbare Kopplung der Vergütung von Risikocontrollern und Risikomanagern an das Handelsergebnis erfolgen.¹²¹ Die Zielerreichung kann z.B. an das tadellose Funktionieren bzw. die Weiterentwicklung von Prozessen, adäquate Risikoabbildung und regelmäßige Berichterstattung gekoppelt sein. Die generelle Annahme, dass Verantwortungsbewusstsein tatsächlich durch finanziellen Anreiz stimuliert werden kann, bleibt jedoch zu hinterfragen.

119 Vgl. *BaFin*, MaH, Kap. 2.4: „Um zu vermeiden, daß Anreize für eine übermäßige Risikobereitschaft geschaffen werden, sollten im Rahmen der allgemeinen Geschäftspolitik die Gehälter so gestaltet werden, daß sie nicht zu stark von der Entwicklung der Handelsergebnisse abhängen.“ MaH: Verlautbarung über die Mindestanforderungen über das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute vom 23. 10. 1995 (Gz.: I 4–42-3/86), aufgehoben durch Rundschreiben 18/2005 (BA) vom 20. 12. 2005 – Mindestanforderungen an das Risikomanagement. Aktuelle Fassung: *BaFin*, Rundschreiben 9/2017 (BA) vom 27. 10. 2017 (Gz.: BA 54-FR 2210-2017/0002) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk). Zur Begründung, warum hier nach wie vor z.T. auch auf die MaH abgestellt wird, obwohl diese durch die MaRisk ersetzt wurden.

120 *BaFin*, Rundschreiben 15/2009 (BA) vom 14. 08. 2009 (Gz.: BA 54-FR 2210-2008/0001) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), abrufbar unter www.bafin.de (Link: Veröffentlichungen/Rundschreiben) (26. 10. 2009), AT 7.1. Dieser Punkt ist im neuesten Rundschreiben 9/2017 (BA) vom 27. 10. 2017 (Gz.: BA 54-FR 2210-2017/0002) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) so nicht mehr enthalten. Die Autoren führen ihn hier jedoch nach wie vor auf, da sie ein adäquates Anreizsystem als absolut notwendig zur Minimierung von Fehlsteuерungen und Interessenskonflikten ansehen.

121 De facto ist zumindest die Vergütung von leitenden Angestellten der Energiewirtschaft teilweise auch im Risikomanagement an den Gesamtunternehmenserfolg gekoppelt. Dies erscheint uns, sofern es in so geringem Umfang geschieht, dass daraus offensichtlich kein Interessenkonflikt resultieren kann, als vertretbar. Seit der Finanzkrise werden jedoch variable Vergütungen generell zunehmend kritischer gesehen.

3. Ablauforganisation

„Prozesse sowie die damit verbundenen Aufgaben, Kompetenzen, Verantwortlichkeiten, Kontrollen sowie Kommunikationswege sind klar zu definieren und aufeinander abzustimmen. [...] Dies beinhaltet auch die regelmäßige und anlassbezogene Überprüfung von IT-Berechtigungen, Zeichnungsberechtigungen und sonstigen eingeräumten Kompetenzen. Das gilt auch bezüglich der Schnittstellen zu wesentlichen Auslagerungen.“¹²² Sämtliche Abläufe des Energiehandels und Risikocontrollings sollten zur Vermeidung operationeller Risiken, insbesondere zur Vermeidung von Missverständnissen bezüglich der Zuständigkeiten und der Kompetenzen, **schriftlich niedergelegt** werden.¹²³ Die Regelung aller wesentlichen Kompetenzen ist Gegenstand der **Risikorichtlinie**.¹²⁴ Sie kann jedoch die Details der täglichen Abläufe nicht regeln. Hierzu dienen **separate Anweisungen**, deren Pflege – bezüglich der Risikocontrollingabläufe – in der Verantwortung des Risikocontrollings liegt. Daneben können Teile der Risikorichtlinie – der besseren Lesbarkeit halber oder um sie einfacher überarbeiten zu können – aus der Risikorichtlinie ausgegliedert werden. Typisches Beispiel hierfür ist die mathematische Beschreibung der Mark-to-Market-Prozesse¹²⁵ und der Mark-to-Model-Prozesse¹²⁶ in eine sog. Mark-to-Market-Policy. Die **Überwachung der Einhaltung** aller in der Risikorichtlinie und ihren Subdokumenten spezifizierten Arbeitsanweisungen liegt bei der Internen Revision. Auch Wirtschaftsprüfer können überprüfen, inwieweit geordnete Arbeitsabläufe vorliegen.

87

a) Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit den Organen

aa) Laufender Überblick der Organe durch Bewertung und Berichterstattung

Damit es möglichst nicht zu unerwarteten und u.U. existenzgefährdenden Schäden kommt, sind die Überwachungs- und Steuerungsfunktionen angehalten, sich **laufend einen angemessenen Überblick über die Risikolandschaft**

88

122 MaRisk 2017, AT 4.3.1 Tz. 2.

123 MaRisk 2017, AT 5 Tzn. 1, 2: „Das Institut hat sicherzustellen, dass die Geschäftsaktivitäten auf der Grundlage von Organisationsrichtlinien betrieben werden (z. B. Handbücher, Arbeitsanweisungen oder Arbeitsablaufbeschreibungen). Der Detailierungsgrad der Organisationsrichtlinien hängt von Art, Umfang, Komplexität und Risikogehalt der Geschäftsaktivitäten ab. Die Organisationsrichtlinien müssen schriftlich fixiert und den betroffenen Mitarbeitern in geeigneter Weise bekannt gemacht werden. Es ist sicherzustellen, dass sie den Mitarbeitern in der jeweils aktuellen Fassung zur Verfügung stehen. Die Richtlinien sind bei Veränderungen der Aktivitäten und Prozesse zeitnah anzupassen.“

124 Die Risikorichtlinie regelt sämtliche Zuständigkeiten, Rechte und Pflichten der verschiedenen Einheiten, die mit Handel, Kontrolle, Abwicklung usw. im Handelshaus aktiv sind. Auch die relevanten Risikomessmethoden, die Maßnahmen, die bei Limitüberschreitungen ergriffen werden, die Funktionsweise der Risikoausschüsse usw. werden hierin geregelt.

125 Vgl. Kap. VI. 2. b. bb.

126 Vgl. Kap. VI. 2. b. cc.

Dritter Teil: Risikomanagement

des Unternehmens zu verschaffen.¹²⁷ Für Handelshäuser, die komplexe Handels- und Vertriebsprodukte handeln, die auf verschiedenen Märkten agieren oder die spekulative Positionen halten, ist dies nur möglich, wenn die Risikopositionen adäquat bewertet und aggregiert zeitnah ermittelt und berichtet werden.¹²⁸ Dies ist die Aufgabe des Risikocontrollings.

bb) Schutz vor Organisationsversagen

- 89 Aufgabe des Risikocontrollings als Bestandteil der gesamten Risikomanagementfunktion im Unternehmen ist die **Unterstützung** der Kontroll- und Steuerungsfunktionen des Unternehmens und der Geschäftsleitung bei deren Überwachungs- und Steuerungsaufgaben. Primäres Ziel für die Organe ist dabei, das Unternehmen **vor unerwarteten Schäden zu bewahren** bzw. jederzeit einen Überblick über die mit der Geschäftsstrategie verbundenen Risiken zu haben. Sekundäres Ziel ist es, für den Fall eines Schadens durch die Einrichtung einer funktionsfähigen Risikocontrollingeinheit **vor dem Vorwurf des Organisationsversagens geschützt zu sein.**

cc) Einbeziehung des Risikocontrollings bei Beschlussvorlagen

- 90 Die Organe, insbesondere die Geschäftsleitung, werden zu allen risikobehafte-ten Geschäftsaktivitäten die **Einschätzung** des Risikocontrollings **einholen**. Beschlussvorlagen für die Geschäftsleitung bezüglich neuer Produkte, neuer Risikofelder oder anderer risikorelevanter Änderungen in der Geschäftstätigkeit werden deshalb in der Regel dem Risikocontrolling vorab zur Kenntnis und Kommentierung/Votierung gegeben, um so die Entscheidungsgrundlage des Vorstandes durch eine unabhängige Meinung zu verbreitern sowie den Sachverhalt unabhängig erläutert zu bekommen.¹²⁹ Dies sollte so in der Geschäftsordnung der Entscheidungsgremien festgelegt sein (d.h. für alle wesentlichen Beschlussvorlagen wird eine „second opinion“ durch das Risikocontrolling bzw. Risikomanagement angefordert). Die Geschäftsführung erhält dadurch unabhängige Hinweise und dokumentiert ihre Anstrengung, die Entscheidung auf bestmöglichster Faktenbasis getroffen zu haben.¹³⁰

127 MaRisk 2017, AT 4.3.2 Tz. 3: „Die Geschäftsleitung hat sich in angemessenen Abständen über die Risikosituation berichten zu lassen [...].“

128 Kap. VI. 1. c. aa und VI. 1. c. bb.

129 MaRisk 2017, AT 3 Tz. 1: [...] Die Geschäftsleiter werden dieser Verantwortung [für die ordnungsgemäße Geschäftsorganisation und deren Weiterentwicklung] nur gerecht, wenn sie die Risiken beurteilen können und die erforderlichen Maßnahmen zu ihrer Begrenzung treffen [...].“

130 Zur Wichtigkeit einer institutionalisierten Zweitmeinung in wesentlichen Entscheidungsprozessen durch das Risikomanagement vgl. a. Rdn. 98. Dieser Ansatz findet sich nun auch nach und nach in der Literatur wieder, vgl. z. B. Gleißner, Controlling und Risikoanalyse bei der Vorbereitung von Top-Management-Entscheidungen, Controller Magazin Juli/August 2015; S. 4–12, Gleißner, Controlling und Risikoanalyse bei der Vorbereitung von Top-Management-Entscheidungen, Controller Magazin Juli/August 2015, S. 4–12.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Die institutionalisierte Vorlage und Würdigung einer unabhängigen Zweitmeinung der Risikoorganisation in wichtigen Entscheidungsprozessen des Unternehmens ist bei weitem selbst in vielen großen Unternehmen nicht selbstverständlich implementiert. Diese stellt jedoch eine wesentliche Voraussetzung dafür dar, dass der ganze potentielle Mehrwert, den eine Risikoorganisation zum Geschäft des Unternehmens beitragen kann, auch tatsächlich realisiert werden kann. Unternehmen, die im Risikomanagement keinen Prozess etabliert haben, der die Entscheidungsträger (mindestens bis zur Ebene des Vorstandes) unabhängig von allen Geschäftseinheiten berät, schöpfen u. E. das Potential, das ein guter Risikomanagementprozess bietet, nicht aus und sind u. E. auch nicht optimal aufgestellt, um bestandsgefährdende Risiken frühzeitig zu erkennen.¹³¹

b) Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit dem Energiehandel

Eine **Anpassung der Berichte**, nicht nur auf die Bedürfnisse der Organe, sondern auch auf die der Geschäftseinheiten, insbesondere des Handels, ist ein wesentliches Feld der Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit diesen Einheiten. Auch bezüglich des Kontaktes mit Wirtschaftsprüfern, bei der Einführung neuer Produkte¹³², bei der Abbildung von Produkten im Handelssystem und der Bewertung von nicht-liquiden Produkten sowie nicht zuletzt den Arbeiten zur Erstellung des Jahresabschlussberichtes, bestehen Felder der **Zusammenarbeit zwischen Risikocontrolling und dem Energiehandel**.

Dabei idealtypische Stufen im **zeitlichen Ablauf des Verhältnisses** der operativen Einheiten des Handels zum Risikocontrolling sind:

¹³¹ Vgl. hierzu auch Gleißner, Controlling und Risikoanalyse bei der Vorbereitung von Top-Management-Entscheidungen, in: Gleissner/Klein, Risikomanagement und Controlling, München 2017, S. 129 ff.

¹³² Die Einführung neuer Produkte stellt eine besondere Anforderung an alle Prozesse, Systeme und die Risikomodellierung dar und sollte deshalb detailliert geregelt sein. BaFin, MaH, Kap. 2.3 hierzu: „Die Aufnahme von Geschäften (Testphase) in neuartigen Produkten oder neuen Märkten ist von dem zuständigen Geschäftsleiter auf der Grundlage eines umfassenden und detaillierten Konzeptes vorab zu genehmigen; die Geschäftsleitung ist unverzüglich von der Geschäftsaufnahme zu unterrichten. Während der Testphase sollen Geschäfte nur in überschaubarem Umfang aufgenommen werden. In die Testphase sollen alle später in die Arbeitsabläufe eingebundenen Stellen einschließlich der Revision im Rahmen ihrer Aufgaben eingeschaltet werden. Es ist sicherzustellen, daß der laufende Handel in den neuen Produkten oder Märkten erst beginnt, wenn die Testphase erfolgreich abgeschlossen ist, die Geschäftsleitung zugestimmt hat und die notwendigen internen Arbeitsanweisungen, entsprechend qualifiziertes Personal und eine angemessene technische Ausstattung bereitstehen sowie Risikokontrollsysteme vorhanden sind.“ MaH: Verlautbarung über die Mindestanforderung über das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute vom 23. 10. 1995 (Gz.: I 4–42–3/86), aufgehoben durch Rundschreiben 18/2005 (BA) vom 20. 12. 2005 – Mindestanforderungen an das Risikomanagement. Aktuelle Fassung: BaFin, Rundschreiben 9/2017 (BA) vom 27. 10. 2017 (Gz.: BA 54-FR 2210-2017/0002) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk). Zur Begründung, warum hier nach wie vor z. T. auch auf die MaH abgestellt wird, obwohl diese durch die MaRisk ersetzt wurden, s. Rdn. 9 und die dortigen Fußnoten.

Dritter Teil: Risikomanagement

1. Überwachungscharakter

Das Risikocontrolling erfüllt seinen Überwachungs- und Kontrollauftrag. Es wird von den operativen Einheiten als tendenziell feindlich und als „Geschäftsverhinderer“ angesehen („watch dog“).

2. Einsicht in die Notwendigkeit

Die operativen Einheiten erkennen die Notwendigkeit eines aktiven Risikocontrollings an. Der Überwachungscharakter steht zwar nach wie vor im Vordergrund, die Rolle des Risikocontrollings wird jedoch nicht mehr als generell feindlich eingestuft, sondern es wird z.B. das Risikocontrolling durch die operativen Einheiten im Vorfeld von Ereignissen oder auch nicht berichtspflichtigen Aktivitäten informiert/einbezogen.

3. Aktive, kooperative Zusammenarbeit ohne Verlust einer strikten Funktionstrennung

Die operativen Einheiten erkennen den Nutzen für den Geschäftserfolg einer intensiven und kooperativen Zusammenarbeit mit dem Risikocontrolling an. Es werden Prozesse gemeinsam vorangetrieben, ohne dass dabei ein strenges Vieraugenprinzip entfällt. Das Risikocontrolling sieht sich nicht ausschließlich als Überwachungseinheit, sondern auch den operativen Zielen der Geschäftseinheiten verbunden. Es wird allerdings darauf geachtet, dass nie ein aktives Eigeninteresse der Risikocontroller besteht, Bewertungsergebnisse positiv zu beeinflussen.¹³³

- 93 Das Risikocontrolling hat Zugang zu allen für den Überwachungsprozess relevanten Daten der operativen Einheiten. Für **Nachweiszwecke** und zum **Schutz vor Manipulation** müssen die Aktivitäten des Risikocontrollings **aufgezeichnet** werden und die Kompetenzen des Risikocontrollings im Handelssystem über das Berechtigungssystem des Handelssystems von den operativen Einheiten strikt **abgegrenzt** sein.

c) Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit der Internen Revision

- 94 Die Revision sollte durch das Risikocontrolling bei ihren Aktivitäten zur Überwachung des Back-Offices¹³⁴ sowie der Abläufe im Handelshaus **unterstützt** werden. Insbesondere die Beurteilung der Usancen im Markt und die Einschätzung zum state-of-the-art von bestimmten Abläufen kann für die Revision ohne die Unterstützung des Risikocontrollings schwierig sein, da in der Regel in EVU – je nach Betriebsgröße – keine spezialisierte Handelsrevision¹³⁵ besteht, sondern die Revision für das gesamte Unternehmen zuständig ist.

d) Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit dem Controlling

- 95 Die Schnittstelle zum Controlling kann für die **Bestimmung der Auslastung von Stop-Loss-Limiten bzw. Verlustobergrenzen**¹³⁶ für das Risikocontrolling

133 Zum Anreizsystem vgl. Kap. V. 2. d.

134 Zum Begriff „Back-Office“ vgl. Kap. V. 2. a. u. Rdn. 81 und die dortigen Fußnoten.

135 Dies ist z.B. in Banken üblich.

136 Vgl. Kap. VI. 1. a.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

wichtig sein. Dies trifft mehr noch als für ein reines Handelsunternehmen, wo die Kosten von den reinen Energiekosten dominiert sind, für ein Kraftwerksporfolio zu. Hier spielen neben den Energiekosten zahlreiche Kosten- und Erlöskomponenten¹³⁷ für die Berechnung des Geschäftsergebnisses eine Rolle, deren aktuelle Bereitstellung für eine gute Risikoberichterstattung unentbehrlich ist und die nicht unmittelbar aus einem Handelssystem gewonnen werden können, sondern aus den Daten des Controllings aufbereitet werden. Das Risikocontrolling seinerseits kann das Controlling **bei der Ermittlung und Erklärung von Plan-Ist-Abweichung und im Planungsprozess** unterstützen. Auch bei der **Risikokapitalallokation**¹³⁸ gibt es intensive Berührungspunkte zwischen Risikocontrolling und Controlling.

e) Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit der Rechtsabteilung

Besonders bei der **Entwicklung mathematischer Modelle für strukturierte Verträge und für Kreditrisiken** ist die Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit der Rechtsabteilung notwendig, da die Modelle alle für Markt- und Kreditrisiken relevanten Vertragsbestandteile abbilden sollten. 96

In Banken ist die Rechtsabteilung z. T. auf der Marktseite bzw. dem CEO unterstellt. Für gewisse Aufgaben, die Prüfungscharakter haben, gibt es dann jedoch separate Stellen, die z. B. dem Risikovorstand unterstellt sind, oder die Möglichkeit, derartige Aufgaben extern zu vergeben.¹³⁹ Weitere enge Zusammenarbeit mit der Rechtsabteilung besteht u. a. auf dem Feld von Regelungsvorschriften und bei Compliance-Fragestellungen.

f) Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit Wirtschaftsprüfern, Ratingagenturen und anderen externen Stakeholdern

Sinn der Zusammenarbeit mit externen Adressaten ist es, diese bei ihren Aufgaben zu unterstützen und ihnen zu vermitteln, dass professionell mit Geschäftsrisiken umgegangen wird. Für den Erhalt des Wirtschaftsprüfertestats müssen den Wirtschaftsprüfern gegenüber vor allem die ordnungsmäßige Handhabung von Geschäftsprozessen und eine wirkungsvolle Risikoüberwachung lückenlos **dokumentiert** werden können. Sämtliche Methoden zur Bewertung müssen für **sachverständige Dritte nachvollziehbar** dargestellt werden. Die Wirtschaftsprüfer sollten Unterstützung bei der fairen Bewertung im Besonderen von strukturierten und komplexen Geschäften erfahren.¹⁴⁰ Eine professionelle Dokumentation aller Geschäftsergebnisse und der Entscheidungsabläufe und 97

¹³⁷ Z. B. Kosten für Wartung und Instandhaltung, Kosten und Erlöse für Hilfsstoffe und aus Nebenprodukten.

¹³⁸ Vgl. Kap. VII. 1.

¹³⁹ Hierzu MaRisk 2017, BTO Tz. 8: „Wesentliche Rechtsrisiken sind grundsätzlich in einer vom Markt und Handel unabhängigen Stelle (z. B. der Rechtsabteilung) zu überprüfen.“

¹⁴⁰ Eine derartige Unterstützung wird u. U. nicht nur extern, sondern auch durch die interne Bilanzierungseinheit in Anspruch genommen.

Dritter Teil: Risikomanagement

Maßnahmen, die in außergewöhnlichen Situationen getroffen werden, ist selbstverständlich.¹⁴¹

- g) *Zusammenarbeit des Risikocontrollings mit den Geschäftseinheiten und der Konzernstrategie*
- 98 Die Zusammenarbeit mit den Geschäftseinheiten im Rahmen eines umfassenden Risikomanagementprozesses stellt eine der wesentlichen Aufgaben des Risikomanagements und Risikocontrollings dar. Dazu gehört die Abstimmung aller wesentlichen Prozesse.

Bei der Gestaltung des Gesamtportfolios kann die Risikomanagementeinheit die Geschäftsleitung/Konzernstrategie in der Entscheidungsfindung unterstützen, ohne dabei eine aktive Entscheidungsrolle einzunehmen (die Unabhängigkeit vom operativen Geschäft ist jederzeit zu wahren), indem sie eine „**Second Opinion**“ zum Risiko-/Chancenprofil wesentlicher Transaktionen (z. B. Investitionen und Devestitionen) abgibt und dabei die Analyse des Geschäftsmodells auf Vollständigkeit, Richtigkeit und Einhaltung sämtlicher Vorschriften überprüft. Für letzteres ist dann auch die Zusammenarbeit mit anderen Kontroll- und Unterstützungsfunktionen (Rechnungswesen, Steuern, Recht, Compliance), wie bereits beschrieben, hilfreich.

4. Exkurs: Vereinfachungsmöglichkeiten für kleine EVU und Industrieunternehmen

- 99 Nachdem die Modellierung von Risiken, die tägliche Berichterstattung und Überwachung sowie die geforderte strikte Funktionstrennung einen **hohen Ressourcenaufwand relativ zur Geschäftsaktivität** für kleine EVU bedeutet, stellt sich für diese EVU die Frage nach sinnvollen und akzeptablen **Vereinfachungsmöglichkeiten** für den Risikocontrollingprozess.¹⁴²

Für EVU mit **eigenem Handel** (mit oder ohne spekulatives Buch) erscheinen Abstriche beim Risikocontrollingprozess nicht legitim. Insbesondere sollten hier eine Risikobewertung und ein Risikobericht praktisch täglich verfügbar sein. Die Normalverteilungshypothese¹⁴³ bei der Risikobewertung kann zwar verwendet werden, sie sollte jedoch durch eine ausreichende Sicherheitsmarge für Modellrisiken abgesichert werden. Kompromisse bei der Funktionstrennung sind nicht angeraten.

141 MaRisk 2017, AT 6 Tz. 1: „Geschäfts-, Kontroll- und Überwachungsunterlagen sind systematisch und für sachkundige Dritte nachvollziehbar abzufassen und, vorbehaltlich gesetzlicher Regelungen, grundsätzlich fünf Jahre aufzubewahren. Die Aktualität und Vollständigkeit der Aktenführung ist sicherzustellen.“ Bezuglich der Aufbewahrungspflichten vgl. a. Bünting/Boc, Risikocontrolling und Organisation, in: Horstmann/Cieslarczyk (Hrsg.), Energiehandel: Ein Praxishandbuch, Köln 2006, S. 385 ff.

142 Die hier dargestellten Ausführungen stellen Einschätzungen der Autoren dar und basieren auf Erfahrungen aus der betrieblichen Praxis verschiedener kleinerer EVU, die beraten wurden.

143 Vgl. hierzu Kap. VI. 3. b.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Besteht eine **eigene Beschaffung**, wird aber nur selten ein Geschäft getätigt und die Positionen möglichst geschlossen gehalten, so kann auf eine eigene explizite Risikocontrollingeinheit u. U. verzichtet werden, es ist jedoch zumindest eine Person mit Erfahrung im Risikocontrolling (zumindest Teilzeit) – außerhalb des operativen Bereichs angesiedelt – erforderlich, durch die regelmäßig der Markt und verbleibende Restpositionen beobachtet werden und auch über größere Veränderungen berichtet wird. Zusätzlich sollten zwei Personen in der Lage sein, diesen Risikocontroller zu vertreten. Funktionstrennung ist darauf konzentriert, dass Personen mit Überwachungskompetenzen keine Geschäftsabschlüsse verantworten. U. U. kann auf die üblichen Risikomodelle (z.B. VaR-Modelle, PaR-Modelle) verzichtet werden und ausschließlich mit einfachen Stresstests gearbeitet werden. 100

Weist das EVU **keine eigene Risikoposition im Großhandelsmarkt** auf, z. B. auf Grund eines Vollversorgungsvertrages, so ist keine separate Risikocontrollingeinheit erforderlich, aber zumindest zwei Personen, die den Großhandelsmarkt so gut verstehen, dass sie die Vorgänge einschätzen können. Die Funktionstrennung kann dann auf das übliche Vieraugenprinzip beschränkt werden. Die Berichterstattung kann im üblichen Risikomanagement- und Finanzcontrollingzyklus (ggf. zusätzlich bei Bedarf ad hoc) erfolgen. 101

5. Exkurs: Typische Fragestellungen des Risikocontrollings

Vor allem in kleineren Unternehmen stellt sich nicht selten die Frage inwieweit sie sich über Vollversorgungsverträge oder direkt am Großhandelsmarkt oder Börse eindecken. Daher hier einige der typischen Fragestellungen, für die das Risikocontrolling teilweise nacheinander, teilweise parallel, Lösungen entwickeln muss: 102

- Marktwertbestimmung (Standard-Produkte, strukturierte Produkte);
- Entwicklung von Limitsystemen;
- Systeme zur Steuerung der Marktrisiken über Volumen (offene Position);
- Absicherungsverfahren von Nicht-Standard-Produkten (z. B. Delta-Hedging¹⁴⁴);
- Bestimmung der Sensitivität des Ergebnisses gegen verschiedene Risikoparameter (sog. Griechen)¹⁴⁵;

144 Unter „Delta-Hedging“ versteht man das Eingehen von Positionen (z. B. Forwards, vgl. a. Rdn. 32) zur Absicherung eines Portfolios mit Optionalitäten, das dazu führt, dass das Gesamtportfolio in einem kleinen Zeitintervall bei kleiner Preisänderung des Underlying (z. B. Terminmarktpreis) keine Wertänderung erfährt. Für Beispiele s. Franke/Härdle/Hafner, Einführung in die Statistik der Finanzmärkte, Berlin 2004, S. 85 ff.; Clewlow/Strickland, Energy Derivatives, London 2000, S. 164 ff.

145 Die Griechen sind „Sensitivitätskennzahlen im Rahmen der Optionsbewertung [...]. Diese werden mit griechischen Buchstaben bezeichnet. Mit Hilfe der Griechen soll die Veränderung des Preises einer Option bei isolierter Variation unterschiedlicher Einflussfaktoren verdeutlicht werden. Zur Anwendung kommen die Delta- [Ableitung des Wertes nach dem Preis], Gamma- [2. Ableitung des Wertes nach dem Preis],

Dritter Teil: Risikomanagement

- Einsatz quantitativer Verfahren zur Bestimmung von Marktpreisrisiken für Standard-Produkte;
- Einsatz quantitativer Verfahren zur Bestimmung von Liefer-, Volumen- und Basisrisiken¹⁴⁶;
- Einsatz quantitativer Verfahren für sämtliche Marktpreisrisiken;
- Verfeinerung der Risikomodelle unter Aufgabe der Normalverteilungshypothese¹⁴⁷;
- Einbindung der Kraftwerkseinsatzoptimierung in die Monte-Carlo-Simulation;
- Modelle zur Ermittlung der Kreditexposition für die Handelspartner;
- Modelle zur Ermittlung von Kreditrisiken;
- Verfahren zur Allokation von Risikokapital;
- Verfahren zur Analyse von Investitionsrisiken;
- Regelung risikorelevanter Kompetenzen, z. B. Risikolimite;
- Regelung risikorelevanter Abläufe, z. B. Einführung neuer Produkte oder Vorgehen bei Limitüberschreitung.

Bei Beginn der Handelsaktivitäten – auch mit nur kleinen offenen Positionen – sollte als **Minimalanforderung** eine angemessene Marktwertbestimmung, ein Modul zur Marktpreisriskobestimmung und -begrenzung, ein Modul zur Bestimmung und Begrenzung von Kreditexpositionen und die Begrenzung operationeller Risiken durch klare Kompetenzregelungen und Prozessabläufe funktionsfähig sein.

VI. Praktische Inhalte des Risikocontrollings

- 103 Im Folgenden werden **Aufgaben des Praxisalltages** des Risikocontrollings möglichst konkret aufgeführt. Nach Einführung in das Marktumfeld des Risikocontrollings im EVU werden die typischen Aufgaben der Risikocontroller, in fünf Schwerpunkte unterteilt, beschrieben:

- Entwicklung eines Risikosteuerungssystems für Markt- und Kreditrisiken (Kapitel VI. 1);
- Bestimmung des Marktwertes der Positionen (Kapitel VI. 2);
- Beurteilung der Risikoexposition von Marktpreisrisiken (Kapitel VI. 3);
- Beurteilung der Risikoexposition von Adressenausfallrisiken (Kapitel VI. 4);
- Beurteilung von weiteren Risikokomponenten (Kapitel VI. 5).

[...] Theta-[Wertänderung in Abhängigkeit von der Restlaufzeit], Vega-Faktoren [Wertänderung bei Änderung der Volatilität].“ (*Gerke, Börsenlexikon*, Wiesbaden 2002, S. 376).

146 Zum Begriff „Basisrisiko“ vgl. Kap. VI. 2. a.

147 Zur Normalverteilungshypothese für Strompreise vgl. Kap. VI. 3. b.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Unter die Aufgaben des Risikocontrollings fallen die Beurteilung von Markt- und Kreditrisiken, die aus **Geschäften des Energiehandels auf verschiedenen Märkten** resultieren. Dabei handelt es sich z. B. um: 104

- Stromgroßhandelsgeschäfte (OTC¹⁴⁸ und Börse);
- Brennstoffgeschäfte (u.a. Kohle, Gas, Öl, Biomasse, diesbezügliche Derivate);
- Verkauf/Kauf von Emissionsrechten;
- Stromkundengeschäfte für verschiedene Kundensegmente auf verschiedenen Spannungsebenen;
- Verkauf von Regelenergie;
- Reservestromgeschäfte;
- Verkauf/Kauf von Übertragungsnetzkapazitäten (Auktionen);
- Ggf. Geschäfte auf lokalen Wärmemärkten;
- Geschäfte auf Gütermärkten bei Indexierung von Verträgen auf Güterindizes;
- Fremdwährungsgeschäfte;
- Verkauf/Kauf von Zinsderivaten.

Zeitlich können die Märkte in Terminmärkte, Day-ahead-Märkte (Spot-Märkte) und Intraday-Märkte/Regelenergiemärkte untergliedert werden.¹⁴⁹ Die dabei vornehmlich gehandelten **Produkte** sind Forwards, Futures, Swaps und Optionen für Strom sowie Brennstoffe mit oder ohne physische Lieferung, z. T. auf der Basis indizierter Verträge sowie Fahrplanlieferungen von Strom. Weiterhin sind dies Vollversorgungsverträge für Strom und Fernwärme, Verträge über die Versorgung mit Regelenergie sowie Reservestromlieferverträge. 105

Zur Beurteilung von Markt- und Kreditrisiken sind **mathematische Modelle**, 106 abgebildet in Berechnungsprogrammen, das wichtigste Werkzeug der Risikocontroller. Für eine Vielzahl spezifischer Fragestellungen müssen die Modelle individuell durch das Risikocontrolling oder die Fachabteilungen der Geschäftseinheiten entwickelt werden. Zumeist werden die Modelle durch das Risikocontrolling betrieben, teilweise jedoch auch durch die Fachabteilungen der Geschäftseinheiten. Sofern wesentliche Überwachungselemente durch Modellergebnisse und Daten aus den Geschäftseinheiten betroffen sind (z. B. Positionsbestimmung durch Kraftwerkseinsatzoptimierung bzw. langfristige Kraftwerkseinsatzplanung) so empfiehlt sich dort, wo eine vollständige Funktionstrennung¹⁵⁰ nicht gewährleistet ist, stichprobenartig durch das Risikocontrolling die **Korrekttheit bzw. Nachvollziehbarkeit von Ergebnissen zu überprüfen**. Sämtliche Modelle, die für den Risikocontrollingprozess von Bedeutung sind, sollten gemäß

¹⁴⁸ OTC-Geschäfte (Over-the-Counter) sind bilaterale Geschäfte, die nicht zwingend – wie die Börsenprodukte – standardisiert sind, sondern frei verhandelt werden; vgl. zum OTC-Handel vertiefend auch Teil 1 dieses Bandes.

¹⁴⁹ Für eine weiterführende Beschreibung der Märkte vgl. Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa, 4. Auflage, München 2017 und Teil 1, A. Grundlagen des Energiehandels, Kap. I. 2. Funktion von Märkten in diesem Handbuch.

¹⁵⁰ Vgl. Kap. V. 2.

Dritter Teil: Risikomanagement

einem schriftlich spezifizierten Prozess unabhängig (also z. B. durch das Risikocontrolling oder externe Spezialisten) geprüft werden. Modelle für das Mark-to-Model¹⁵¹ sollten einem regelmäßigen **Backtesting**¹⁵² unterzogen werden.

- 107 **Typische Modelle** für das Risikocontrolling sind Modelle zur Bestimmung des Marktwertes von Standard-Produkten¹⁵³ und strukturierten Produkten¹⁵⁴, Modelle zur Ermittlung von Value-at-Risk, Profit-at-Risk, Basis- und Kreditrisiken, Modelle für die Portfoliosteuerung und zur Beurteilung von Absicherungsstrategien sowie Modelle zur Kraftwerkseinsatzoptimierung. Die **Verfahren** sind u.a. analytische Verfahren, Optimierungsverfahren, Simulationsverfahren (vornehmlich Monte-Carlo-Simulation), sämtliche auf der Basis der relevanten technischen Gegebenheiten, ökonomischer/finanzmathematischer Theorien und statistischer Schätzverfahren.

1. Risikosteuerungssysteme für Markt- und Kreditrisiken

- 108 Die weitreichenden Anforderungen der MaRisk¹⁵⁵ sind im Strommarkt nicht immer einfach zu erfüllen. Insbesondere **Wechselwirkungen** zwischen verschiedenen Risikokomponenten sind nicht immer belastbar abzubilden. In der Praxis hat es sich hier bewährt, im Zweifelsfall Risiken nach oben abzuschätzen und besonders risikoausgleichende Korrelationen regelmäßig kritisch zu hinterfragen.
- 109 Bei quantitativen Risikomethoden ist das Risikosteuerungssystem i. d. R. ein **Limitsystem**, d. h. ein System, das das Eingehen von Risiken quantitativ begrenzt. Dabei ist generell festzulegen, wie vorgegangen wird, wenn Limite erreicht oder überschritten werden.
- 110 Für Entscheidungen von unternehmensstrategischer Bedeutung ist jedoch anzuraten, Limitsysteme nicht als „Automatismus“ zu betreiben, sondern bei drohender **Verletzung von Limiten** bzw. bei bereits eingetretener Limitverletzung (z. B. durch Marktereignisse), die Entscheidungsträger möglichst frühzeitig bzw. zeitnah über die Konsequenzen aus dem vorgesehenen Maßnahmenplan zur Vermeidung von Limitverletzungen bzw. zur Rückführung in die Limite zu

151 Vgl. Kap. VI. 2. b. cc.

152 Vgl. Kap. VI. 5. a. bb.

153 Unter Standard-Produkten versteht man an der Börse oder OTC gehandelte, standardisierte Kontrakte, z. B. die Stromprodukte Tages-, Wochen-, Monats-, Quartals-Base- und -Peak-Forward oder -Futures-Kontrakte, Optionen mit solchen Forwards oder Futures als Underlying oder Kohle-Swaps.

154 Unter strukturierten Produkten versteht man Produkte, die individuell zwischen zwei Handelspartnern definiert wurden.

155 MaRisk 2017, AT 4.3.2 Tz. 2: „Die Risikosteuerungs- und -controllingprozesse müssen gewährleisten, dass die wesentlichen Risiken – auch aus ausgelagerten Aktivitäten und Prozessen – frühzeitig erkannt, vollständig erfasst und in angemessener Weise dargestellt werden können. Hierzu hat das Institut geeignete Indikatoren für die frühzeitige Identifizierung von Risiken sowie von risikoartenübergreifenden Effekten abzuleiten, die je nach Risikoart auf quantitativen und/oder qualitativen Risikomerkmalen basieren.“

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

informieren und sich so **Gewissheit zu verschaffen**, dass das geplante Vorgehen tatsächlich im Interesse des limitgebenden Organs ist. Insbesondere die Angst vor bürokratischem Automatismus lässt in operativen Einheiten zum Teil Widerstand gegen Limitsysteme auftreten. Hier ist eine **klare Kommunikation** zwischen Risikocontrolling und operativen Einheiten und die **schriftliche Fixierung** aller Rechte und Pflichten sowohl des Risikocontrollings als auch der operativen Einheiten hilfreich.

a) Entwicklung eines Limitsystems

Die Verwendung einer **Verlustobergrenze** als Maß des Risikoappetits einer Geschäftsführung ist unmittelbar einleuchtend. Dabei ist für kapitalintensive Geschäftsaktivitäten, wie den Erwerb oder Bau und Betrieb von Kraftwerken, der Begriff einer Verlustobergrenze weiter zu fassen: Hier muss es sich nicht um einen operativen Verlust aus der Kraftwerksvermarktung handeln; nachteilig und damit zu begrenzen kann hier auch ein (zu geringes) positives operatives Ergebnis aus der Kraftwerksvermarktung sein, sofern dieses nicht ausreicht, die vorgenommenen Investitionen auskömmlich zu verzinsen. Insofern wäre bei der Steuerung von nicht reinen Handelsportfolien zutreffender von einem **geforderten Mindestergebnis**¹⁵⁶ auszugehen.

111

Basis für die Wahl des geforderten Mindestergebnisses ist das **Gesamtrisikobild** des Unternehmens. Eine notwendige, auch aus dem KonTraG¹⁵⁷ ableitbare, erste Bedingung für die Wahl des geforderten Mindestergebnisses ist, dass durch diese Wahl die **Risikotragfähigkeit** des Unternehmens nicht verletzt werden darf.¹⁵⁸ Da das geforderte Mindestergebnis **ein aktives Steuerungsmaß** darstellen soll, sollten vor seiner Verabschiedung generelle Überlegungen zum Risikoappetit des Unternehmens expliziert sein. Es sollte feststehen, welche Kapital-/Risikokapitalverzinsung angestrebt wird und welche operationellen Risiken versichert werden. Auch sollte mittels der Erstellung des Gesamtrisikobildes festgestellt worden sein, welche politischen und sonstigen Risiken dem Unternehmen drohen und wie diese die Risikotragfähigkeit des Unternehmens beeinflussen.

112

¹⁵⁶ Im Folgenden wird daher ausschließlich der weitere Begriff eines „geforderten Mindestergebnisses“ verwendet. In der Unternehmenspraxis findet sich daneben noch der Begriff des „Stop-Loss-Limits“. Dabei wird zum Teil noch in „Operative Stop-Loss-Limits“ und „Strategische Stop-Loss-Limits“ unterschieden. Operative Stop-Loss-Limits werden auf Einzelpositionen oder Portfolien gelegt, während Strategische Stop-Loss-Limits auf das gesamte Geschäftsergebnis einer Einheit oder Gesellschaft bezogen werden, also dem hier erläuterten geforderten Mindestergebnis entsprechen.

¹⁵⁷ Gesetz vom 27.04.1998, BGBl. I, S. 786 vom 30.04.1998, Inkrafttreten: 01.05.1998, vgl. auch Rdn. 3.

¹⁵⁸ Vgl. § 91 II AktG.

Dritter Teil: Risikomanagement

- 113 Risiko wurde als Abweichung vom Plan definiert.¹⁵⁹ Daraus folgt, dass der **Plan die Ausgangsgröße** des Limitsystems ist. Damit dient die vom Unternehmen gewählte zentrale Steuerungsgröße, z. B. der EBIT, EBITDA, Operating Profit¹⁶⁰, als Maß für das geforderte Mindestergebnis. Auch wenn diese Größe aus reinen Risikocontrolling-Erwägungen nicht optimal sein sollte¹⁶¹, empfiehlt es sich, die im Unternehmen gebräuchlichen Steuerungsgrößen zu verwenden, da diese Steuerungsgrößen die von den Führungskräften anerkannten Erfolgskennzahlen sind und damit die höchste Relevanz und Akzeptanz bei ihnen besitzen.

Abbildung 12 zeigt schematisch für ein Kraftwerkspotfolio und ein reines Handels- bzw. Vertriebspotfolio, wie aus dem Plan ein gefordertes Mindestergebnis bzw. eine Verlustobergrenze festgesetzt werden kann. Dabei wird der Planwert um einen Risikospielraum reduziert und damit ein gefordertes Mindestergebnis bzw. eine Verlustobergrenze determiniert.

- 114 Der **Risikospielraum** wird in verschiedene Komponenten untergliedert:
- Spielraum für Verluste aus Handelsgeschäften und nicht spezifizierten Ereignissen;
 - Spielraum für Preis- Liquiditäts- und Kreditrisiken;
 - Ggf. weitere Risikokomponenten.
- 115 Der erste Teil dieser Komponenten umfasst **Verluste** aus Handelsgeschäften, die vom Beginn des Betrachtungszeitraumes (z. B. des Geschäftsjahres) bis zum aktuellen Zeitpunkt realisiert wurden, also Verluste, die zum Zeitpunkt der Limitvergabe **noch nicht vorhersehbar** waren und die damit nicht in das Planergebnis eingeflossen sind. Weiterhin fallen darunter auch sämtliche andere Verluste, die seit Beginn des Betrachtungszeitraumes hingenommen werden mussten und nicht antizipiert worden waren, z. B. Verluste auf Grund von operationellen Risiken.¹⁶²

¹⁵⁹ Vgl. Kap. II. 1. Von Bedeutung ist in diesem Zusammenhang, wie die Prämissen des Plans so festgelegt werden können, dass der Plan nicht nur einer Abbildung der aktuellen Situation gerecht wird (Marktwert des Portfolios), sondern die strategischen Anforderungen (Steigerung des Ergebnisses) ebenfalls berücksichtigt werden.

¹⁶⁰ Zur Verteilung von Risikokapital auf die Geschäftseinheiten vgl. Kap. VI. 1. b.

¹⁶¹ Z. B. beinhaltet die Größe „EBIT“ Bestandteile, die nicht operativ beeinflusst werden können. Diese Bestandteile sind somit operativ für das Risikocontrolling eigentlich nicht relevant. Ihre Veränderung wirkt dennoch auf das Steuerungssystem. Das kann immer dann zu Erklärungsnotwendigkeiten und Korrekturen in der Risiko-steuerung führen, wenn Ereignisse außerhalb des Marktgeschehens so stark ergebniswirksam werden, dass dadurch das Limitsystem seinen Steuerungseffekt ganz oder teilweise verliert. Die Prozesse zur Erteilung von Sonderlimiten sollten darauf eingestellt sein.

¹⁶² Vgl. Kap. VI. 5. c.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

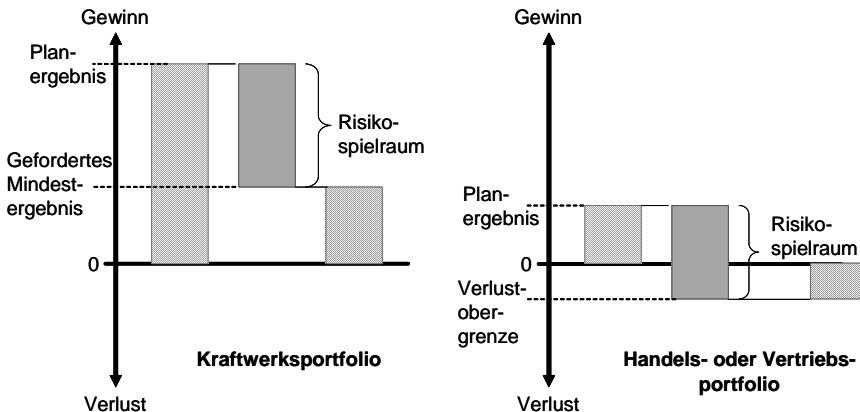


Abbildung 12: Festlegung von gefordertem Mindestergebnis bzw. Verlustobergrenze

Quelle: Eigene Darstellung

Die Spielräume für Preis-, Liquiditäts-, Kreditrisiken¹⁶³ und weitere Risikokomponenten determinieren die **maximal** in diesen Risikokategorien **erlaubten Risikopositionen**. Weitere Risikokomponenten können z. B. Volumen-, Basisrisiken¹⁶⁴ oder Politische Risiken¹⁶⁵ sein.

116

Mit dem Limit für das geforderte Mindestergebnis wird – bei Berücksichtigung der relevanten Risikokomponenten – das tatsächliche Ergebnis abzüglich der Risiken verglichen. Das Vorgehen wird in Abbildung 13 schematisch dargestellt. Ausgangspunkt dieser **Expositionsberechnung**¹⁶⁶ ist die Ermittlung des aktuellen Gesamtwertes des Portfolios (aktuelles Ergebnis). Für ein **reines Handel-**

117

163 Kreditrisikomodelle sind in der Regel sehr komplex, so dass Kreditrisiken im Energiehandel teils über Credit Exposure Limits gesteuert werden. Dadurch kann es auch unmöglich sein, das aggregierte Kreditrisiko in den Limitsystemen zu berücksichtigen. Diese Einschränkung ist in einem solchen Fall zumindest transparent der Geschäftsführung gegenüber zu kommentieren und zu dokumentieren. Es kann auch durch dementsprechende Risikoauflschläge vorgesorgt werden.

164 Zum Begriff „Basisrisiko“ vgl. Kap. VI. 2. a.

165 Volumen- und Basisrisiken sind dabei als wichtige Bestandteile eines Limitsystems anzusehen, während z. B. politische Risiken eher über das Risikomanagementsystem (vgl. Kap. IV. 1) erfasst werden.

166 Tatsächlich werden bei den meisten Verfahren zur Ermittlung eines Risikos, z. B. beim Value-at-Risk (vgl. z. B. Kap. VI. 3. a. bb) die Eingangsparameter statistisch geschätzt. Der Schätzwert ist dann mit einem Schätzfehler behaftet. „In praxisnahen Darstellungen wird dieser Aspekt in der Regel vernachlässigt und ist sprachlich dadurch verschleiert, dass man von der ‚Berechnung‘ des VaR spricht. Der VaR ist aber definitionsgemäß eine Kennzahl einer unbekannten Wahrscheinlichkeitsverteilung, der Verteilung der zukünftigen Kursänderung. Bei bekannter Wahrscheinlichkeitsverteilung kann der VaR mit analytischen oder numerischen Methoden berechnet werden. Bei unbekannter Wahrscheinlichkeitsverteilung muss diese aus den Beobachtungen geschätzt werden.“ (Huschens, Verfahren zur Value-at-Risk-Berechnung, in: Johanning/Rudolph, Handbuch Risikomanagement, Bad Soden 2000, S. 210 f.).

Dritter Teil: Risikomanagement

sportfolio ist dies wegen der im Wesentlichen aus den Handelspositionen resultierenden Gewinnen und Verlusten direkt aus dem Handelssystem bzw. den ergänzenden Systemen möglich. Bei einem **Kraftwerkssportfolio** müssen dafür die Daten über realisierte Gewinne und Verluste sowie – je nach Zielgröße – Abschreibungen aus dem Controlling bereitgestellt werden.

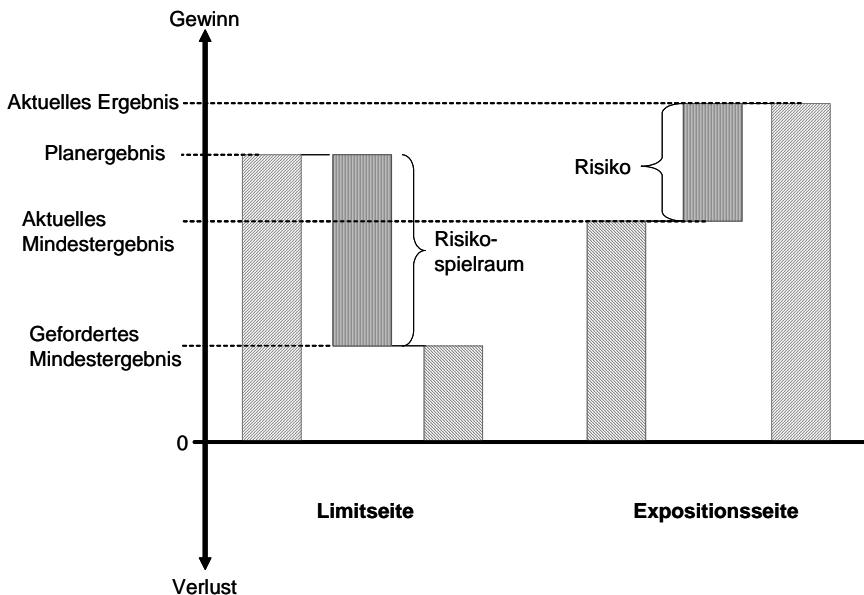


Abbildung 13: Aktuelles Mindestergebnis im Vergleich zum geforderten Mindestergebnis

Quelle: Eigene Darstellung

- 118 Da die Berichtsfrequenz des Controllings nicht täglich, sondern in der Regel **monatlich** ist, muss bei der täglichen Risikoberichterstattung¹⁶⁷ für die realisierten Gewinne und Verluste des aktuellen Monats bei einem Kraftwerkssportfolio zum Teil mit überschlägigen Rechnungen (z.B. lineare Interpolation) der reale Gewinn und Verlust des bereits abgelaufenen Teils des laufenden Monats **angenähert** werden.
- 119 Analog zur Festlegung der Limite für die einzelnen Risiken müssen nun die tatsächlichen Risikopositionen bestimmt und vom aktuellen Ergebnis abgezogen werden.
- 120 **Preisrisiken** resultieren aus den offenen Positionen des Portfolios, **Liquiditätsrisiken** des Marktes resultieren aus der Gefahr, Positionen u.U. nicht oder nicht zu den angenommenen Marktpreisen schließen zu können. **Kreditrisiken** re-

¹⁶⁷ Vgl. Kap. VI. 1. c.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

sultieren daraus, dass Marktteilnehmer ihren vertraglich fixierten Verpflichtungen nicht nachkommen wollen oder nachkommen können.¹⁶⁸

Zur Erhöhung der Sicherheit, dass das geforderte Mindestergebnis nicht verletzt wird, kann das Limit für die Marktpreisrisiken **mit dem Geschäftserfolg gekoppelt** werden. Für den Fall, dass sich der Wert des Portfolios so stark reduziert, dass eine Verletzung des geforderten Mindestergebnisses droht (d.h. der Spielraum für Verluste aus Handelsgeschäften und nicht spezifizierten Ereignissen aufgebraucht ist), wird das **Risikolimit** (z.B. das VaR-Limit) **reduziert**. Dies erfolgt so, dass selbst wenn die Risiken aus der offenen Position durch Schließen dieser Position zu Verlusten führen sollten, das Ergebnis stets noch oberhalb des Limits für das geforderte Mindestergebnis liegt. Dieses Prinzip wird in Abbildung 14 schematisch verdeutlicht.

Der oben beschriebene Mechanismus zur Reduzierung der Marktpreisrisiken bei drohender Verletzung des Limits für das geforderte Mindestergebnis führt zu einer relativ sicheren Einhaltung dieses Limits.¹⁶⁹ Die Frage dagegen, ob das Risiko besonders erfolgreicher Portfolien, die über Plan liegen, erhöht werden darf, ist eine Frage des Risikoappetits der verantwortlichen Organe. Hier gibt es drei Möglichkeiten:

- Ergebnis, das über Plan erwirtschaftet wird, muss sofort abgegeben werden. Es wirkt damit nicht limiterweiternd;
- Ergebnis, das über Plan erwirtschaftet wird, wirkt bis zum Geschäftsjahresende limiterweiternd, d.h. kann auch vollständig wieder verloren werden;
- Ergebnis, das über Plan erwirtschaftet wird, wirkt teilweise limiterweiternd.

121

122

¹⁶⁸ Verfahren zur Ermittlung von Marktpreisrisiken vgl. Kapitel VI. 5., von Liquiditätsrisiken vgl. Kap. VI. 5. b, von Adressenausfallrisiken vgl. Kap. VI. 4. Sollten die Risikokomponenten additiv verknüpft werden, so stellt dies eine Vereinfachung der tatsächlichen Risikosituation dar, die für die meisten Portfolien zu einer Überschätzung von Risiken führt. Eine integrierte Abbildung der Risikokomponenten würde i. d. R. zu einem geringeren Risikospielraum und damit auch zu einer geringeren Beanspruchung von Risikokapital führen. Sofern Risikokapital für die Renditeanforderung des Unternehmens wesentlich ist (vgl. Kap. VII. 1), haben die Geschäftseinheiten einen Anreiz, eine integrierte Risikoabbildung aufzubauen. Modellrisiken, die hier nicht explizit aufgeführt sind, stellen eine nicht zu vernachlässigende Größe dar, die z. B. durch einen Multiplikator auf die ermittelten Risikoexpositionen berücksichtigt werden (vgl. Kap. VI. 5. a). Bezuglich der Unterscheidung von Liquiditätsrisiken vgl. Rdn. 190.

¹⁶⁹ Auch bei bestmöglich geschlossener Position bleiben i. d. R. noch Basis- und Adressenausfallrisiken bestehen. Selbst wenn für diese noch Sicherheitsabschläge bereitgestellt werden, kann es zur Verletzung des Limits für das geforderte Mindestergebnis kommen; einerseits wegen der Fälle, die außerhalb des betrachteten Quantils bei der Risikoberechnung liegen, andererseits dadurch, dass die quantitativen Risikomodelle auf Vergangenheitszahlen basieren und damit Marktumbrüchen nicht oder nur ungenügend Rechnung tragen.

Dritter Teil: Risikomanagement

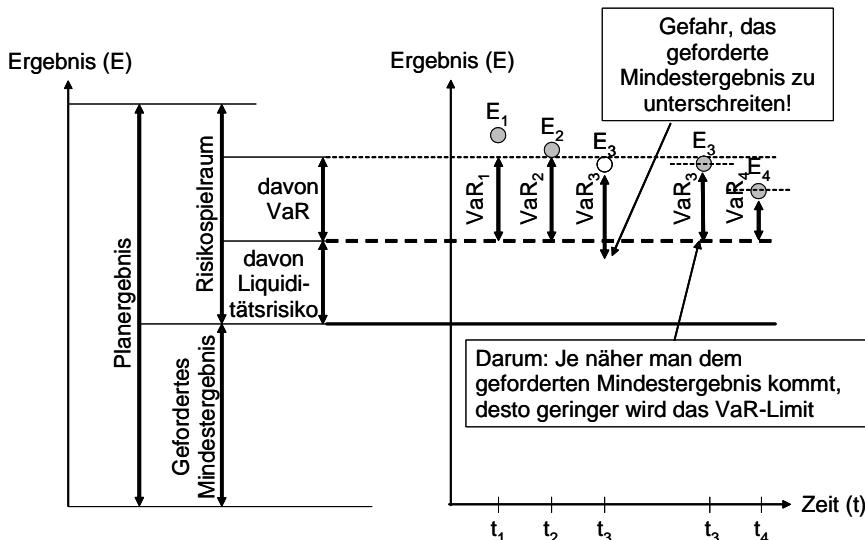


Abbildung 14: Kopplung des Limits für das Marktpreisrisiko mit dem aktuellen Ergebnis¹⁷⁰

Quelle: Eigene Darstellung

b) Limitvergabe

- 123 Das Aufsichtsorgan setzt den generellen Risikoappetit fest und gibt Limite an die **Geschäftsleitung**. Diese vergibt die **Gesamtlimite** für die einzelnen Geschäftsfelder. Dazu gehört insbesondere das Limit für das geforderte Mindestergebnis bzw. die Verlustobergrenze.¹⁷¹ Oberstes und gesetzlich gefordertes Gebot dabei ist, dass **bestandsgefährdende Risiken** wirkungsvoll **begrenzt** werden.¹⁷²

Eine Selbstverständlichkeit sollte es sein, dass Limite nur von der Stelle erweitert oder temporär ausgesetzt werden können, die das Limit vergeben hat und nur so, dass dadurch die Gesamtlimitkompetenz der vergebenden Stelle nicht überschritten wird. Gute Geflogenheit ist es, die übergeordnete Stelle über die Aufteilung von Limiten im eigenen Verantwortungsbereich zu informieren.

Abgesehen von der notwendigen Bedingung, dass ein Limitsystem bestandsgefährdende Risiken nicht zulassen darf, gibt es in der Praxis verschiedene Mög-

170 Das Marktpreisrisiko wird hier als Value-at-Risk ausgedrückt (vgl. Kapitel VI. 5).

171 Vgl. Kap. VI. 1. a. Diese Festlegung kennzeichnet den „Risikoappetit“ (für zumindest diese Risikokategorie) und ist natürlich in Kombination mit allen weiteren Risiken des Konzerns durch die Risikotragfähigkeit des Unternehmens nach oben begrenzt.

172 Vgl. § 91 II AktG. Demnach ist der Vorstand verpflichtet, „geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden.“

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

lichkeiten, die Höhe von Limiten und deren Verteilung auf die Geschäftsfelder festzulegen, von denen hier auf vier eingegangen wird.

aa) Auf Basis einer historischen/pragmatischen Herangehensweise

In der Praxis werden Limite teilweise pragmatisch aufgrund historisch gewachsener Geschäftsaktivitäten oder auf der Basis von Verhandlungen zwischen den Leitern der operativen Einheiten und der Geschäftsleitung vergeben. Das **Risiko der Geschäftsaktivitäten** wird dabei ermittelt, es wird abgeschätzt, inwieweit dieses Risiko angemessen erscheint und das Limit so gesetzt, dass das Geschäftsfeld das betreffende Geschäft mit dem vergebenen Limit derzeit absehbar uneingeschränkt fortführen kann. 124

Der Vorteil eines solchen Verfahrens liegt in seiner **Einfachheit**. Einem so abgeleiteten Limit kann jedoch nur insofern eine Steuerungsfunktion zugebilligt werden, als dass es bei einem starken Anwachsen der Risikosituation zu einer Begrenzung kommt bzw. auf diese aufmerksam gemacht wird. Eine strategische, rendite-maximierende Steuerung des Einsatzes von Risikokapital ist damit nicht gegeben.

bb) Limitvergabe auf einem internen Marktplatz

Um die Vergabe von Limiten kompetitiv zu gestalten, können Limite **intern versteigert** werden. Das Versteigerungsverfahren hat hier einen wesentlichen Einfluss darauf, ob der gewünschte Effekt einer effizienten Risikokapitalallokation erreicht wird. 125

Vorteilhaft an einer solchen Verfahrensweise ist, dass die Inanspruchnahme von Risikokapital tatsächlich für den operativen Bereich nicht kostenlos ist und damit implizit zur **Erhöhung der Renditeanforderung** führt. Weiterhin vorteilhaft an der Versteigerung ist damit, dass – bei relativ geringer Komplexität – ein Anreiz zu einem **effizienten Umgang mit Risikokapital** geschaffen wird. Ein Nachteil bei der Verteilung der Limite über eine interne Versteigerung ist, dass es bei einigen Versteigerungsverfahren Möglichkeiten gibt, zu manipulieren. Dies kann jedoch durch die Wahl eines **geeigneten Verfahrens**¹⁷³ weitgehend ausgeschlossen werden.

cc) Limite aus Erwägungen des Risiko-Rendite-Verhältnisses

Dabei wird vorausgesetzt, dass Risikokapital im Unternehmen als ein knappes Gut behandelt wird und damit das Limit **in Abhängigkeit von der angestrebten Rendite festgelegt** werden muss. Ein solches Limit hat eine selbst-korrigie-

¹⁷³ Z. B. Kompetitive Auktion als besondere Art einer Vickery Auction, vgl. speziell hierzu und zu Vor- und Nachteilen verschiedener Versteigerungsverfahren Klein, Verauktionierung von Eigenkapitallimiten: Zur Eignung marktlicher Mechanismen für die dezentrale Bankgeschäftssteuerung, in: Weinhardt/Meyer zu Selhausen/Morlock (Hrsg.), Informationssysteme in der Finanzwirtschaft, Berlin 1998; zur „Dutch auction“ vgl. Achleitner, Handbuch Investment Banking, 2. Auflage, Wiesbaden 2000, S. 569 f.

Dritter Teil: Risikomanagement

rende Wirkung: Ertragsstarke Portfolien erhalten mehr Risikokapital als ertrags schwache Portfolien. Die theoretisch konsistente Aufteilung des Risikokapitals auf die Geschäftseinheiten im Rahmen eines **Risk Adjusted Performance Measures (RAPM)**¹⁷⁴, z. B. auf Handel, Vertrieb und Erzeugung, stellt ein komplexes Allokationsproblem dar, in das neben vielen geschäftspolitischen Erwägungen auch steuerliche und bilanzielle Erwägungen einfließen. Je nach Rahmenbedingung und Zielstellung gibt es hier verschiedene Verfahrensvorschläge, die jedoch in der energiewirtschaftlichen Praxis eine eher untergeordnete Rolle spielen.¹⁷⁵

dd) Limite auf Basis übergeordneter strategischer Entscheidungen

- 127 Dabei vergibt die **Geschäftsleitung** explizit die Limite für einzelne Portfolien/Geschäftsaktivitäten nicht auf der Basis eines RAPM, sondern auf Basis ihrer Einschätzung bezüglich der **Dienlichkeit für konkrete Geschäftsziele** (z.B. eine bestimmte Marktposition in einem bestimmten Marktsegment zu erreichen). Implizit werden diese strategischen Ziele selbstverständlich auch auf Basis einer Renditeeinschätzung erfolgen, diese kann jedoch z. B. wegen des langen Zeithorizontes, der mit den Entscheidungen verbunden ist, nicht unmittelbar gemessen werden. Der Erfolg dieses Vergabeverfahrens hängt wesentlich vom Zutreffen der **Einschätzungen** der Geschäftsleitung bezüglich der Veränderung von Rahmenbedingungen ab. Eine Fehlallokation von Risikokapital kann damit nicht ausgeschlossen werden. Dennoch ist eine derartige Vergabe von Risikokapital, insbesondere bei Kraftwerksinvestitionsentscheidungen angesichts der fehlenden Liquidität der Absicherungsmärkte über den langen Zeitraum der Investitionsabschreibung, häufig eine sinnvolle Maßnahme.

c) Limitüberwachung und Berichtswesen

aa) Anforderungen an das Berichtswesen aus Sicht der Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk)

- 128 Gemäß MaRisk muss die Risikoberichterstattung **regelmäßig** und **nachvollziehbar** sein. Sie sollte die Risikolage beschreiben und beurteilen, Handlungsvorschläge aufführen und eingeleitete Maßnahmen dokumentieren. Unverzüglich muss bei wesentlichen Änderungen der Risikolage **berichtet** werden. Auch die Aufsichtsorgane sind über die Risikosituation zu unterrichten.¹⁷⁶

174 RAPM = Effektives Ergebnis/Effektives Kapital.

175 Vgl. a. Kap. VII. 1. Bezüglich der prinzipiellen Problematik der Risikokapitalallokation s. Suhiater, Ermittlung divisionaler Eigenkapitalkosten in wertorientierten Steuerungsansätzen, Chemnitz 2004.

176 MaRisk 2017, AT 4.3.2 Tz. 3: „Die Geschäftsleitung hat sich in angemessenen Abständen über die Risikosituation berichten zu lassen. Zudem hat die Geschäftsleitung das Aufsichtsorgan mindestens vierteljährlich über die Risikosituation in angemessener Weise schriftlich zu informieren. Einzelheiten zur Risikoberichterstattung an die Geschäftsleitung und an das Aufsichtsorgan sind in BT 3 geregelt.“

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

bb) Anforderungen an das Berichtswesen aus der Unternehmenspraxis

Aus der Unternehmenspraxis sind zwei Anforderungen an ein **Risikoberichtswesen** hervorzuheben: 129

- **Empfängerorientierung:** klare Struktur, Verständlichkeit, schneller Überblick, adressatengerechte Detailtiefe;
- **Relevanz:** angemessene Frequenz der Berichterstattung, Korrektheit und Aussagekraft der Information.

Empfängerorientierung und Relevanz sind zwingende Voraussetzungen für die Funktionsfähigkeit des Risikomanagementprozesses. Unverständliche Berichte, zu seltene, zu häufige oder falsche Berichte können alle eine ähnliche Konsequenz haben: in entscheidenden Marktphasen finden sie nicht die erforderliche Beachtung bzw. liefern keine adäquate Informationsbasis.

Häufig diskutiert wird in diesem Zusammenhang die Frage, welche **Berichtsfrequenz** als adäquat angesehen werden kann. Ausschlaggebend sind hier zum einen die Dynamik des Marktes, in dem agiert wird, zum anderen die Portfoliostruktur und die offene Position. U. E. sollten alle Portfolios, die in nennenswertem Umfang Markt- oder Kreditrisiken im Strommarkt aufweisen, täglich beurteilt werden.¹⁷⁷ Für Portfolios, deren Position sich nur langsam ändert und nicht groß ist (absolut oder im Vergleich zur Gesamtposition des Unternehmens), können u. U. pragmatische Kompromisse gemacht werden. 130

Allerdings sollte, auch wenn die Berichterstattung z. B. nur wöchentlich oder bei unbedeutenden Positionen monatlich ist, häufiger geprüft werden, ob gewisse Schwellenwerte eingehalten werden und bei Überschreitung der Schwellenwerte eine Ad-Hoc-Berichterstattung erfolgen. Statt einer Verringerung der Berichtsfrequenz bei sich langsam ändernden Risiken, kann alternativ eine obligate tägliche Meldung festgelegt werden, die für Tage ohne wesentliche Änderungen genau dies wiedergibt und die dann klar in der Verantwortung des Beobachters des entsprechenden Risikos liegt. Durch eine solche explizite tägliche Bestätigung, dass es nichts Relevantes zu berichten gibt, ergibt sich eine u. U. wesentlich stärkere Identifikation des Verfassers mit diesem Negativtestat als bei einer impliziten Negativmeldung.¹⁷⁸

177 MaRisk 2017, BTR 2.2 Tz. 2: „Die mit Marktpreisrisiken behafteten Positionen des Handelsbuches sind täglich zu bewerten“, Tz. 3: „Es ist täglich ein Ergebnis für das Handelsbuch zu ermitteln. Die bestehenden Risikopositionen sind mindestens einmal täglich zum Geschäftsschluss zu Gesamtrisikopositionen zusammenzufassen.“ sowie BTR 1 Tz. 5: „[...] Ab einer unter Risikogesichtspunkten festgelegten Höhe sind Überschreitungen von Kontrahenten- und Emittentenlimiten den zuständigen Geschäftsleitern täglich anzugezeigen.“

178 Obwohl die Aufmerksamkeit des für die Berichterstattung Zuständigen so höher sein kann, ist ein ganz klarer Nachteil dieses Verfahrens allerdings, dass die Aufmerksamkeit, die einem solchen Bericht von Seiten eines Empfängers entgegengebracht wird, abnehmen wird („wieder nichts Neues“). Daher eignet sich eine derartige Berichtsweise von Negativmeldungen mit Sicherheit nicht für Managementberichte.

Dritter Teil: Risikomanagement

- 131 Ziel einer **guten Darstellung im Risikobericht** ist es u.E. die wesentlichen Informationen so aufzubereiten, dass innerhalb kürzester Zeit von den Entscheidungsträgern entschieden werden kann, ob es erforderlich ist, sich unmittelbar intensiver mit dem Berichtsinhalt zu beschäftigen (1. Berichtsseite) und ggf. die weiteren Informationen nachrangig darzustellen (weitere Seiten des Berichts). Abbildung 15 zeigt ein Beispiel für die Gliederung eines Risikoberichts (1. Berichtsseite) für ein Energiehandelsportfolio.

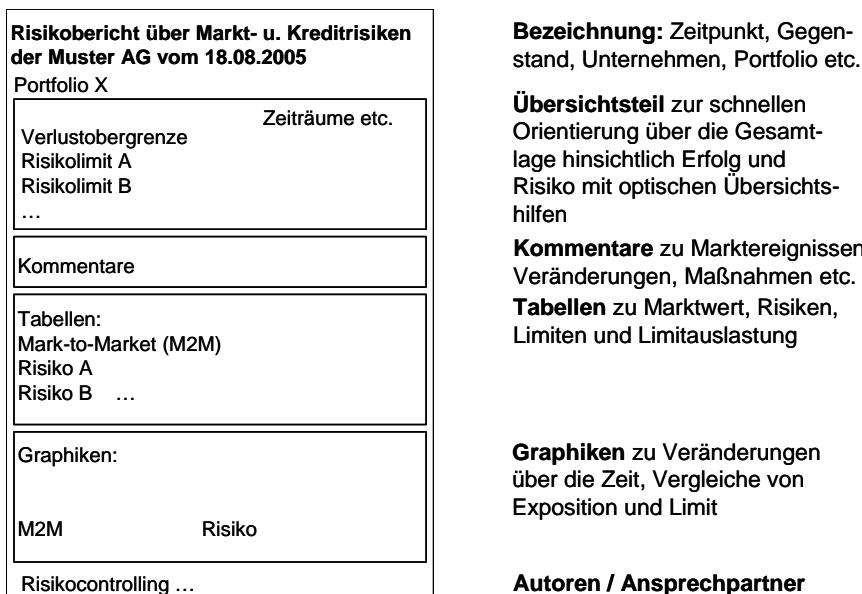


Abbildung 15: Beispiel für die Gliederung eines Risikoberichts

Quelle: Eigene Darstellung

2. Bewertung der Position

- 132 **Marktpreisrisiken** stellen eine der umfangreichsten Risikokomponenten für das Risikocontrolling dar. In Kapitel VI. 2. a wird auf diese Risiken für den Strom-, den Gas-, den Kohle- und den Fernwärmemarkt kurz eingegangen. In Kapitel VI. 2. b über die Marktwertbestimmung von Produkten wird die Ermittlung von Forward-Kurven und Marktpreiskurven sowie deren Anwendung beim Mark-to-Market und Mark-to-Model beschrieben.
- a) *Marktrisiken von Strom-, Gas-, Kohleprodukten und Fernwärmeverträgen*
- 133 Marktpreisrisiken, Volumenrisiken, Basisrisiken und das Liquiditätsrisiko des Marktes sind **Bestandteile des Marktrisikos**. Das Marktrisiko kann als „Gefahr, dass bestehende Aktiva auf Grund einer negativen Marktentwicklung [...] an

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Wert verlieren und für den Risikoträger ein Verlust [...] entsteht“¹⁷⁹ definiert werden.

Marktpreisrisiken sind Verlustrisiken eines Kontrakts oder Portfolios auf Grund der Veränderung von Marktpreisen. Für die Kontrakte im Stromgeschäft sind Energiepreisrisiken, Emissionspreisrisiken, Fremdwährungsrisiken und Zinsänderungsrisiken die wesentlichen Komponenten des Marktpreisrisikos. 134

Unter **Volumenrisiko** versteht man den drohenden Verlust infolge ungenauer Prognosen des Strombedarfs, unerwarteter Verluste von Kunden, unvorhergesehener Erzeugungsausfälle oder Veränderungen im Revisionsplan von Erzeugungsanlagen usw. 135

Neben den offensichtlichen Volumenrisikokomponenten durch den Ausfall von konventionellen Erzeugungskapazitäten spielen für das Risikocontrolling vor allem Volumenrisiken aus der fluktuierenden Erzeugung erneuerbarer Energiequellen und Volumenrisiken der Vertriebsportfolien eine Rolle, da diese häufig komplexe statistische Modelle für eine Quantifizierung voraussetzen.

Das **Basisrisiko** ergibt sich aus einer Preisveränderung der zugrundeliegenden Position und nicht äquivalenten Preisveränderung des Absicherungsinstrumentes (z. B. bei unterschiedlichen Qualitäten, Zeiten und/oder Lieferorten).¹⁸⁰ 136

Offensichtlich sind hier die Risiken, die durch das Absichern von Stromlastprofilen mit Standard-Produkten und durch das Anpassen von Absicherungsstrategien mittels Produkten mit den jeweils aktuell liquiden Laufzeiten entstehen. Erwähnenswert sind hier auch die Risiken, die bei der Absicherung von Brennstoffpositionen noch als Basisrisiken offen bleiben, z. B. bei der Absicherung von Steinkohlepreisen für den Bedarf von Kraftwerken mit Kohle-Swaps oder bei der teilweisen Absicherung von Gasverträgen, die auf Ölpreise indiziert sind, über Ölderivate.

Das **Liquiditätsrisiko** des Marktes¹⁸¹ entsteht dadurch, dass Positionen im Markt nicht glattgestellt werden können, da sich kein Marktteilnehmer findet, 137

179 Vgl. *Romeike*, Lexikon Risiko-Management, Köln 2004, S. 78 f.; Das Marktpreisrisiko wird jedoch mitunter vereinfachend auch als Marktrisiko bezeichnet (vgl. *Gerke*, Börsenlexikon, 2002, S. 524).

180 Basisrisiken sind häufig unvermeidbar, da das eigentliche Produkt nicht finanziell abgesichert werden kann, z. B. wegen mangelnder Liquidität oder genereller Nicht-Verfügbarkeit am Markt. Somit wird versucht, so man sich absichern will, ein Produkt mit historisch hoher Preiskorrelation zum abzusichernden Gut zu erwerben bzw. zu verkaufen.

181 In den MaH wurde sowohl auf das Liquiditätsrisiko des Marktes als auch auf das Risiko bei der Liquiditätssteuerung eingegangen (*BaFin*, MaH: Verlautbarung über die Mindestanforderung über das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute vom 23. 10. 1995, Kap. 3.2.3 (Gz.: I 4-42-3/86), aufgehoben durch Rundschreiben 18/2005 (BA) vom 20. 12. 2005 – Mindestanforderungen an das Risikomanagement, aktuelle Fassung: *BaFin*, Rundschreiben 10/2012 (BA) vom 14. 12. 2012 (Gz.: BA 54-FR 2210-2012/0002) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk). In den MaRisk wird vornehmlich auf das Liquiditätsrisiko der Steuerung der Zahlungsflüsse des Unternehmens fokussiert (MaRisk 2017, BTR 3).

Dritter Teil: Risikomanagement

der bereit ist, ein Gegengeschäft zur entsprechenden Position zum aktuellen Marktpreis oder überhaupt einzugehen.

Das Liquiditätsrisiko ist nicht exakt zu modellieren, da – im Gegensatz zu Preisen – Liquidität am Markt nicht direkt beobachtbar ist. Zwar können der Abstand (Spread) zwischen Geld- und Briefseite der Quotierung und die gehandelten Volumen, die zumindest bei Börsen-Standard-Produkten bekannt sind, als Anhaltspunkt für Liquidität angesehen werden, daraus wird jedoch dennoch nicht unmittelbar ablesbar, wie sich der Preis über die zu vermarktenden bzw. zu beschaffenden Mengen eines Produktes verändern würde. In diesem Zusammenhang ist auch problematisch, dass die Liquidität sich über die Zeit stark verändern kann und damit einmal geschätzte Beziehungen laufend überprüft werden müssen.

- 138 **Stromkontrakte** am Großhandelsmarkt haben als wesentliches Marktpreisrisiko die **unmittelbare Preisänderung von Strom** (implizit damit auch das Risiko durch die Preise für u.a. CO₂-Zertifikate). Da die Kontrakte in Mitteleuropa in EUR gehandelt werden, besteht hier i. d. R. kein Fremdwährungsrisiko. Stromverträge mit Endkunden können neben fixen Preisen z. T. **Preisgleitklauseln** aufweisen, die ein erhebliches Preisrisiko verursachen, so z. B. Indexierungen an Metallpreise.
- 139 **Kohleverträge** dagegen sind häufig in USD notiert und weisen daher ein **Fremdwährungsrisiko** auf. Selbst die Verträge, die in EUR nominiert sind, weisen u.U. ein solches auf, z.B. wenn sie Preisgleitklauseln, die auf in USD quotierte Preisindizes referenzieren, enthalten oder auf Indizes, die zwar nominell nicht vom USD abhängen, jedoch hoch mit diesem korreliert sind, verweisen. Außerdem enthalten langfristige Brennstoffverträge (Stein- oder Braunkohle, aber auch Kernbrennelemente) i. d. R. **weitere risikobehaftete Gleitklauseln**, z. B. auf die Entwicklung von Lohnkosten.
- 140 **Gasverträge** enthalten zusätzlich häufig **Gleitklauseln auf die Preise von Ölprodukten**. Dabei stellt aus Sicht des Risikomanagements die Absicherung solcher Verträge eine besondere Herausforderung dar, da die Indizierung zumeist auf nicht liquiden bzw. auf nicht vollständig transparenten Ölprodukten beruht (z. B. Heizöl Rheinschiene). Die daraus resultierenden Basisrisiken sowie die durch Volumenschwankungen hervorgerufenen Risiken führen dazu, dass Gasverträge je nach spezifischer Ausgestaltung in der Praxis teilweise nur kompliziert oder über relativ teure **Absicherungsprämien** abgesichert werden können.
- 141 **Fernwärmeverträge** können z. B. an bestimmte Brennstoffpreise **indiziert** sein und so eine teilweise implizite Absicherung von Marktpreisrisiken eines Erzeugungspotfolios darstellen. Gleitklauseln weisen hier häufig noch zeitliche Verzögerungen auf, die die Abbildung im Risikosystem verkomplizieren. Fernwär-

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

meverträge enthalten i.d.R. außerdem erhebliche **Volumenrisiken**, die zu einem nicht unerheblichen Anteil das Wetter als erklärende Größe haben.¹⁸²

b) *Marktwertbestimmung*

Basis jeder Orientierung für Entscheidungen in risikobehafteten Geschäftsfeldern ist einerseits der aktuelle Wert des Portfolios (**Mark-to-Market**) und andererseits das **damit verbundene Risiko**. Der aktuelle Wert ist nicht nur für das Finanzcontrolling von Bedeutung, sondern auch maßgeblicher Bestandteil von Limitsystemen.¹⁸³ Der aktuelle Wert wird ganz wesentlich durch den Marktpreis der gehandelten Produkte¹⁸⁴ oder durch daraus über Modelle abgeleitete Modellpreise bestimmt¹⁸⁵ und in der Forward-Kurve oder Marktpreiskurve abgelegt.¹⁸⁶

aa) *Forward-Kurven und stündliche Marktpreiskurven*

Zentraler Bestandteil für die Ermittlung des Wertes eines Produktes ist die **Forward-Kurve**. Sie besteht aus den Quotierungen der Forwards (oder Futures) eines bestimmten Produktes oder einer Produktgruppe.

Für Produkte, die an Börsen – z.B. der EEX – notiert sind, werden die **tagesaktuellen Kurse** für die Erstellung der Forward-Kurve verwendet (z.B. End-of-Day-Preise).¹⁸⁷

Bei der Erstellung einer Forward-Kurve werden drei Kurven unterschieden, die **Briefkurve** (Ask-Curve, Angebotskurve), die **Geldkurve** (Bid-Curve, Nachfragekurve) und die Kurve des Mittelwertes aus Geld- und Briefquotierungen (**Mid-Curve**). Erfolgt die Bewertung auf der Basis tatsächlich gehandelter Produkte, so ist diese Unterscheidung gegenstandslos. Zur Bewertung auf der Basis von Quo-

¹⁸² Zum Umgang mit Wetterrisiken vgl. z. B. Meyer, Risikomanagement von Wetterrisiken, o. O. 2002. Wetterderivate stellen zwar prinzipiell eine gute Absicherungsmöglichkeit für Kraftwerke mit Kraftwärmekopplung (KWK) dar. Eine Absicherung sollte ggf. jedoch nur aus der Portfoliosicht heraus erfolgen, da anderenfalls i. d. R. kein aus Konzernsicht effizientes Ergebnis erzielt werden kann. Da KWK-Portfolien häufig von sehr vielen teilweise korrelierten Risikofaktoren abhängen, bedarf es daher zur genauen Bestimmung der Wetter-Risikoexposition umfangreicher Portfolioanalysen.

¹⁸³ Vgl. Kap. VI. 1. a.

¹⁸⁴ Mark-to-Market, vgl. Kap. VI. 2. b. bb.

¹⁸⁵ Mark-to-Model, vgl. Kap. VI. 2. b. cc.

¹⁸⁶ Vgl. Kap. VI. 2. b. aa.

¹⁸⁷ Tatsächlich wird unabhängig davon, ob es sich bei der Kurve um Forward- oder Future-Quotierungen handelt, von einer „Forward-Kurve“ gesprochen. Für die Bewertung von Produkten kann es allerdings z. B. wegen des aus den unterschiedlichen Zahlungsströmen resultierenden Zinseffekts und des Kreditrisikos eine Rolle spielen, ob Forward- oder Future-Preise zur Erstellung der Kurve verwendet werden. Produkte, die nicht an der Börse notiert werden, können über Quotierungen von Maklern (Brokern) bewertet werden. Wichtig dabei ist es, Quotierungen von verschiedenen Quellen einzuholen und täglich, am besten automatisiert durch Plausibilitätskriterien, die Qualität dieser Daten zu überprüfen.

Dritter Teil: Risikomanagement

tierungen wird in der Regel die Mid-Curve herangezogen, da nur diese Kurve (oder tatsächlich gehandelte Preise) zu einer arbitragefreien Bewertung führt.

- 145 Neben der Forward-Kurve spielt die **Kurve zur Bewertung von Lastprofilen auf Stundenbasis**¹⁸⁸ eine wesentliche Rolle für die Marktwertbestimmung solcher Produkte. Da es für die Stundenpreise nur einen sehr kurzfristigen Markt gibt¹⁸⁹, muss diese Kurve aus einem Modell auf der Basis der Forward-Kurve (legt das Niveau fest) und den **historischen Daten der Stundenpreise** (legen das Profil fest) ermittelt werden.¹⁹⁰ Zur Ermittlung des Profils aus den historischen Daten können statistische Schätzverfahren verwendet werden. Ihre Qualitätsprüfung sollte regelmäßig über ein Backtesting¹⁹¹ erfolgen.

Nachdem die Forward-Kurven die Grundlage für alle Bewertungsvorgänge der Portfolios und für den Risikotransfer zwischen den Wertschöpfungsstufen darstellen, sind sie von zentraler Wichtigkeit – nicht nur für ein Handelshaus, sondern auch für die **Erzeugung und den Vertrieb**. Sie stellen auch eine potentielle Möglichkeit dar, das Ergebnis eines Handelshauses in unzulässig positiver Weise darzustellen und sind daher aus der Kontrollperspektive des Risikocontrollings von großer Bedeutung. Somit ist es wichtig, dass ihre Erstellung durch eine von allen Handelsaktivitäten **unabhängige Stelle** vorgenommen wird.¹⁹²

Diese Unabhängigkeit gilt auch für die Entwicklung bzw. Freigabe von Methoden zur Erstellung von Marktpreiskurven, für die Kontrolle der eingegebenen Daten und für die Verwaltung und Kontrolle der relevanten Benutzerrechte in IT-Systemen.

- 146 **Preisprognosen** unterscheiden sich prinzipiell von Forward-Kurven dadurch, dass sie Markteinschätzungen zukünftiger Preisentwicklungen darstellen und nicht offizielle Marktdaten über die aktuellen Preise für Lieferungen in der Zukunft. Für alle offiziellen Marktwertbestimmungen sollten soweit möglich Forward-Kurven und keine Preisprognosen verwendet werden. Für die Bewertung nicht-liquider Zeiträume, kann es jedoch teilweise erforderlich sein, auch Preisprognosen zu verwenden. Diese Bewertungen sollten jedoch eindeutig als nicht auf offiziellen Marktdaten beruhend **gekennzeichnet** sein.

¹⁸⁸ Oder ggf. je nach Markt kleinere Zeitintervalle.

¹⁸⁹ Liquide ist hier nur der Day-ahead-Markt.

¹⁹⁰ Theoretisch denkbar wäre es hier auch, ein fundamental begründetes Modell zur Ermittlung des Preisprofils heranzuziehen. Auf der Basis von Lastschätzungen des relevanten Marktes (Nachfragekurve) und eines Modells des Kraftwerksparks des relevanten Marktes (Angebotskurve) ergäbe sich ein Preis für jede Last. In der Praxis ist ein derartiger Ansatz jedoch wegen der hohen Anforderungen an das Datenmaterial sicherlich nur schwer modellierbar und wegen nicht beobachtbarer Markteinflüsse für Bewertungszwecke nicht belastbar.

¹⁹¹ Vgl. Kap. VI. 5. a. bb.

¹⁹² Vgl. Kap. V. 2. a.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

bb) Mark-to-Market

Beim **Mark-to-Market** – also der Bestimmung des aktuellen Marktwertes eines Produktes im Vergleich zu seinem Einkaufs-/Verkaufswert oder zu seinem Wert zu einem anderen Zeitpunkt – wird versucht, möglichst aktuell und genau zu bestimmen, welcher Gewinn bzw. Verlust beim **Glattstellen**¹⁹³ einer Einzelposition oder aller bereits gekauften und noch nicht wieder verkauften bzw. bereits verkauften und noch nicht eingekauften Produkte eines Portfolios realisiert würde.¹⁹⁴

In der Praxis spielen hier drei Gewinn- und Verlustgrößen (**Profit-and-Loss**, abgekürzt PnL oder P&L) eines Produktes oder Portfolios eine Rolle:

- Der aktuelle Marktwert im Vergleich zum Wert beim Erwerb/Verkauf des Produktes (**PnL Life-to-Date**);
- Die Marktwertveränderung ab einem bestimmten anderen Datum, i. d. R. dem Beginn des aktuellen Jahres bzw. Geschäftsjahres (**PnL Year-to-Date**);
- Die Marktwertveränderung von gestern bis heute (**Daily PnL**).

Generell wird verglichen, welcher Preis für ein gekauftes bzw. verkauftes Produkt bezahlt bzw. erhalten wurde und welcher Preis bei dessen Wiederveräußerung bzw. -eindeckung aktuell zu erzielen bzw. zu bezahlen wäre.¹⁹⁵ Wäre beispielsweise bei einem gekauften Produkt der aktuelle Verkaufspreis höher als der Preis zu dem das Produkt gekauft wurde, so würde die Wertermittlung zu einem Gewinn führen.

Die Wertermittlung (Mark-to-Market) ist bei einem Produkt ohne Optionalität (z. B. einem Forward oder Future) vergleichsweise einfach und wird am Beispiel eines solchen standardisierten Stromhandelsproduktes in der folgenden Gleichung dargestellt¹⁹⁶.

¹⁹³ Unter Glattstellen (oder Schließen) einer Position bezeichnet man das Eingehen einer entsprechenden Gegenposition.

¹⁹⁴ Dabei wird vorausgesetzt, dass der Marktpreis, der für das Mark-to-Market angesetzt wurde, dann auch tatsächlich realisiert werden kann. Dies ist im Fall von illiquiden Produkten bzw. im Vergleich zu üblichen Handelsgrößen relativ großen Positionen durchaus nicht immer möglich und stellt das sog. Liquiditätsrisiko des Marktes dar (vgl. Kap. VI. 2. a u. Kap. VI. 5. b).

¹⁹⁵ Vgl. einschränkend hierzu Rdn. 147 sowie die dortigen Fußnoten sowie Rdn. 190 (Liquiditätsrestriktion).

¹⁹⁶ Der Einfachheit halber wird hier auf die in der Praxis erforderliche Abdiskontierung verzichtet. Dabei gibt es verschiedene Verfahren der Abdiskontierung, die die tatsächlichen Geldströme mehr oder weniger genau abbilden.

Dritter Teil: Risikomanagement

$$W = V (P_F - P_R)$$

- mit: W – Wert des Produktes
 V – Gekauftes oder verkauftes Volumen des Produktes¹⁹⁷
 P_F – Aktueller Marktpreis (Forward-Preis)
 P_R – Realisierter Kauf- oder Verkaufspreis

- 150 Da sich die Werte der Produkte eines Portfolios aus den Einzelwerten addieren, ergibt sich der **Wert eines Gesamtportfolios** als Summation:

$$W_{Gesamt} = \sum \sum W_{ij}$$

- mit: i – Zählindex über alle Produkte und Zeiträume
 j – Zählindex über alle Produkttypen

- 151 Der **Wert von Produkten mit Optionalitäten** kann entweder **direkt aus dem Markt** ermittelt werden¹⁹⁸ oder mit Modellen berechnet werden. Die Methode, die für die Marktwertbestimmung zu bevorzugen ist, ist die Ermittlung aus dem Markt, da Modelle falsch sein können, d. h. sich bei der Verwendung von Modellen zur Marktwertbestimmung eine weitere Unsicherheit, das sog. **Modellrisiko**, ergibt.¹⁹⁹ Der Hauptunterschied bei der Bewertung von Produkten mit Optionalität zur Bewertung von Produkten ohne Optionalität ist, dass bei ersten neben den Produktparametern nicht mehr nur ausschließlich der aktuelle Preis des zugrundeliegenden Produktes (des sog. **Underlying**) eine Rolle spielt, sondern u. a. auch die historischen Preisänderungen (**Volatilität**), da sie einen Hinweis auf die Wahrscheinlichkeit geben, mit der die Optionalität an Wert gewinnen oder verlieren wird. Für viele Produkte mit Optionalitäten ergibt sich die Notwendigkeit, deren Wert über Modelle zu bestimmen, da keine tagesaktuellen oder hinreichend verlässlichen Quotierungen für sie zu bekommen sind.

cc) *Mark-to-Model*

- 152 Alle Verfahren, bei denen der Marktwert nicht mit Hilfe von unmittelbar aus dem Markt ablesbaren Preisen ermittelt wird, sondern mit Hilfe von **durch ein mathematisches Modell berechneten oder geschätzten²⁰⁰ Preisen** ermittelt wird, können als „Mark-to-Model“ bezeichnet werden. Die Bewertung erfolgt dabei analog zum Mark-to-Market, allerdings mit den modellierten Preisen, anstatt mit der Forward-Kurve.

197 Dabei gilt als Vorzeichenkonvention: Gekauftes Volumen (Long-Position) ist positiv, verkauftes Volumen (Short-Position) ist negativ.

198 Unmittelbar aus den von der Börse veröffentlichten Preisen oder aus den Quotierungen der Broker. Bei Letzterem empfiehlt es sich, mehrere Broker anzufragen, die Werte zu vergleichen und auch möglichst Informationen hinsichtlich der Liquidität der Produkte einzuholen.

199 Vgl. Kap. VI. 5. a. Das Modellrisiko besteht aus zwei Komponenten, dem Risiko inadäquater Modelle und dem Risiko inkorrektler Modelle.

200 Der Begriff „geschätzt“ ist hier im Sinne eines statistischen Schätzverfahrens zu verstehen.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Ein für die tägliche Bewertung von Stromverträgen zentrales Modell ist das **Modell zur Erstellung einer stündlichen Marktpreiskurve** z. B. auf der Basis der Quotierungen für die Standard-Produkte Peak und Base, da diese Marktpreiskurve zur Bewertung von Lastprofilen benötigt wird. Weitere wichtige Modelle sind zur Bestimmung des Wertes von Produkten mit Optionalitäten notwendig.²⁰¹

Prinzipiell können energiewirtschaftliche Verträge unterschiedliche Arten von **Optionalitäten** enthalten, die dann auch ganz unterschiedlich modelliert werden müssen:

- (1) Optionalität, die sich auf den Preis eines zugrundeliegenden Produktes bezieht

Hierunter fallen sämtliche **Standard-Optionen**, wie sie z. B. an Börsen oder OTC gehandelt werden, aber auch **strukturierte Optionen**. Hierbei kann vorausgesetzt werden, dass der Inhaber der Option, diese genau dann ausübt, wenn sich daraus ein finanzieller Vorteil für ihn ergibt. 153

- (2) Optionalität, die vertraglich an vom Markt weitgehend unbeeinflusste Ereignisse gekoppelt ist

Typisch hierfür sind **Reserveverträge**, die sich auf den Ausfall eines Kraftwerkes oder eines Kraftwerksblockes beziehen und damit i. d. R. nicht mit bestimmten Marktpreisen gekoppelt sind.²⁰² 154

- (3) Optionalität, die zum Ausgleich von Lastschwankungen vorgesehen ist

Typisch ist hier der **Vollstromversorgungsvertrag**, bei dem der Lieferant den gesamten Bedarf des Kunden deckt. Von der Intention sind derartige Verträge dafür ausgelegt, durch die physischen Gegebenheiten beim Kunden beeinflusst zu sein, und damit nicht wie oben erwähnte Finanzoptionen an den Marktpreisen optimiert zu werden. Hier können jedoch Risiken entstehen, wenn die Verträge nicht so gestaltet sind, dass ein Optimieren gegen den Spot-Markt²⁰³ (d. h. das Arbitragepotential für den Kunden) ausgeschlossen ist. Eine ähnliche

201 Zur Bepreisung von Standard-Optionen vgl. die Grundlagenpapiere *Black/Scholes*, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, Journal of Political Economy 81 (3) 1973, S. 637 [640 ff.], *Black/Scholes*, The Valuation of Option Contracts and a Test of Market Efficiency, The Journal of Finance 27 (2) 1972, S. 399 [400 ff.], *Merton*, Theory of Rational Option Pricing, Bell Journal of Economics and Management Science 4 (1) 1973, S. 141 [142 ff.]; zum in der Stromwirtschaft verbreiteten Black 76 Modell vgl. *Black*, The Pricing of Commodity Contracts, Journal of Financial Economics 3 1976, S. 167 [176 ff.]; für einen Überblick über verschiedene Bepreisungsverfahren vgl. *Haug*, The Complete Guide to Option Pricing Formulas, New York 1997 oder *Hull*, Options, Futures and Other Derivatives, 6. Auflage, Toronto 2005; zur Bepreisung von Real-Optionen vgl. z. B. *Ronn*, Real Options and Energy Management, London 2002.

202 Abgesehen davon, dass die Fahrweise eines Kraftwerkes i. d. R. vom Marktpreis abhängt und einen Einfluss auf dessen Ausfallwahrscheinlichkeit hat.

203 Day-ahead-Markt: der Markt für den folgenden Tag.

Dritter Teil: Risikomanagement

Problematik ergibt sich bei Vertragsangeboten mit **langen Bindefristen**, die eine Option darstellen können, da der Angebotsempfänger das Recht aber nicht die Pflicht hat, je nach Entwicklung der Preise während der Bindefrist das Angebot anzunehmen oder nicht.

Eine Aufgabe der operativen Einheiten ist es, in Zusammenarbeit mit dem Rechtsbereich, alle Verträge so zu gestalten, dass möglichst nur gewünschte Risikokategorien enthalten sind. Das Risikocontrolling kann hier unterstützen und Modelle entwickeln, die eine Quantifizierung der Risiken ermöglichen.

3. Risikoexposition Marktpreisrisiken

- 156 Marktpreisrisiken stellen eine der umfangreichsten Risikokomponenten für das Risikocontrolling dar. In Kapitel VI. 3. a wird auf dieses Risiko für den Strom-, den Gas-, den Kohle- und den Fernwärmemarkt kurz eingegangen. Zwei Exkurse, zum ersten über die Problematik der Normalverteilungshypothese für relative Preisänderungen von Strompreisen (Kapitel VI. 3. b) und zum zweiten über die Problematik der Monte-Carlo-Simulation bei einem Kraftwerkspark (Kapitel VI. 3. c), schließen das Thema ab.

a) *Abbildung von Marktpreisrisiken*

aa) *Steuerung über die Begrenzung der offenen Position*

- 157 Sowohl in kleinen als auch in großen EVU werden teilweise Positionen über **Volumenlimite** gesteuert, zumeist jedoch aus unterschiedlichem Grund. Während in Stadtwerken vor dem Hintergrund teilweise sehr kleiner Risikopositionen der Aufwand zur Entwicklung für komplexe finanzielle Risikolimitierungssysteme gescheut wird, können in großen Unternehmen Positionen zumindest zusätzlich zur finanziellen Steuerung bei mangelnder Liquidität über Volumenlimite gesteuert werden. Dies begründet sich in der erheblichen Einschränkung der Aussagekraft von finanziellen Standard-Riskomessmethoden (VaR, PaR) bei für die gegebene Marktliquidität marktbeeinflussenden Positionen.

Der prinzipielle Nachteil der Steuerung von Positionen über Volumenlimite liegt darin, dass die Volumenlimite nur sehr **eingeschränkt Aussagen über die finanziellen Auswirkungen** des eingegangenen Risikos zulassen. Damit wird eine Größe limitiert (z. B. die offene Stromposition in GWh), die keine monetäre Größe ist und damit auch nicht die Zielgröße eines Unternehmens sein wird.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Tabelle 2: Vor- und Nachteile von Volumenlimiten²⁰⁴

Vorteile:

Begrenzung von Risiken in illiquiden Märkten möglich
Anschauliche Größen für Personen mit ausschließlich technischem Hintergrund
Eine Haltedauer muss nicht spezifiziert werden
Der Aufwand für Datenerhebung (Marktdaten) und Risikoberechnung ist wesentlich geringer

Nachteile:

Keine Aussage über finanzielle Auswirkungen der Risikoposition, da Volatilität nicht berücksichtigt
Nicht in monetäres Steuerungssystem²⁰⁰ integrierbar
Keine Vergleichbarkeit bei Positionen in verschiedenen Produkten (z. B. Strom und Kohle)
Portfolioeffekte bzw. Koppeleffekte (z. B. gleichzeitig Positionen in Kohle, Gas, Fernwärme, Strom) nicht sichtbar
Komplexes Portfolio damit nicht wirkungsvoll absicherbar
Keine wahrscheinlichkeitsbasierte Aussage möglich

bb) Steuerung über Value-at-Risk

„Value-at-Risk“ ist die weit verbreitete Methode, das Marktpreisrisiko auch im Energiemarkt zu bestimmen. Allerdings hat sie speziell für den Energiemarkt auch einige Einschränkungen, weshalb verschiedene Weiterentwicklungen erfolgten.²⁰⁵

158

„Value-at-Risk“ ist die **in Geldeinheiten ausgedrückte negative Wertänderung eines Portfolios**, die mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit, auf Grund von Marktpreis- oder Bonitätsänderungen, während einer bestimmten Periode, die erforderlich ist, um die Position zu sichern oder aufzulösen, nicht überschritten wird. Die Wahrscheinlichkeit wird als **Konfidenzniveau**²⁰⁶ bezeichnet. Übliche Konfidenzniveaus zur Beurteilung von Handelsrisiken sind 99 % oder 95 %. Die Periode, von der angenommen wird, dass sie ausreicht, um das Portfolio zu schließen, wird als **Haltedauer oder Haltezeit** bezeichnet. Sie beträgt für den Energiehandel üblicherweise zehn Tage bzw. einen Tag, sollte jedoch verlängert werden, „wenn sie im Hinblick auf die Liquidität des betreffenden Instruments unangemessen wäre“.²⁰⁷

Kernaussage des Value-at-Risk: Mit einer großen Wahrscheinlichkeit (Konfidenzniveau) wird ein bestimmter Verlust (negative Abweichung vom Erwar-

204 Vgl. Kap. VI. 1. a.

205 Vgl. Kap. VI. 3. a. cc und Kap. VI. 3. a. dd.

206 Das Konfidenzniveau wird auch als „Toleranzniveau“ oder „Sicherheitsniveau“ bezeichnet, vgl. Huschens, Verfahren zur Value-at-Risk-Berechnung, in: Johanning/Rudolph, Handbuch Risikomanagement, Bad Soden 2000, S. 184.

207 Vgl. Basel Committee on Banking Supervision, Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen: Überarbeitete Rahmenvereinbarung, Basel 2006, abrufbar unter <http://www.bis.org/publ/bcbs128ger.pdf> (21.12.2020), Abs. 179. Aktuelle Fassung von „Basel III: Finalising post-crisis“ vom Dezember 2017 ist hier einsehbar: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf> (21.12.2020).

Dritter Teil: Risikomanagement

tungswert) nicht überschritten (gilt für eine definierte Betrachtungsperiode). Dieser Verlust stellt dabei den VaR dar.²⁰⁸

Für die Ermittlung des VaR spielen drei Faktoren eine wesentliche Rolle: das gewählte **Konfidenzniveau**, die gewählte **Haltedauer** und die **geschätzte Verteilung der relativen Änderungen des Marktwertes** des Portfolios. Für letzteres wiederum ist die geschätzte Verteilung der relativen Änderung der Marktparameter (also der Brennstoffpreise, der Preise der verschiedenen Stromprodukte, der Preise der Fernwärme, der Zinsen und der Wechselkursverhältnisse sowie deren gegenseitige Abhängigkeiten) ausschlaggebend.

- 159 Kritisiert kann am VaR u. a. werden, dass die Vergangenheit der Schätzer für die Zukunft darstellt, dass keine Aussage über die Höhe des Verlustes bei Ereignissen außerhalb des Konfidenzniveaus gemacht wird²⁰⁹ und dass davon ausgegangen wird, dass das Portfolio über die Haltedauer konstant bleibt.²¹⁰

-
- 208 Mathematisch nach *Huschens*, Verfahren zur Value-at-Risk-Berechnung, in: Johanning/Rudolph, Handbuch Risikomanagement, Bad Soden 2000, S. 183 f.: Änderung des Marktwertes W zwischen t und t + H: $G_{t, t+H} := W_{t+H} - W_t$. Bei einem Sicherheitsniveau von p und P als die auf τ_t bedingte Wahrscheinlichkeit, gibt es eine Schwelle $g_{1-p} : P(G_{t, t+H} \leq g_{1-p} | \tau_t) = 1 - p$, die nur mit der kleinen Wahrscheinlichkeit $1 - p$ unterschritten wird. Der VaR hängt von p, H, und t ab und ist dann implizit definiert als: $P(G_{t, t+H} \leq -VaR_{p, H, t} | \tau_t) = 1 - p$.
- 209 Dieses Problem kann durch die Verwendung des Conditional VaR (auch als Expected Shortfall oder Tail Loss bezeichnet) verschärft werden (vgl. z. B. *Jorion*, Value at Risk, 2. Auflage, New York 2001, S. 97). Dabei wird der Erwartungswert aller Verluste, die außerhalb des Konfidenzniveaus ermittelt werden, ausgewiesen: Für $VaR_p = x_p$ ist der Conditional VaR: $ES_p = E[X | X > x_p]$. Der Conditional VaR hat neben genanntem Vorteil noch den Vorteil ein kohärentes Risikomaß zu sein (vgl. *Artzner/Delbaen/Eber/Heath*, Coherent Measures of Risk, Mathematical Finance 9 (3) 1999, S. 203 [203 ff.]; für eine anschauliche Erläuterung zur Kohärenz und der Nichterfüllung dieser Bedingung beim VaR vgl. a. *Franke/Härdle/Hafner*, Einführung in die Statistik der Finanzmärkte, Berlin 2004, S. 338–339). Allerdings hat der Conditional VaR in der Praxis den Nachteil, dass das Backtesting höhere Anforderungen an die Datamenge stellt. Zum Backtesting beim Conditional VaR bzw. Expected Shortfall vgl. *Franke/Härdle/Hafner*, Einführung in die Statistik der Finanzmärkte, Berlin 2004, S. 298 f.
- 210 Diese Annahme ist zwar i. d. R. nicht zutreffend, im Rahmen der Risikosteuerung mit einem Limitsystem kann jedoch üblicherweise davon ausgegangen werden, dass die Risikoposition nach einer Limitüberschreitung reduziert wird, d. h. offene Positionen geschlossen werden und damit das ausgewiesene Risiko diesbezüglich zumeist eine Abschätzung nach oben darstellt.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

In der Regel hängt der Risikogehalt eines Portfolios von zahlreichen Risikofaktoren ab. Da zwischen diesen Wechselwirkungen bestehen, sind Risiken nicht einfach addierbar. Die prinzipiellen Möglichkeiten für Wechselwirkungen (**Korrelationen**) von zwei Datenreihen sind in Abbildung 16 dargestellt. Das Maß für die Wechselwirkung ist der **Korrelationskoeffizient**, dessen Wertebereich zwischen -1 und +1 liegt.²¹¹

160

Dabei gilt:

- 1 : perfekte negative Korrelation („gegenläufig“)
- 0 : Unabhängig
- +1 : perfekte positive Korrelation („gleichläufig“).

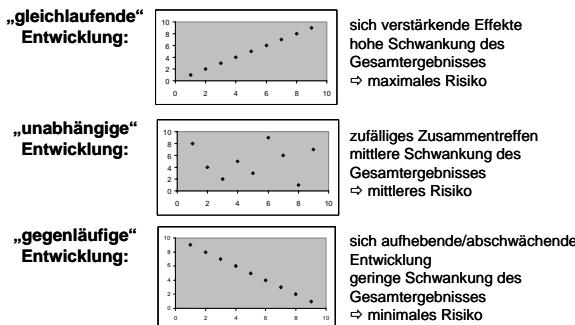


Abbildung 16: Prinzipielle Möglichkeiten von Wechselwirkungen (Korrelationen)

Quelle: Eigene Darstellung

Nachdem die Wertänderungen eines Portfolios nicht nur von zwei, sondern von zahlreichen Risikokomponenten abhängen (z. B. Preise verschiedener Produkte, Wechselkursrelationen, Zinsverläufe), ergibt sich in der Praxis eine **Korrelationsmatrix**.

Man unterscheidet drei grundsätzlich unterschiedliche **Verfahren zur Ermittlung des VaR**:

161

211 Der Korrelationskoeffizient ist für zwei Zufallsvariablen X und Y , die aus den Elementen $x_1 \dots x_n$ und $y_1 \dots y_n$ bestehen, wie folgt definiert:

$$Kor(X, Y) = \frac{Cov(X, Y)}{\sqrt{Var(X) \cdot Var(Y)}} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \cdot \sqrt{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}}$$

mit $\bar{x} = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n x_i$

und $\bar{y} = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n y_i$

Dritter Teil: Risikomanagement

- Analytische VaR-Bestimmung (Varianz-Kovarianz-Methode);
- Historische Simulation;
- Stochastische Simulation (Monte-Carlo-Simulation).

(1) Analytische VaR-Bestimmung (Varianz-Kovarianz-Methode)

- 162 Analytische Verfahren zur VaR-Bestimmung setzen voraus, dass die Verteilung der Eingangsparameter analytisch beschrieben werden kann. Das am weitesten verbreitete Verfahren ist die sog. **Varianz-Kovarianz-Methode**, die von *J.P. Morgan* entwickelt und unter der Warenmarke „RiskMetrics“ 1994 veröffentlicht wurde.²¹² Die wesentliche Annahme dabei ist, dass die **Eingangsparameter normalverteilt** sind (multivariate Normalverteilung).²¹³ Unter dieser Voraussetzung lässt sich die historische Information über die Verteilung der Eingangsparameter durch **Mittelwert**,²¹⁴ **Varianz**²¹⁵ und **Kovarianz**²¹⁶ vollständig beschreiben. Der VaR ergibt sich aus:²¹⁷

212 Informationen abrufbar unter <https://www.jpmorgan.com/DE/en/about-us> (08.05.2020).

213 Die „Normalverteilung“ ist eine stetige, symmetrische Verteilung mit charakteristischer Glockenform. Sie stellt die Wahrscheinlichkeit für das Auftreten bestimmter Werte, die sich beim Zusammenwirken mehrerer voneinander unabhängiger Faktoren ergeben, dar.

214 Hier: Der Erwartungswert

$$E(X) = \sum_i (x_i \cdot p_i) = \mu$$

entspricht dem Mittelwert:

$$\mu = m = \frac{\sum_i^n x_i}{n}$$

215

$$Var(X) = E((X - \mu)^2)$$

mit

Var(X) – Varianz der Zufallsvariablen X

E (...) – Erwartungswert

μ – Erwartungswert von X.

216 Die Kovarianz ist eine Maßzahl für den Zusammenhang zweier Zufallsvariablen X und Y: $Cov(X, Y) := E((X - EX)(Y - EY))$ mit EX und EY als Erwartungswert von X bzw. Y. Normiert man die Kovarianz so ergibt sich die Korrelation, s. Rdn 160 und dortige Fußnoten.

217 Dörner/Horváth/Kagermann (Hrsg.), Praxis des Risikomanagements: Grundlagen, Kategorien, branchenspezifische und strukturelle Aspekte, Stuttgart 2000, S. 642.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

$$VaR = z \cdot \sqrt{\sigma^2} = z \cdot \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_i x_j \cdot \sigma_i \sigma_j \cdot k_{ij}} = z \cdot \sqrt{\vec{X} \cdot \underline{\underline{\mathcal{C}}} \cdot \vec{X}^T}$$

- mit:
- z – Konstante für das Konfidenzniveau
 - x_i bzw. x_j – Merkmalsausprägung (Risikopositionen bzgl. der Marktparameter)
 - σ_i bzw. σ_j – Standardabweichung aller x_i bzw. x_j
 - k_{ij} – Korrelationskoeffizient zwischen x_i und x_j
 - \vec{X} – Zeilenvektor der Einzelrisiken
 - \vec{X}^T – Transponierte des Zeilenvektors
 - $\underline{\underline{\mathcal{C}}}$ – Matrix der Kovarianzen der Risikoparameter

Ist die Haltedauer größer als ein Tag, muss noch mit der Quadratwurzel der Haltedauer multipliziert werden.²¹⁸

Die Varianz-Kovarianz-Methode hat als Nachteil, dass die Normalverteilung der relativen Preisänderungen vorausgesetzt wird²¹⁹ und damit andere Verteilungen nicht angemessen abgebildet werden. Ferner ist sie ein **lineares Verfahren** (Delta-VaR), was eine besondere Berücksichtigung nichtlinearer Portfolioelemente (Optionen) erforderlich macht. Der Grund, warum die Varianz-Kovarianz-Methode dennoch sehr häufig für Energiehandelsportfolien verwendet wird, liegt in der **Einfachheit** ihrer praktischen Anwendung.

163

(2) Historische Simulation

Bei der **Historischen Simulation** werden die historischen relativen Preisänderungen für die Ermittlung des VaR herangezogen.²²⁰ Vorteilhaft dabei ist, dass weder die Verteilung, noch die Korrelationen der einzelnen Einflussgrößen explizit bekannt sein müssen. Nachteilig bei der Verwendung eines historischen VaR ist, dass eine **Änderung der Risiken über die Zeit nur unzulänglich**

164

²¹⁸ Zahlenbeispiel für die Berechnung eines Einfaktor-VaR: Sei die Haltedauer 10 Tage, das Konfidenzniveau 99 %, das gehandelte Volumen 219.000 MWh, die Standardabweichung der relativen Preisänderungen 0,25 % und der aktuelle Marktpreis 33 EUR/MWh, so ergibt sich der VaR zu:

$$VaR_{99\%, 10d} = 219.000 \cdot 33 \cdot 2,33 \cdot 0,0025 \cdot \sqrt{10} \text{ EUR} = 133.123 \text{ EUR}$$

Bezüglich der Modelle zur Beschreibung der Volatilität und Korrelationen vgl. Alexander, Market Models, New York 2001; Franke/Härdle/Hafner, Einführung in die Statistik der Finanzmärkte, Berlin 2004.

²¹⁹ Vgl. hierzu Kap. VI. 3. b.

²²⁰ Ein einfaches Beispiel für die Schritte der Durchführung einer historischen Simulation findet sich in Bergschneider/Karasz/Schumacher, Risikomanagement im Energiehandel: Grundlagen, Techniken und Absicherungsstrategien für den Einsatz von Derivaten, Stuttgart 1999, S. 216 ff.

Dritter Teil: Risikomanagement

berücksichtigt wird²²¹ und **untypische Marktlagen** nicht abgebildet werden²²² sowie dass schwerlich Sensitivitätsanalysen durchgeführt werden können.

(3) Monte-Carlo-Simulation (Stochastische Simulation)

- 165 Bei der **Monte-Carlo-Simulation** wird die Verteilung der Portfoliorenditen (d. h. die Änderung des Mark-to-Market-Ergebnisses) dadurch erzeugt, dass die Portfoliobewertung mit einer großen Anzahl von **Simulationsläufen**²²³, in denen die Eingangsparameter ihrer Verteilung möglichst gut entsprechend **zufällig erzeugt** werden, durchgeführt wird. Die Monte-Carlo-Simulation stellt das mächtigste Instrument der VaR-Schätzung dar²²⁴, ist jedoch auch mit deutlich höherem Aufwand als die analytische VaR-Bestimmung verbunden. Mit Hilfe der Monte-Carlo-Simulation können andere Preisverteilungen als die Normalverteilung simuliert werden und damit die **Problematik der sogenannten „fat tails“** einer Verteilung von relativen Strompreisänderungen **beobeten** werden.²²⁵

cc) Steuerung über Profit-at-Risk

- 166 Neben der Steuerung des Risikos über den Value-at-Risk wurden weitere Verfahren entwickelt, deren Ziel es ist, den Gegebenheiten in den Energie- bzw. vornehmlich Strommärkten gerecht zu werden. Beim **Profit-at-Risk** (PaR)²²⁶ wird davon ausgegangen, dass Positionen nicht abgesichert werden können, sondern **in Lieferung gehen**, d. h. erst im Spot-Markt²²⁷ gekauft oder verkauft werden. Dadurch können sowohl die mit einem klassischen Vertriebsvertrag, z. B. Vollstromversorgung, oder einer Erzeugungsanlage verbundenen Basisrisiken²²⁸ als auch zum Teil gravierende Volumenrisiken besser berücksichtigt werden.²²⁹ Allerdings wird das Konzept dem Faktum, dass auch schon bereits

221 Es wird die Größe der Änderung der Marktparameter in der Vergangenheit berücksichtigt, nicht jedoch wenn sich die 10 größten Veränderungen sehr gehäuft innerhalb der letzten Tage ereigneten.

222 Für einen detaillierten Vergleich der VaR-Methoden und deren Vor- und Nachteile s. *Jorion, Value at Risk*, 2. Auflage, New York 2001, S. 205 ff.

223 Für die Bestimmung der Anzahl an erforderlichen Simulationen kann ein Abbruchkriterium der Differenz aus den Ergebnissen definiert werden und dann die Anzahl der Simulationen solange gesteigert werden, bis die Ergebnisse nur noch geringfügiger als im Abbruchkriterium spezifiziert differieren. Dieser Vorgang muss häufig wiederholt werden um das Ergebnis belastbar zu machen. Tatsächlich müssen hier auf der Basis verfügbarer Rechenkapazitäten und zur Verfügung stehender Rechenzeiten pragmatische Kompromisse gemacht werden.

224 Vgl. *Jorion, Value at Risk*, 2. Auflage, New York 2001, S. 230.

225 Zur Problematik der „fat tails“ siehe Kap. VI. 3. b. Bezüglich Modellierungsmethoden für andere Verteilungen im Strommarkt s. *Weber, Uncertainty in the Electric Power Industry*, Berlin/Heidelberg 2004, S. 48–56.

226 *Henney/Keers, Managing Total Corporate Electricity/Energy Market Risks*, The Electricity Journal 11 (8) 1998, S. 36 [36 ff.].

227 Vgl. Rdn. 155 und dortige Fußnote.

228 Zum Begriff „Basisrisiko“ vgl. Kap. VI. 2. a.

229 Vgl. a. *Barnwell, Profit at Risk: More realistic than Value at Risk*, Global Energy Business, June 2001, S. 15 [15 ff.].

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

vor der Lieferung Absicherungen durch Standard-Produkte durchgeführt werden – und dadurch eine deutliche Risikoreduzierung erreicht werden kann – nicht gerecht. Daher kann der Profit-at-Risk **keine Alternative zum Value-at-Risk** sein, sondern allenfalls eine Ergänzung.

dd) Steuerung über weitere Risikomessverfahren

In der **Praxis** eines Energiehandelshauses, das neben den Positionen des Eigen-
geschäfts auch die Positionen der Erzeugung und des Vertriebes hält, bilden
weder Value-at-Risk noch Profit-at-Risk die Gesamtrisikopositionen der Markt-
risiken realitätsnah ab, da die Positionen weder vollständig innerhalb einer
kurzen Haltedauer glattgestellt werden können (wie beim VaR angenommen
wird) noch vollständig bis zum Spot-Markt gehalten werden (wie beim PaR
angenommen wird). In der Realität muss davon ausgegangen werden, dass in
einer Risikosituation Teile der Position während der Haltedauer im Termin-
markt glattgestellt werden können (VaR) und Teile in Lieferung gehen (PaR). Ist
die Position so groß, dass auch der Teil der Position, der als Standard-Produkt
vermarktet werden könnte, aufgrund mangelnder Liquidität nicht innerhalb
einer üblichen Haltedauer glattgestellt werden kann, so spielt die **Strategie der
Glattstellung zwischen der Haltedauer und der Lieferung** noch eine Rolle.²³⁰
Die zeitliche Gliederung der Risikophasen wird aus Abbildung 17 deutlich.
Lösungen zur Modellierung dieser Problematik sind sicherlich sehr unterneh-
mensspezifisch auszustalten.

167

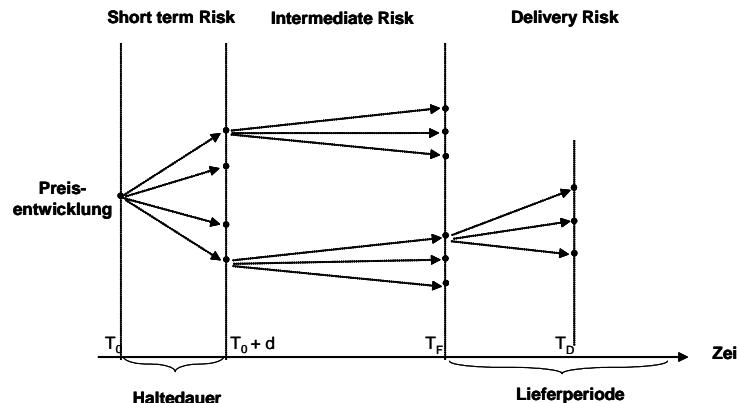


Abbildung 17: Verschiedene Risikophasen bei Stromkontrakten

Quelle: in Anlehnung an Weber, Uncertainty in the Electric Power Industry, Berlin/Heidelberg 2004,
S. 159

230 Vgl. Weber, Uncertainty in the Electric Power Industry, Berlin/Heidelberg 2004,
S. 106. Hier wird der Zeitraum der Haltedauer als „Short term Risk“, der Zeitraum der
Lieferperiode als „Delivery Risk“ bezeichnet. Konsequenterweise befindet sich da-
zwischen das „Intermediate Risk“; der Verlust oder Gewinn in dieser Phase hängt von
der Handelsstrategie und dem angewandten Limitsystem ab.

Dritter Teil: Risikomanagement

- 168 Lösungsansätze hierfür bieten zwei weitere Verfahren, **Cashflow-at-Risk** (CfAR)²³¹ und **Earnings-at-Risk** (EaR).²³² Ersteres wurde zur Unterstützung von Planung und Investitionsentscheidungen entwickelt und zielt auf die Modellierung von Cashflows zu den für die Planung und die Bilanzierung relevanten Zeitpunkten ab. Letzteres betrachtet die Gewinne und Verluste innerhalb einer bestimmten Lieferperiode, sowohl der Termin- als auch der Spot-Geschäfte (z. B. aus Kraftwerken). Dazu sind sowohl Termin-Preisszenarien als auch Spot-Preisszenarien erforderlich.
- 169 Eine Erweiterung dieser Herangehensweise stellt *C. Weber* durch die Einführung eines **Integral-Earnings-at-Risk** (IEaR)²³³ vor. Dabei werden sämtliche Positionen in einen handelbaren Teil, der im Terminmarkt innerhalb der Haltedauer glattgestellt werden kann, und einen Teil, der erst im Spot-Markt geschlossen wird, zerlegt.

ee) Stressszenarien

- 170 Da alle statistischen Schätzverfahren der Risikoexposition ausschließlich auf den Daten der Vergangenheit beruhen, ist es angebracht, additiv auch sogenannte **Stresstests** oder Stressszenarien durchzuführen, in deren Rahmen mögliche **Strukturbrüche**, mit gravierenden Folgen für Preise, Volatilitäten und Korrelationen **berücksichtigt** werden. In den MaRisk heißt es hierzu²³⁴: „Es sind regelmäßig sowie anlassbezogen angemessene Stresstests für die wesentlichen Risiken durchzuführen, die Art, Umfang, Komplexität und den Risikogehalt der Geschäftsaktivitäten widerspiegeln. Hierfür sind die für die jeweiligen Risiken wesentlichen Risikofaktoren zu identifizieren. Die Stresstests haben sich auch auf die angenommenen Risikokonzentrationen und Diversifikationseffekte innerhalb und zwischen den Risikoarten zu erstrecken. [...].“²³⁵

231 Vgl. *Guth/Sepetys*, Cashflow at Risk for nonfinancial companies, Global Energy Business, June 2001, S. 12–14.

232 Vgl. *Dorris/Dunn*, Earnings at Risk: Better for Asset Owners, Global Energy Business, June 2001, S. 8 [8 f.].

233 *Weber*, Uncertainty in the Electric Power Industry, Berlin/Heidelberg 2004, S. 156 ff.

234 MaRisk 2017, AT 4.3.3 Tz. 1.

235 Es gibt keine allgemeingültigen Regeln, wie diese Arten von Szenarien gebildet werden. Eine gute Möglichkeit ist die Entwicklung der Szenarien in Expertenteams oder Risikokomitees; Während die Stressszenarien zumeist auf der Basis solcher Expertenmeinungen gebildet werden, gibt es auch statistische Schätzverfahren zur Modellierung von sehr unwahrscheinlichen Ereignissen. In der sog. „Extreme Value Theorie (EVT)“, vgl. z. B. *Smith*, Extreme value theory, Chichester 1990, S. 437 ff., werden die Enden von Verteilungen gesondert betrachtet. Die Ansicht, dass die Normalverteilung nicht universell gültig ist, ist nun popularisiert in *Taleb*, Der Schwarze Schwan, München 2008, und einem breiten Leserkreis nahegebracht worden. Weiterhin: *Taleb*, Antifragile: Things That Gain from Disorder, New York 2012. Für eine fundierte Betrachtung s. a. *Mandelbrot/Hudson*, Fraktale und Finanzen, 2. Auflage, München 2005. MaRisk 2017 konkretisiert zu den Stresstests u. a. in AT 4.3.3 Tz. 3: „Die Stresstests haben auch außergewöhnliche, aber plausibel mögliche

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Die Stresstests haben den Vorteil gegenüber der VaR-Methodik, dass denkbare Strukturbrüche berücksichtigt werden können, allerdings auch den Nachteil, dass die Aussage, wie wahrscheinlich ein solches Ereignis ist, i. d. R. nicht möglich ist.

b) Exkurs: Normalverteilungshypothese vs. andere relevante Verteilungen

Die Annahme einer **Normal- oder Lognormalverteilung von Änderungen oder relativen Änderungen der Marktfaktoren** zur Ermittlung des Value-at-Risk ist bei EVU weit verbreitet, da es durch die Normalverteilungshypothese möglich wird, den Value-at-Risk analytisch über die in Kapitel VI. 3. a. bb beschriebenen Formeln zu ermitteln. Die Standardabweichung der Marktparameter und die Varianz-Kovarianz-Matrix reichen aus, um schnell und unkompliziert den Value-at-Risk zu bestimmen. Die Schätzung anderer Verteilungen und die darauf folgende Monte-Carlo-Simulation verursachen weitaus mehr Aufwand.

Vor diesem Hintergrund ist es leicht nachvollziehbar, dass überall dort, wo die Ermittlung der Risikokennzahlen mit der Normalverteilungshypothese nur einen vertretbaren Fehler erzeugen, diese auch zum Einsatz kommen sollte.

Exemplarisch wird hier anhand des **Jarque-Bera-Test**²³⁶ dargestellt, wie die Normalverteilungshypothese überprüft werden kann und für die betrachteten Stromprodukte verworfen werden muss.²³⁷

Abbildung 18, Abbildung 19 und Abbildung 20 zeigen beispielhaft die Histogramme der relativen Preisänderungen ausgewählter EEX-Stromprodukte für ein Kalenderjahr Base, ein 1. Quartal Base und einen Monat Jan Base (Balken) und geben die Schiefe und Krümmung für diese Verteilung an. Im Vergleich dazu ist eine Normalverteilung als Linie eingefügt, deren Erwartungswert und Varianz exakt denen des entsprechenden Produktes entsprechen. Wären die relativen Änderungen der Preise normalverteilt, so betrüge das Ergebnis des Tests 9,21. Die tatsächlichen Ergebnisse liegen jedoch bei über einigen tausend.

Ereignisse abzubilden. Dabei sind geeignete historische und hypothetische Szenarien darzustellen. [...] Bei der Festlegung der Szenarien sind die strategische Ausrichtung des Instituts und sein wirtschaftliches Umfeld zu berücksichtigen.“

²³⁶ Vgl. Cromwell/Labys/Terraza, Univariate Tests for Time Series Models, Thousand Oaks 1994, S. 20 ff.

²³⁷ Der Jarque-Bera-Test ist ein Lagrange Multiplikator Test auf Normalverteilung einer zugrunde liegenden Stichprobe. Er stellt auf das dritte und vierte Moment (Schiefe und Kurtosis/Wölbung) der Verteilung der Stichprobe ab und untersucht deren Abweichung zu den Werten der Normalverteilung (Schiefe = 0 und Krümmung = 3). Jarque und Bera konnten zeigen, dass die Teststatistik $Z = T/6 \cdot \text{Schiefe}(x)^2 + T/24 \cdot (\text{Krümmung}(x) - 3)^2$ mit $T = \text{Anzahl der Beobachtungen von } x$, chi-quadrat-verteilt mit einem Freiheitsgrad von 2 ist. Die errechnete Teststatistik wird mit dem kritischen Wert der Chi-Quadrat-Verteilung bei gewünschter Fehlerwahrscheinlichkeit verglichen. Ist Z größer, wird die Hypothese der Normalverteilung abgelehnt. Bei zwei Freiheitsgraden und 1 % Fehler beträgt der kritische Wert 9,21.

Dritter Teil: Risikomanagement

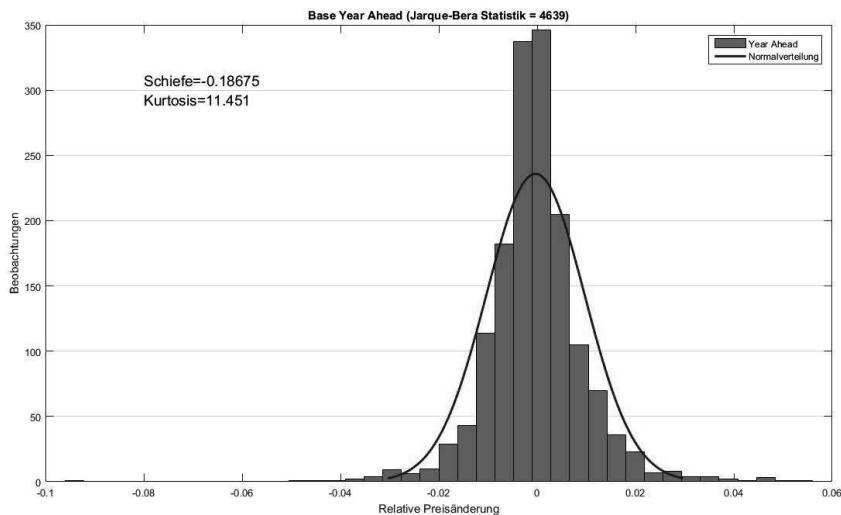


Abbildung 18: Exemplarische Preisverteilung für ein Kalenderjahr Base

Quelle: Eigene Datstellung

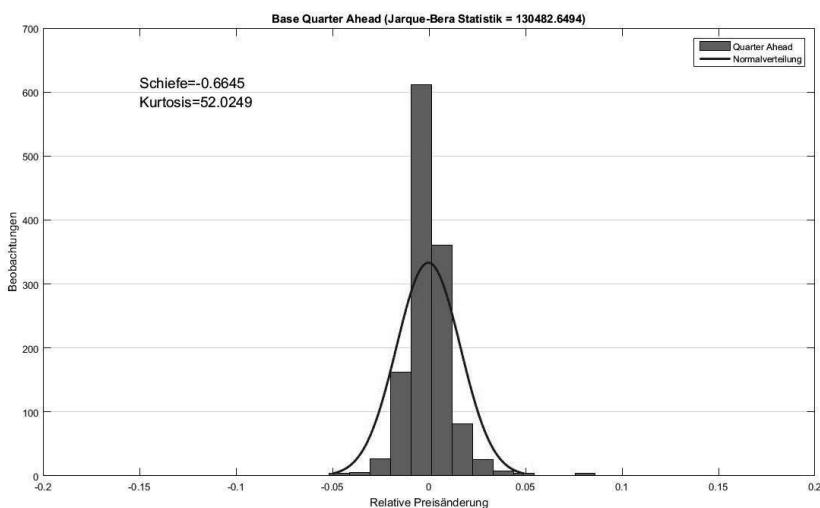


Abbildung 19: Exemplarische Preisverteilung für ein 1. Quartal Base

Quelle: Eigene Darstellung

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

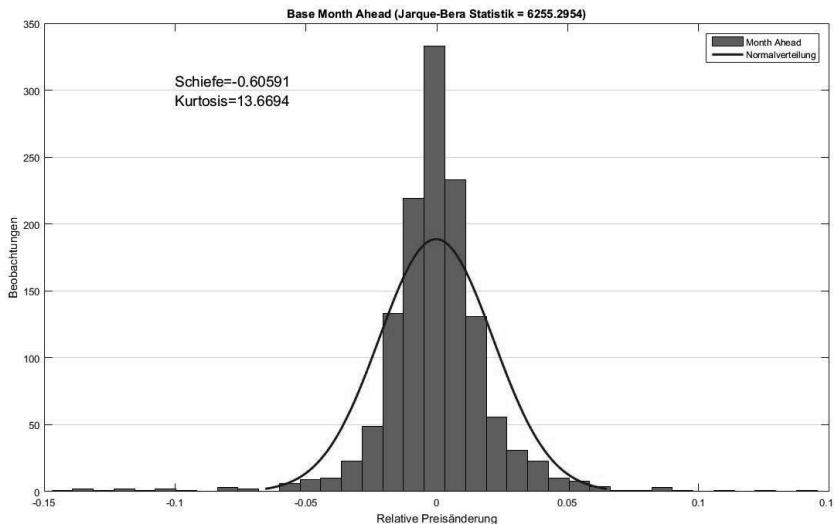


Abbildung 20: Exemplarische Preisverteilung für einen Januar Base

Quelle: Eigene Darstellung

Damit lehnt der Jarque-Bera-Test bei allen drei Produkten die Annahme der Normalverteilung mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit ab. Dieses Ergebnis ist mit dem bloßen Auge in den Histogrammen bzw. einem Blick auf die dritten Momente (Schiefe) und vierten Momente (Kurtosis/Wölbung) nachzuvollziehen.²³⁸

Kommt man auf Basis derartiger Untersuchungen zu dem Schluss, dass der durch die Annahme einer Normalverteilung mögliche Fehler nicht akzeptabel ist, so können andere Verteilungen und Modellspezifikationen, dann allerdings mit z.T. erheblich höherem operativem Aufwand verbunden, gewählt wer-

238 Die Ablehnung der Annahme der Normalverteilung ist in allen drei Fällen primär auf die Krümmung der Verteilungen zurückzuführen. Im Falle des Jahresproduktes würde allerdings schon die Schiefe ausreichen, um eine Normalverteilung auszuschließen. Je mehr Werte in der Stichprobe vorhanden sind, umso eher müsste die Verteilung sich eindeutig als Normalverteilung erweisen (wenn der analysierte Prozess tatsächlich normalverteilt wäre). Besonders auffällig sind die großen Werte für Schiefe und Kurtosis im Falle des Monatsproduktes. Beide sind von einer extremen (negativen) Preisbewegung getrieben, welche gerade bei den liefernahen Monatsprodukten immer wieder auftreten. Allerdings wird die Normalverteilungshypothese auch ohne diese Beobachtung abgelehnt. Obige Analyse stellt nur eine Momentaufnahme für die entsprechenden Produkte dar. Führt man die Tests regelmäßig durch, so ergeben sich im Verlauf zwar deutlich unterschiedliche Testergebnisse, die Normalverteilungshypothese kann jedoch zumeist bereits sehr kurz nach Einführung eines neuen Produktes relativ sicher verworfen werden.

Dritter Teil: Risikomanagement

den.²³⁹ Eine weitaus einfachere Möglichkeit besteht darin, den Sicherheitsfaktor für Modellrisiken adäquat zu erhöhen.

- c) *Exkurs: Problematik der Monte-Carlo-Simulation bei einem Kraftwerksporfolio*
- 173 Eine besondere Herausforderung bei der Monte-Carlo-Simulation stellt die Abbildung eines **Kraftwerksporfolios** dar, da jeder gezogene Vektor aus Markt faktoren (Preise von Stromprodukten, Brennstoffpreise, Wechselkurse etc.) einen anderen Kraftwerkseinsatz zur Folge hätte.

Eine Approximierungsmöglichkeit besteht hier durch die **Abbildung der Kraftwerke als Optionen**. Dies führt jedoch bei komplexeren Kraftwerken oder Kraftwerksparks zur Notwendigkeit starker Vereinfachungen. Eine weitere be währte Möglichkeit, die sich bei komplexen Kraftwerksparks mit erheblichen Restriktionen (z.B. Wärmezwangserzeugung, hydraulische Restriktionen im Wärmenetz, elektrische Restriktionen) bietet, ist die Optimierung des Kraftwerksparks mit dem hierfür vorgesehenen **Kraftwerkseinsatzoptimierungs modell** bei verschiedenen, konsistenten, exogen vorgegebenen Marktparame terkombinationen. Die so entwickelten Szenarien werden dann in der Monte Carlo-Simulation als **Stützpunkte** verwendet, zwischen denen dann bei der Simulation approximiert werden kann. Auf diese Weise können die Informatio nen des Kraftwerkseinsatzoptimierungsmodells, die eigentlich auf Grund der erforderlichen Rechenzeiten nicht in einer Monte-Carlo-Simulation berück sichtigt werden können²⁴⁰, integriert werden.

239 Für die Verwendung der Student-t-Verteilung oder einer generalised error distribution vgl. *Jorion*, Value at Risk, 2. Auflage, New York 2001, S. 93–94. Für die Verwen dung von Switching Regime-Modellen vgl. *Weber*, Uncertainty in the Electric Power Industry, Berlin/Heidelberg 2004, S. 172–178. Bei allen Überlegungen zur methodi schen Erweiterung der Risikomodelle lassen wir unberücksichtigt, dass das Modell ergebnis mit zunehmendem Komplexitätsgrad des Modells voraussichtlich gegen 42 konvergieren wird (vgl. *Adams*, The Hitchhikers Guide to the Galaxy, London 1979, Kap. 27).

240 Dies ist leicht nachzuvollziehen: Setzt man für einen Optimierungslauf 10 min. Rechenzeit an, so würde die Rechenzeit für beispielsweise 10.000 Simulationen einer Monte-Carlo-Simulation ungefähr 10 Wochen dauern. Allerdings ergibt sich hier erleichternd, dass durch mehr und mehr erneuerbare Erzeugungskapazitäten Pro bleme des am Markt optimierten Kraftwerksparks in der Risikoberechnung mehr und mehr in den Schatten der mit der regenerativen Erzeugung verbundenen Schwankungen treten und damit für die Praxis generell deutlich an Relevanz verlo ren haben.

4. Risikoexposition Kreditrisiken/Adressenausfallrisiken

Das **Adressenausfallrisiko**²⁴¹ spielt in der Praxis bei allen Verträgen, die nicht über die Börse gehandelt werden, eine Rolle.²⁴² Während im Massengeschäft von Vertriebseinheiten eine sehr gute Datenlage hinsichtlich der Ausfallwahrscheinlichkeiten von Kunden besteht, sind teilweise nur unzureichend Daten für Partner im Großkundenmarkt oder dem Großhandelsmarkt verfügbar. Vor diesem Hintergrund steht die eigentliche Kreditrisikobestimmung erst am Ende einer stufenweisen Entwicklung des Risikomanagements für Adressenausfallrisiken in einem Handelshaus.

Ein **möglicher Entwicklungspfad** des Risikomanagements und Risikocontrollings von Adressenausfallrisiken kann sich in den folgenden Stufen vollziehen:

- Berechnung der Exposition (Exposure) von Einzelverträgen;
- Berechnung der Exposition (Exposure) per Handelspartner;
- Messung und Steuerung von Klumpenrisiken (Konzentrationsmessung) in einem Kreditportfolio;
- Risikomessung und Risikobegrenzung auf Gesamtportfolioebene.

a) Abbildung von Kreditrisiken/Adressenausfallrisiken

Das Adressenausfallrisiko gliedert sich in ein **Zahlungs- und ein Wiedereindeckungs-/Wiedervermarktungsrisiko**. Ersteres bezeichnet das Risiko, dass ein Vertragspartner seiner Zahlungsverpflichtung nicht nachkommt, letzteres bezeichnet das Risiko, dass wegen des Ausfalls eines Vertragspartners die vereinbarte Lieferung zu ungünstigeren Konditionen beschafft (Wiedereindeckungsrisiko) bzw. vermarktet (Wiedervermarktungsrisiko) werden muss. Adressenausfallrisiken sind, einmal in das Handelsbuch genommen, i. d. R. deutlich schwieriger wieder abzustoßen als Marktpreisrisiken, insbesondere wenn bereits deutlich wird, dass ein Kreditgeschäft kritisch oder notleidend ist. Aus diesem Grund sollte nicht nur das aktuelle Adressenausfallrisiko überwacht werden, sondern auch jederzeit die **zukünftigen** Zahlungsrisiken und die zukünftigen Wiedereindeckungs-/Wiedervermarktungsrisiken analysiert und limitiert sein.

Die Risikoexposition für jedes einzelne Geschäft hängt von dem gehandelten Volumen, Kontrakt- und Marktpreis und den Zahlungsmodalitäten zwischen den Geschäftspartnern ab. Die **Verlustmöglichkeit aus einem Kontrakt**, die

241 Adressenausfallrisiko, auch als Kreditrisiko oder Adressatenausfallrisiko bezeichnet, ist das „Risiko, dass ein Kreditnehmer seine Verpflichtungen gegenüber dem Gläubiger nicht erfüllen kann [...]“ (Romeike, Lexikon Risikomanagement, Köln 2004, S. 70).

242 In diesem Kapitel wird auf die Quantifizierung und das Berichtswesen von Adressenausfallrisiken eingegangen. Siehe hierzu auch ein praktisches Beispiel von Berlinghof „Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna“ im Anhang dieses Buches. Neben dem Clearing an der Börse findet das Bilateral Margining in der Praxis Anwendung. Weiterhin zur Beurteilung von Kreditsicherheiten s. a. Jost/Karsten-Lohmann/Mayfeld, Kreditrisikomanagement, in: Horstmann/Cieslarczyk (Hrsg.), Energiehandel: Ein Praxishandbuch, Köln 2006, Kap. 8.

Dritter Teil: Risikomanagement

daraus resultiert, dass der Vertragspartner nicht bezahlt, ist i. d. R. für jeden Zeitpunkt vergleichsweise einfach exakt zu bestimmen. Demgegenüber ist der Verlust aus Wiedereindeckung/Wiedervermarktung von der Preisdifferenz für das Produkt zwischen dem aktuellen Zeitpunkt und dem Zeitpunkt der Wiedereindeckung/Wiedervermarktung abhängig. Da diese **Preisdifferenz** nicht bekannt ist, muss für sie z. B. mittels der in Kapitel VI. 2 und Kapitel VI. 3 geschilderten Verfahren ein wahrscheinlichkeitsbasierter Wert ermittelt werden. Damit kann geschätzt werden, wie sich der Verlust über die Zeit für ein Geschäft darstellen würde, sofern die betreffende Adresse ausfällt bzw. ihren Verpflichtungen nicht nachkommen würde.²⁴³

- 177 Nicht nur für die Beurteilung der Exposition für ein Geschäft, sondern für das Portfolio an Geschäften, das mit einem bestimmten Handelspartner besteht, ist es wesentlich, welche **rechtliche Konstruktion zwischen den Vertragspartnern** besteht. Von besonderem Interesse ist, ob mit dem Partner ein Rahmenvertrag besteht, der es zulässt, Forderungen und Verbindlichkeiten der Partner aufzurechnen (sog. **Netting-Vereinbarung**). Ein solcher Rahmenvertrag kann das Risiko mit einem Partner erheblich reduzieren.²⁴⁴ Darüber hinaus kann das Kreditrisiko, ähnlich wie beim Handel an Börsen, durch bilaterale Margening Agreements, d. h. Vereinbarungen, die laufende Ausgleichszahlungen bei der Übersteigung von festgelegten Expositionsgrenzen vorsehen, wesentlich vermindert werden.
- 178 Um eine zu große Konzentration der Risiken bzw. Limite auf einzelne Handelspartner rechtzeitig zu erkennen und gegensteuern zu können, bietet es sich an, **Konzentrationsmaße** wie z. B. eine Lorenzkurve und einen Gini-Koeffizient einzuführen und zu überwachen.²⁴⁵
- 179 Bisher wurde auf die Bestimmung der Exposition eingegangen, d. h. auf den Schaden, der entsteht, wenn ein Handelspartner ausfällt. Risiko ist der potentielle Schaden (die Exposition) multipliziert mit der Eintrittswahrscheinlichkeit.²⁴⁶ Daher muss zur **Risikobestimmung** für jeden Handelspartner die Ausfallwahrscheinlichkeit bekannt sein und für die Risikobestimmung des gesamten Portfolios darüber hinaus noch die Wechselwirkungen, die beim Ausfall

243 Die Problematiken der Identifizierung und Minimierung von Adressenausfallrisiken werden bei Zenke, in: Danner (Hrsg.), Energierecht, Kommentar, Loseblatt, München (Stand: Oktober 2005), Bd. 1, 1b B EnHandel, Rn. 260 ff. ausführlich diskutiert.

244 Vgl. diesbezüglich European Federation of Energy Traders (EFET) unter <http://www.efet.org/> (10. 11. 2020). Generell bezüglich der rechtlichen Aspekte und der Relevanz des Adressenausfallrisikos vgl. a. Zenke, in: Danner (Hrsg.), Energierecht, Kommentar, Loseblatt, München (Stand: Oktober 2005), Bd. 1, 1b B EnHandel, Rn. 249.

245 Vgl. Lorenz, Methods of Measuring the Concentration of Wealth, Publications of the American Statistical Association 9 1905, S. 209–219 und Gini, I fattori demografici dell'evoluzione delle nazioni, Torino/Bocca 1912; für die Anwendung auf ein Energiehandelsportfolio vgl. Durchholz/Schuler, Konzentrationsmessung von Kreditrisiken in einem Handels- oder Großkundenportfolio, Energiewirtschaftliche Tagesfragen 54 (3) 2004, S. 446 [446 ff.].

246 In diesem Fall also der Ausfallwahrscheinlichkeit des betreffenden Handelspartners.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

einer Gruppe von Kontrahenten entstehen können (**Kaskadeneffekt**). Wie bereits erwähnt, sind hierüber belastbare Daten zumeist nicht oder nur sehr unvollständig vorhanden (was die Risikomodellierung deutlich erschwert und es ratsam macht, die gewonnenen Ergebnisse dementsprechend kritisch zu hinterfragen).

Das theoretische Konzept zur Ermittlung des Adressenausfallrisikos für ein gesamtes Handelsportfolio ist wieder das Value-at-Risk-Konzept, in diesem Fall als **Credit-VaR** (CVaR).²⁴⁷

b) Ratingverfahren und Limitvergabe für Kreditrisiken/Adressenausfallrisiken

Ratingverfahren sind die Grundlage für die Vergabe von Kreditlimiten. Für viele Unternehmen existieren Ratings von Ratingagenturen²⁴⁸, so dass diese auch in der Praxis der Kreditrisikomanager verwendet werden können. Darüber hinaus existiert jedoch häufig der Wunsch im Energiehandel auch mit Handelspartnern Geschäfte abzuschließen, die nicht in die Standard-Ratingverfahren passen, z. B. wegen zu kurzer Markthistorie oder keiner bedeutenden Stellung im Markt. Hier bietet sich der Aufbau eines **unternehmensinternen Ratings** an. Da es sich dabei um eine Kernkompetenz von Banken mit langer Historie handelt, gibt es zahlreiche mögliche Vorgehensweisen dafür. Eine Diskussion würde weit über den Rahmen dieser Publikation hinaus gehen, so dass wir auf die Literatur verweisen.²⁴⁹

Auf der Basis der Ratingergebnisse können dann die Limite per Geschäftspartner vergeben werden. Der erste Schritt ist, die Risikoexposition zu begrenzen; der zweite Schritt ist, darüber hinaus auch das Risiko per Geschäftspartner zu begrenzen und der dritte Schritt, das Gesamtrisiko des Portfolios. Letzteres kann für die Einbindung von Adressenausfallrisiken in ein Limitsystem²⁵⁰ nützlich sein. Verluste aus Handelspartnerausfällen können jedoch bereits über die Li-

²⁴⁷ Vgl. Gupton, The New Talk of the Town: CreditMetrics™: A Credit Value-at-Risk Approach, The Journal of Lending & Credit Risk Management 79 (12) 1997, S. 44 [44 ff.].

²⁴⁸ Selbst wenn ein Handelshaus eine Tochtergesellschaft eines großen Unternehmens ist, so ist dadurch dennoch nicht notwendigerweise das Rating einer Ratingagentur für die Muttergesellschaft ausschlaggebend, da nicht immer ein Ergebnisabführungsvertrag oder eine sonstige „harte“ Verpflichtungserklärung besteht.

²⁴⁹ Vgl. u. a. Achleitner/Everling (Hrsg.), Handbuch Ratingpraxis, 1. Auflage, Wiesbaden 2004; Achleitner/Everling (Hrsg.), Rating Advisory, 1. Auflage, Wiesbaden 2003. Generell kann jedoch angemerkt werden, dass eine Analyse des Verlaufs von Ratings bei Unternehmen, die in Schwierigkeiten kamen, zeigt, dass sowohl an externe Ratingagenturen als auch an interne Verfahren hohe Anforderungen zu stellen sind und hier durch ein Handelshaus bzw. EVU entweder ein hoher Aufwand zu betreiben ist oder u. E. nur der Handel an der Börse oder mit ausgezeichneten Adressen empfehlenswert erscheint. Ohne Zweifel ist der Trend der letzten Jahre in der Energiewirtschaft hier erschwerend.

²⁵⁰ Vgl. Kap. VI. 1. a.

Dritter Teil: Risikomanagement

mitierung des Kreditexposures auf Handelspartnerebene wirksam begrenzt werden.

c) *Limitüberwachung und Berichtswesen für Kreditrisiken/Adressenausfallrisiken*

- 182 Da die Adressenausfallrisiken sich mit den Schwankungen der Marktpreise ändern, ist eine **tägliche Berichterstattung** dieser Risiken bzw. Exposure **angezeigt**.²⁵¹ Auch die Einbindung von Adressenausfallrisiken in ein Limitsystem²⁵² macht i. d. R. eine tägliche Bestimmung dieser Risikkomponente erforderlich.

Ein Risikobericht über Adressenausfallrisiken sollte auf Handelspartnerebene die Exposition und das Limit vergleichen. Dabei geht es nicht ausschließlich um die aktuelle Exposition, sondern auch um den **zukünftigen Verlauf** der Exposition. Weiterhin sollte die Risikosituation per Handelspartner sowie für das Gesamtportfolio dargestellt sein. Gravierende Änderungen, sowohl im Portfolio als auch am Markt, sollten kommentiert werden.

d) *Exkurs: Handhabung von Kreditrisiken in einem kleinen EVU oder Industrieunternehmen mit eigener Beschaffung*

- 183 Der Aufbau einer state-of-the-art Kreditrisikosteuerung ist **kostenintensiv**, da viele Bereiche involviert werden müssen (z. B. Risikomanagement, Risikocontrolling, Handel, Recht, Finanzen) und viele der Aufgaben (z. B. Rating, Verhandeln von Sicherheiten) operativen Charakter haben. Möglichkeiten, die hohen Kosten zu vermeiden bzw. zu reduzieren, können sein:

- Handel nur an der Börse;
- Handel nur mit ausgezeichneten Adressen²⁵³ und nur Verwendung von Standardverträgen;
- Vereinbarungen zum Bilateral Margining²⁵⁴ abzuschließen;
- sich an nur einen Partner mit guter Bonität über eine Vollversorgung zu binden.

In Tabelle 3 werden die Vor- und Nachteile dieser Varianten diskutiert.

251 Vgl. diesbezüglich auch *BaFin*, Rundschreiben 9/2017 vom 27.10.2017 (Gz.: BA 54-FR 2210-2017/0002) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement, BTR I Tz. 5.

252 Vgl. Kap. VI. 1. a.

253 Darunter versteht man Kontrahenten mit einem ausgezeichneten externen Rating.

254 Dadurch werden zwischen den Handelspartnern, ähnlich dem Prozess an der Börse, Mark-to-Market-Gewinne und -Verluste zeitnah ausgeglichen.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Tabelle 3: Vor- und Nachteile von Beschaffungs-/Handelsvarianten für kleine Unternehmen

Maßnahme	Vorteile	Nachteile
Handel nur an der Börse	Vernachlässigbares oder zumindest sehr kleines Kreditrisiko kein Aufwand bei der Risikobestimmung	Einschränkung der Aktionsmöglichkeiten im Markt (insbesondere in illiquiden Teilmärkten) U.U. hoher Liquiditätsbedarf für Margin-Zahlungen und damit u.U. Tausch von Kreditrisiko gegen Liquiditätsrisiko für die Gesamtgesellschaft
Handel nur mit ausgezeichneten Adressen und nur Verwendung von Standardverträgen (EFET, ISTA)	Wenig Aufwand zur Kreditrisikobestimmung Wenig rechtlicher Aufwand	U.U. Einschränkung der Aktionsmöglichkeiten im Markt (insbesondere in illiquiden Teilmärkten)
Bilateral Margining	Verminderung des Kreditrisikos bei OTC-Geschäften	U.U. hoher Liquiditätsbedarf für Margin-Zahlungen und damit u.U. Tausch von Kreditrisiko gegen Liquiditätsrisiko für die Gesamtgesellschaft hoher rechtlicher Aufwand
Bindung an einen Partner mit guter Bonität über Vollversorgung	Kein Aufwand zur Kreditrisikobestimmung Geringerer rechtlicher Aufwand	Außer beim Vertragsabschluss kaum Gestaltungsspielraum

5. Weitere Risikokomponenten

a) Modellrisiken

Ein Modellrisiko besteht dadurch, dass die verwendeten Modelle zur Quantifizierung von Risiken die **tatsächlichen Risiken** nicht adäquat abbilden oder mathematisch nicht korrekt sind.

184

aa) Berücksichtigung von Modellrisiken

Für Banken sind die Vorschriften zum Umgang mit Modellrisiken in **Basel II** definiert und an die Ergebnisse aus dem Backtesting²⁵⁵ über die Höhe eines **Multiplikators** gekoppelt.²⁵⁶ Auch in der Praxis des Energiehandels werden Modellrisiken über Sicherheitsaufschläge (z. B. Multiplikatoren auf die VaR-Ergebnisse) berücksichtigt. Abgesehen davon kann die laufende Verbesserung und Anpassung von Modellen an die tatsächlichen Preisverteilungen²⁵⁷ bzw. Gegebenheiten²⁵⁸ dazu führen, Modellrisiken zu verringern. Selbst wenn dies

²⁵⁵ Vgl. Kap. VI. 5. a. bb.

²⁵⁶ *Basel Committee on Banking Supervision*, Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen: Überarbeitete Rahmenvereinbarung, Basel 2006, abrufbar unter <http://www.bis.org/publ/bcbs128ger.pdf> (22.12.2020), Abs. 181. Aktuelle Fassung von „Basel III: Finalising post-crisis“ vom Dezember 2017 ist hier einsehbar: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf> (22.12.2020).

²⁵⁷ Vgl. Kap. VI. 3. b.

²⁵⁸ Vgl. z. B. Kap. VI. 3. c.

Dritter Teil: Risikomanagement

jedoch durch ein laufendes Backtesting nachgewiesen werden kann, so bleibt doch immer für alle Modelle das Problem, dass sie auf den vergangenen Marktstrukturen basieren, so dass auch durch noch so verfeinerte Modelle Modellrisiken nicht eliminiert, sondern allenfalls reduziert werden können.

bb) Backtesting

- 185 Bei allen mit Modellen erzeugten Preiskurven zur Bewertung²⁵⁹, die nicht aus unmittelbaren Marktquotierungen entstehen, sondern bei denen Modelle zur Erstellung beitragen, ist – sofern möglich – eine **regelmäßige Überprüfung** ratsam, inwieweit diese Modelle die Marktrealitäten angemessen abbilden. Dieses sog. **Backtesting** kann z. B. regelmäßig für das Profil durchgeführt werden, das für die stündliche Marktpreiskurve verwendet wird. Dabei werden die Preisprofilcharakteristika aus den tatsächlich z. B. an der EEX²⁶⁰ gehandelten Preisen mit den für die Marktpreiskurve ermittelten Charakteristika verglichen.
- 186 Neben dem Backtesting für die Marktpreiskurve ist das **Backtesting von Value-at-Risk-Modellen** zur Beherrschung von Modellrisiken ganz wesentlich. Bezuglich der Überprüfung von Modellen zur Ermittlung von Markt- und Kreditrisikopositionen wird in den MaRisk ausgeführt²⁶¹: „Die modellmäßig ermittelten Risikowerte sind fortlaufend mit der tatsächlichen Entwicklung zu vergleichen.“²⁶²
- 187 Es können verschiedene Problemfelder beim Backtesting unterschieden werden. Zum einen kann sich das **Portfolio** während der Haltedauer **ändern**, so dass die realen Mark-to-Market-Ergebnisse keinen wirklichen Aufschluss über die Güte eines Modells ergeben. Ein Backtesting, das mit einem realen sich ändernden Portfolio durchgeführt wird und bei dem die tatsächlichen Mark-to-Market-Ergebnisse dieses Portfolios verwendet werden, wird als „dirty backtesting“ bezeichnet. In der Regel wird damit keine verlässliche Aussage über die Güte eines VaR-Modells möglich sein. Will man den Effekt der Portfolioveränderung über die Haltedauer ausschließen, so ist es erforderlich, dass durch das IT-System mit dem Stand des Portfolios zum Zeitpunkt der VaR-Berechnung (also vor einer Zeitspanne, die der angenommenen Haltedauer entspricht) und den aktuellen Marktpreisen die hypothetische Wertänderung bei Beibehaltung des unveränderten Portfolios ermittelt werden kann (**clean backtesting**).
- 188 Für diese Wertänderung wird dann überprüft, in wie vielen Fällen sie über bzw. unter den ausgewiesenen VaR-Werten lag und ob dies dem angesetzten Konfi-

259 Vgl. Kap. VI. 2. b. cc.

260 European Energy Exchange, siehe <https://www.eex.com/de#/de/> (10.11.2020).

261 MaRisk2017, BTR 2.2 Tz. 4.

262 Auch das Baseler Komitee schreibt ein Backtesting vor und koppelt die auf Basis des Backtesting ermittelte Güte der VaR-Ermittlung mit der erforderlichen Eigenkapitalhinterlegung (*Basel Committee on Banking Supervision*, Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen: Überarbeitete Rahmenvereinbarung, Basel 2006, abrufbar unter <http://www.bis.org/publ/bcbs128ger.pdf> (22.12.2020)).

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

denzniveau entspricht (sog. **Kupiec-Test**²⁶³). Neben diesem einfachen Backtesting-Verfahren, das auch Grundlage des Baseler Backtesting-Verfahrens²⁶⁴ ist, gibt es verschiedene statistisch anspruchsvollere (und trennschärfere) Methoden²⁶⁵, z. B. das Verfahren von *Crnkovic/Drachman*²⁶⁶, das Verfahren von *Christoffersen*²⁶⁷ und das Verfahren von *Christoffersen/Peltier*.²⁶⁸

Insbesondere bei **Produkten ohne Markthistorie** ist es häufig nicht möglich, von Beginn an ein angemessenes Backtesting aufzubauen. Darüber hinaus kann für das Backtesting die Phase der Neueinführung eines Modells, selbst wenn ausreichend historische Daten vorhanden sind, problematisch sein. Hier muss entweder das neue Modell solange parallel zu einem bereits existierenden Modell getestet werden und darf noch nicht angewendet werden, bis genügend Daten für ein aussagefähiges Backtesting vorhanden sind, oder das Modell muss vor seinem Einsatz mit historischen Marktdaten getestet werden.²⁶⁹

189

b) Liquiditätsrisiko

Das **Liquiditätsrisiko** wird in ein Liquiditätsrisiko des **Marktes** und ein Liquiditätsrisiko bezüglich der Zahlungsströme des eigentlichen **Unternehmens** untergliedert. Ersterem, also dem Risiko „im Falle unzureichender Marktliquidität^[270] in einzelnen Produkten, insbesondere an außerbörslichen Märkten, Geschäfte zur Steuerung von Positionen nicht oder nicht zu erwarteten Kondi-

190

263 *Kupiec*, Techniques for Verifying the Accuracy of Risk Measurement Models, The Journal of Derivatives 3 1995, S. 73 [76 ff.].

264 *Basel Committee on Banking Supervision*, Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen: Überarbeitete Rahmenvereinbarung, Basel 2006, abrufbar unter <http://www.bis.org/publ/bcbs128ger.pdf> (22.12.2020). Aktuelle Fassung von „Basel III: Finalising post-crisis“ vom Dezember 2017 ist hier einsehbar: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf> (22.12.2020).

265 Für einen Überblick s. *Overbeck/Stahl*, Backtesting: Allgemeine Theorie, Praxis und Perspektiven, in: *Johanning/Rudolph* (Hrsg.), Handbuch Risikomanagement, Bad Soden 2000, S. 289 ff. und *Campbell*, A Review of Backtesting and Backtesting Procedures, Washington 2005.

266 *Crnkovic/Drachman*, Quality Control, Risk (9) 1995, S. 139 [139 ff.].

267 *Christoffersen*, Evaluating Interval Forecasts, International Economic Review 39 (4) 1998, S. 841 [842 ff.].

268 Vgl. *Christoffersen/Pelletier*, Backtesting Value-at-Risk: A Duration-Based Approach, Journal of Financial Econometrics 2 (1) 2004, S. 84 [84 ff.]; *Christoffersen/Pelletier*, Backtesting Portfolio Risk Measures, Preliminary Version, 2002.

269 Vgl. z. B. *Stepczynski*, Der Einsatz von Backtesting zur Modellvalidierung am Beispiel eines Modells mit Normalverteilungshypothese für die Preisänderungen versus Switching Regime Modell auf Basis des Großhandelsmarktpportfolios eines EVU, Diplomarbeit, FHTW Berlin 2006, S. 35 ff.

270 Unter der Marktliquidität eines Produktes versteht man die Verfügbarkeit dieses Produktes am Markt (in ausreichender Menge). Bei geringer Liquidität kann ein Produkt u. U. nicht oder nur mit erheblichem Preisab- oder Preisaufschlag verkauft oder beschafft werden.

Dritter Teil: Risikomanagement

tionen kontrahieren zu können, ist bei der Festlegung von Limiten besondere Aufmerksamkeit zu widmen.“²⁷¹

c) Operationelles Risiko

- 191 „Operationelles Risiko“²⁷² ist die Gefahr von Verlusten, die in Folge der Unangemessenheit oder des Versagens von **internen Verfahren, Menschen und Systemen** oder in Folge **externer Ereignisse** eintreten. Diese Definition schließt **Rechtsrisiken** ein, beinhaltet aber nicht strategische Risiken oder Reputationsrisiken.²⁷³

Zum Umgang mit diesen Risiken gibt es in den MaRisk verschiedene Regelungen, z. B. zur Anpassung der technisch-organisatorischen Ausstattung an die Erfordernisse, zur Angemessenheit des IT-Systems, zu den Prozessen bei der Anpassung von IT-Systemen, Programmen und Modellen und zum Testen dieser Systeme und Modelle außerhalb des Betriebes.²⁷⁴

VII. Steuerungsmodelle

- 192 Das Kapitel gibt einen kurzen Überblick über Kennzahlen zur Analyse des Zusammenhangs zwischen Risikokapital und Geschäftsergebnis (Kapitel VII. 1) und behandelt anschließend die Frage nach einer adäquaten internen Steuerung durch das Aufbrechen der Wertschöpfungskette (Kapitel VII. 2). Dabei wird versucht, die Vor- und Nachteile verschiedener Zuordnungsvarianten von Aufgaben der Einheiten Stromproduktion, Energiehandel und Stromvertrieb zu skizzieren (Kapitel VII. 3).
- 193 Prämisse für diese Überlegungen ist, dass das Unternehmen bestrebt ist, sein **Geschäftsergebnis zu maximieren**. Grundlegende Philosophie zum Umgang mit Risiken ist, dass Risiken zunächst dort ergebniswirksam werden sollten, wo sie entstehen, so dass die Risiko verursachende Einheit jedoch von anderen Konzerneinheiten darin unterstützt wird, die Risiken dorthin zu transferieren (intern und extern), wo sie am effizientesten bewirtschaftet werden können.

271 BaFin, MaH: Verlautbarung über die Mindestanforderung über das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute vom 23. 10. 1995 (Gz.: I 4-42-3/86), aufgehoben durch Rundschreiben 18/2005 (BA) vom 20. 12. 2005 – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk); aktuelle Fassung: MaRisk 2017, vgl. a. Rdn. 9 und dortige Fußnoten. Die MaRisk stellen nicht mehr gesondert auf diese Risiken ab; dennoch ist es u. E. sinnvoll, sie im Rahmen der Risikosteuerung wie in den MaH beschrieben zu berücksichtigen.

272 Teilweise auch als operationales Risiko bezeichnet.

273 Basel Committee on Banking Supervision, Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen: Überarbeitete Rahmenvereinbarung, Basel 2006, abrufbar unter <https://www.bis.org/publ/bcbs128ger.pdf> (11.10.2020).

274 Vgl. a. MaRisk 2017, BTR 4 u. AT 7.2. Zu Operationellen Risiken vgl. a. Bünting/Boc, Risikocontrolling und Organisation, in: Horstmann/Cieslarczyk (Hrsg.), Energiehandbuch: Ein Praxishandbuch, Köln 2006, S. 366 ff.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Voraussetzung, um dies beurteilen zu können, ist es, die Risiken und ihre Absicherungskosten quantifizieren zu können.²⁷⁵

1. Strategie und Risikokapital

Gemäß MaRisk hat „die Geschäftsleitung [...] eine nachhaltige Geschäftsstrategie festzulegen, in der die Ziele des Instituts für jede wesentliche Geschäftsaktivität sowie die Maßnahmen zur Erreichung dieser Ziele dargestellt werden. Bei der Festlegung und Anpassung der Geschäftsstrategie sind sowohl externe Einflussfaktoren (z. B. Marktentwicklung, Wettbewerbssituation, regulatorisches Umfeld) als auch interne Einflussfaktoren (z. B. Risikotragfähigkeit, Liquidität, Ertragslage, personelle und technisch-organisatorische Ressourcen) zu berücksichtigen. [...] Die Geschäftsleitung hat eine mit der Geschäftsstrategie und den daraus resultierenden Risiken konsistente Risikostrategie festzulegen. Die Risikostrategie hat, ggf. unterteilt in Teilstrategien für die wesentlichen Risiken, die Ziele der Risikosteuerung der wesentlichen Geschäftsaktivitäten sowie die Maßnahmen zur Erreichung dieser Ziele zu umfassen. Insbesondere sind, unter Berücksichtigung von Risikokonzentrationen, für alle wesentlichen Risiken Risikotoleranzen festzulegen. Risikokonzentrationen sind dabei auch mit Blick auf die Ertrags situation des Instituts (Ertragskonzentrationen) zu berücksichtigen. Dies setzt voraus, dass das Institut seine Erfolgsquellen voneinander abgrenzen und diese quantifizieren kann [...].“²⁷⁶

194

Damit wird die Festlegung des Risikoappetites und die **Allokation von Risikokapital** – also die Frage, welchem Geschäftsfeld es erlaubt ist, jeweils wie viel Risiko einzugehen – zu einem wesentlichen Element der Umsetzung einer Strategie. Da EVU nicht in gleicher Weise wie Banken gezwungen sind, ihr eigenes Kerngeschäft mit Eigenkapital zu hinterlegen, steht die Fragestellung der Risikokapitalallokation nicht immer im Mittelpunkt strategischer Überlegungen des Geschäfts des Energiehandels. Hinzu kommt, dass die bedeutendsten Fragestellungen der Risikokapitalallokation im gesamten EVU nicht mit dem eigentlichen Vermarkten/Handeln von Energiepositionen einhergehen, sondern durch die Investitionsentscheidungen in Kraftwerke und Netzanlagen bestimmt werden.

195

Vor diesem Hintergrund ist die Berücksichtigung von Risiken bei **Investitionsentscheidungen** von großer Bedeutung.²⁷⁷ Im zweiten Schritt spielt dann die Frage der Zuordnung von Risikokapital auf einzelne Stufen der **Wertschöpfungskette** bzw. innerhalb des Energiehandels auf verschiedene Geschäftsfelder und Portfolien für den Erfolg eine wichtige Rolle.

196

Die Fragestellung der Risikokapitalallokation resultiert aus dem Konzept wertorientierter Steuerungsansätze und basiert damit im Wesentlichen auf dem **Ca-**

197

275 Vgl. Kap. VI. 3 u. Kap. VI. 4.

276 MaRisk 2017, AT 4.2 Tz. 1, 2, vgl. a. Rdn. 9 und dortige Fußnoten.

277 Vgl. a. Rdn. 202 und dortige Fußnote.

Dritter Teil: Risikomanagement

pital Asset Pricing Model (CAPM)²⁷⁸, woraus sog. **Risk Adjusted Performance Measures** (RAPM)²⁷⁹ entwickelt werden, mit deren Hilfe dann wiederum die Entscheidung für die optimale Vergabe von Risikokapital an verschiedene Geschäftsfelder systematisiert werden kann. Typische Kennzahlen, die zur Herstellung eines Zusammenhangs zwischen Risikokapital und Ertrag im Rahmen eines RAPM herangezogen werden sind RORAC, RAROC und RARORAC.²⁸⁰

Aufgrund zahlreicher dabei zu beachtender Spezifika, die den Rahmen hier sprengen würden, verweisen wir auf Literatur.²⁸¹

2. Die aufgebrochene Wertschöpfungskette

- 198 Historisch waren Strom- und Wärmeversorgungsunternehmen weitaus integrierter als heute. Da kein Großhandelsmarkt existierte, gab es keine Großhandelspreise und eine kostenbasierte (wegen der Monopolstruktur staatlich kontrollierte) Preisgestaltung.²⁸² Die Stromerzeugung überließ ihre Produktion unmittelbar an den Stromvertrieb zu ihren Erzeugungskosten. Mit Bildung des Stromgroßhandelsmarktes gab es nunmehr zwei Möglichkeiten, Strom zu vermarkten, einerseits auf dem neuen Großhandelsmarkt, andererseits weiterhin zu den Endkunden und Weiterverteilern. Problematisch wurde diese Situation dann, wenn Unternehmen sich nicht an die neue Situation anpassten und intern weiter zu Stromgestehungskosten verrechneten. Das führte häufig zu Opportunitätsverlusten.

Abhilfe verschafft hier nur, alle internen Verrechnungspreise marktgängig zu gestalten und alle Positionen gegen den Großhandelsmarkt zu bewerten.²⁸³ Dies führt dann zu der Organisationsform, dass der Energiehandel den einzigen

278 Vgl. Sharpe, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *The Journal of Finance* 19 (3) 1964, S. 425 [442 ff.]. Für eine komprimierte Darstellung vgl. z. B. Finke, Grundlagen des Risikomanagements: Quantitative Risikomanagementmethoden für Einsteiger und Praktiker, Weinheim 2005, S. 130 ff.

279

$$RAPM = \frac{\text{Effektives Ergebnis}}{\text{Effektives Kapital}}$$

280 Die Definition dieser Kennzahlen in der Literatur ist nicht einheitlich. Übliche Definitionen sind:

$$RORAC = \frac{\text{Nettoergebnis}}{\text{Risikokapital}}$$

$$RAROC = \frac{\text{Nettoergebnis-Risikoprämie}}{\text{Investiertes Kapital}}$$

$$RARORAC = \frac{\text{Nettoergebnis-Risikoprämie}}{\text{Risikokapital}}$$

281 Einen guten Überblick über das Thema vermittelt Suhaiyer, Ermittlung divisionaler Eigenkapitalkosten in wertorientierten Steuerungsansätzen, Chemnitz 2004.

282 Für einen historischen Überblick über die Marktentwicklung s. Zenke/Ellwanger, Handel mit Energiederivaten, München 2003, Kap. 1.

283 Vgl. Kap. VI. 2. b.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Großhandelsmarktzugang im Unternehmen darstellt, damit zentraler interner Marktplatz wird und alle internen Verrechnungspreise marktgerecht sind.

Damit ist die Wertschöpfungskette in ihre Bestandteile aufgebrochen, mit dem Stromgroßhandelsmarkt als wesentlicher Schnittstelle zwischen den Wertschöpfungsstufen. Selbst eine dermaßen aufgebrochene Wertschöpfungskette lässt noch viele Gestaltungsmöglichkeiten offen, von denen einige im folgenden Kapitel diskutiert werden.

3. Zuordnungsvarianten und Diskussion der Vor- und Nachteile

Die vollständige Wertschöpfungskette eines EVU besteht vereinfacht²⁸⁴ aus:

199

- Brennstoffe beschaffen oder fördern²⁸⁵;
- Veredeln der Brennstoffe zu Strom (und Wärme);
- Handel des Stroms auf dem Großhandelsmarkt;
- Transport und Verteilung;
- Vertrieb von Strom (und Wärme) an Endverbraucher oder Weiterverteiler.

Transport und Verteilung werden aufgrund ihrer besonderen Stellung aus den folgenden Überlegungen ausgeklammert. Die ersten beiden Wertschöpfungsstufen weisen sehr hohe investitionsspezifische Risiken durch das hohe gebundene Kapital auf²⁸⁶, darüber hinaus Preis- und Kreditrisiken, die nicht unmittelbar vom Großhandelsmarkt abhängen, wie z. B. Preise für Lohn, Dienstleistungen, Hilfsstoffe sowie operationelle Risiken bei der Förderung von Brennstoffen und der Strom- und Wärmeerzeugung. Daneben sind diese Wertschöpfungsstufen im Wesentlichen noch Markt- und Kreditrisiken im Großhandelsmarkt ausgesetzt.

Die dritte Wertschöpfungsstufe, der Energiehandel, weist vornehmlich Markt- und Kreditrisiken, aber auch operationelle Risiken auf. Sie ist damit die Einheit, die zumeist über die höchste Kompetenz im Konzern verfügt, Markt- und Kreditrisiken zu bewirtschaften.

284 Tatsächlich stellt dies nur die Energieerzeugungs- und Energievermarktungskette dar. Unbenommen gibt es daneben noch die Investitionsprozesse, die gesondert betrachtet werden müssen. Da diese mittel- und langfristig häufig die größten Risikokomponenten eines Konzerns enthalten können, ist hier der Gesamtrisikoprozess und das über die Zweitmeinung aus dem Risikomanagement Beschriebene wichtig. Die übergeordnete Risikokapitalallokation im Konzern (in welche Investitionen fließt wieviel Kapital) kann nach den gleichen Kriterien wie in Kapitel VII. 1. beschrieben, allerdings wegen der langen Laufzeiten nur unter sehr viel höherer Unsicherheit vorgenommen werden. Dabei können dann neben quantitativen finanziellen Zielen auch sehr viel mehr strategische Faktoren eine gewichtige Rolle (z. B. Ziele zur Robustheit und Umweltverträglichkeit des Portfolios) spielen.

285 Für regenerative Erzeugung entfällt dieser Schritt naturgemäß im Wesentlichen dafür bestehen hier dann höhere Wetterrisiken (Volumenrisiken).

286 Hier z. B. auch hohe politische Risiken, z. B. Kernkraft, KWK-Anlagen, Anlagen zur Nutzung regenerativer Energierquellen.

Dritter Teil: Risikomanagement

Der Vertrieb verfügt über die beste Marktkenntnis der Endverbrauchermärkte und über die Kompetenz, Massenprozesse zu beherrschen. Sein Risikoprofil besteht neben operationellen Risiken auch aus Markt- und Kreditrisiken. Bei den Preisrisiken spielen Optionalitäten (Volumenrisiken) und Basisrisiken²⁸⁷ eine große Rolle.²⁸⁸

Daraus ergibt sich eine Reihe von **Gestaltungsspielräumen**, die im Folgenden diskutiert werden:

- Zuordnung der Brennstoffbeschaffung;
- Bewirtschaftung der Kraftwerksoptionalitäten;
- Zuordnung der Kreditrisiken;
- Zuordnung des Portfoliomanagements für Produktion und Vertrieb;
- Symbiose aus Produktion und Handel oder Handel und Vertrieb.

a) *Zuordnung der Brennstoffbeschaffung*

- 200 Werden die Brennstoffe nicht selbst gewonnen, sondern beschafft, so kann dies entweder durch die **Produktion** oder den **Handel** erfolgen. Zumindest bei Steinkohle muss noch zwischen dem **Geschäft mit physischer Erfüllung und dem finanziellen Geschäft**, zumeist Swaps²⁸⁹, unterschieden werden. Der physische Brennstoffeinkauf unterscheidet sich hier erheblich vom finanziellen Brennstoffhandel und besteht zu einem großen Teil aus der Organisation der mit der Lieferung verbundenen Logistik, Qualitätsmanagement usw. Da das physische Geschäft sehr eng mit den einzelnen Kraftwerken verknüpft ist, wird es u. U. auch durch die Erzeugung durchgeführt. Dadurch ergibt sich als Nachteil mehr Abstimmungsbedarf mit dem Handel, wenn dieser für das finanzielle Geschäft zuständig ist. Außerdem kann ein erhöhter Aufwand dadurch entstehen, dass Ressourcen doppelt bereitgehalten werden müssen.

Als vorteilhaft kann gesehen werden, dass durch die Anordnung innerhalb der Produktion die beschaffende Einheit eine hohe Nähe zu den Kraftwerken aufweist, ferner die mit der Brennstoffbeschaffung verbundenen Anforderungen an die Logistik und Kohlequalität genau kennt und letztlich unmittelbar mit den finanziellen und auch operativen Auswirkungen der Beschaffung konfrontiert ist.

287 Zum Begriff „Basisrisiko“ vgl. Kap. VI. 2. a.

288 Die Abgrenzung zwischen Großkundenvertrieb und Energiehandel ist dabei fließend und unterliegt einer gewissen Willkürlichkeit, so dass es zweckmäßig ist, diese Abgrenzung im Unternehmen möglichst exakt zu definieren, falls sich unterschiedliche Einheiten unabhängig voneinander um das jeweilige Geschäftsfeld bemühen. Andernfalls kann dies zu sehr ineffizienten oder sogar dysfunktionalen Prozessen führen.

289 Swaps sind Finanzprodukte, bei denen zwischen zwei Handelspartnern die Differenz aus einem Festpreis und einem Index ausgetauscht wird. Bezuglich der Indizes auf denen Kohle gehandelt wird vgl. z. B. <http://www.tradition.com/products/energy-commodities/coal.aspx> (05.08.2020).

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

Eine eindeutige Aussage, wo der physische Brennstoffeinkauf organisatorisch angesiedelt sein sollte, kann damit u. E. zwar nur bei Betrachtung der konkreten Unternehmenscharakteristika erfolgen. In den meisten Fällen dürfte dies jedoch die Handelsorganisation sein. Bezuglich des finanziellen Brennstoffhandels sehen wir es als vorteilhaft an, diesen im **Energiehandel** zu positionieren oder vom Energiehandel als **Kommissionsgeschäft** durchführen zu lassen, da andernfalls entweder ein erheblicher Doppelaufwand entsteht (systemtechnische Voraussetzungen, Funktionstrennung etc.) oder große pragmatische Kompromisse im operativen Geschäft erforderlich werden.

b) *Bewirtschaftung der Kraftwerksoptionalitäten*

Die zu Grunde liegende Frage ist, wo sollte bestimmt werden, welches **Kraftwerk** wie eingesetzt wird. Effizienzgesichtspunkte und die große Nähe zu den Vorgängen auf dem Großhandelsmarkt sprechen dafür, dem Handel diese Aufgabe zu übertragen. Allerdings muss dann – so die Steuerung des Konzerns am Markt dadurch nicht ineffizient werden soll – die Optionalität der Kraftwerke zu einem marktgerechten Preis transferiert werden. Wird der Übertrag der Kraftwerkskapazität von der Produktion auf den Handel durch Vorgaben erzwungen, so ist u.E. der Preis hierfür durch eine unabhängige Stelle im Konzern zu überprüfen. Erfolgt die Übertragung aufgrund strategischer Entscheidung der Produktion und der Preis wird zwischen Handel und Produktion ausgehandelt, so ist diese Überprüfung zwar nicht erforderlich, jedoch dennoch anzuraten.²⁹⁰

201

Eine **Übertragung der Optionalitäten** setzt voraus, dass bei den Kraftwerken ein Anreiz bleibt, die Kraftwerke möglichst hoch verfügbar zu halten. In diesem Zusammenhang kann gegen eine Übertragung der Kraftwerksoptionalitäten auf den Handel aufgeführt werden, dass die Fahrweise der Kraftwerke einen nicht unerheblichen Einfluss auf deren Verfügbarkeit und Wartungskosten haben kann und damit Rückkopplungen bestehen, die ökonomisch nur schwer abbildbar sind und das Anreizsystem verkomplizieren. Werden die Preise nicht ausgehandelt, so stellt auch die Bestimmung eines marktgerechten Preises für zum Teil sehr komplexe Optionalitäten keine triviale Aufgabe dar.

Für den Bereich der kurzfristigen Kraftwerksoptimierung erscheinen uns auch Modelle als sehr geeignet, bei denen sowohl Handel als auch Produktion klare Anreize zur Wertoptimierung des Portfolios haben (z.B. Verteilung des Ergebnisses zwischen Handel und Erzeugung) und eine gemeinsame Arbeitseinheit betreiben.

Für **wärmegeführte Kraftwerke** – vor allem wenn es sich um ein komplexes Wärmesystem handelt – ist es wichtig, den Kraftwerkseinsatz/die Kraftwerksplanung eng an die Betreuung des Wärmenetzes zu binden. Dies schließt jedoch eine Umsetzung innerhalb des Energiehandels nicht aus. Die optimale Zuord-

²⁹⁰ Zur Marktgerechtigkeit vgl. MaRisk 2017, BTO 2.2.1 Tz. 2, vgl. a. Rdn. 9 und dortiger Fußnotenapparat.

Dritter Teil: Risikomanagement

nung kann letztendlich nur individuell unter Berücksichtigung der lokalen Gegebenheiten geprüft werden.

c) Zuordnung der Kreditrisiken

- 202 Ist der Handel der zentrale Marktplatz eines EVU und tätigt alle Geschäfte auf dem Großhandelsmarkt, so fallen auch im Handel wesentliche Kreditrisiken des Konzerns an. Dabei ist jedoch zu erwähnen, dass auch der Bau neuer Anlagen mit hohen Kreditrisiken behaftet sein kann. Alle im Vertrieb oder der Erzeugung anfallenden Kreditrisiken, die den Großhandelsmarkt oder Adressen betreffen, die auf verschiedenen Geschäftsfeldern aktiv sind, sollten u. E. **an eine zentrale Stelle transferiert** werden.²⁹¹ Da der Handel den größten Teil dieser Risiken ohnehin über sein **Portfolio** bewirtschaftet, dort i. d. R. die dafür erforderliche Kompetenz ausgeprägt ist und die dafür vorhandenen Systeme und Prozeduren aufgebaut sind, ist er die prädestinierte Stelle für die PnL-Verantwortung von Großhandelsrisiken. Allerdings gilt auch hier, dass zur Vermeidung falscher Anreize, Kreditrisiko bepreist bzw. pauschal abgegolten werden sollte und den verursachenden Geschäftseinheiten in Rechnung gestellt werden sollte. Rating (internes), Limitüberwachung und Berichtswesen liegen selbstverständlich im vom Geschäft unabhängigen Risikomanagement.

Kreditrisiken, die nicht im Energiegeschäft entstehen und nicht unmittelbar mit diesem verbunden sind (z. B. Bau eines Windparks), sollten i. d. R. bei der operativen Einheit verbleiben, die für die Geschäftsaktivität verantwortlich ist und sie am besten (z. B. innerhalb ihres Projektmanagements) steuern kann.

Für die Frage, wie Limite für Adressen, deren Limit in verschiedenen internen Geschäftseinheiten begehrt ist (z. B. Handel und Vertrieb), auf diese Einheiten aufgeteilt werden können, wird auf die Literatur verwiesen.²⁹²

d) Zuordnung des Portfoliomanagements für Produktion und Vertrieb

- 203 Ist die Wertschöpfungskette in die Einheiten Produktion, Handel und Vertrieb **aufgesplittet** und der Handel der zentrale Marktplatz des Unternehmens, so stellt sich die Frage, wie das Portfoliomangement für die Einheiten Produktion und Vertrieb organisiert sein sollte. Naheliegend ist, dass die organisatorische Anordnung des Portfoliomanagements für die Erzeugung von der Antwort auf die Frage nach der Bewirtschaftung der Flexibilitäten der Kraftwerke²⁹³ abhängt. Werden die Kraftwerksoptionalitäten durch den Handel bewirtschaftet, was u. E. i. d. R. sinnvoll ist, so ist auch die disziplinarische Führung der Portfo-

291 Dies gilt für Kreditrisiken aus Brennstoffverträgen, Handelspositionen und strukturierten Positionen des Vertriebes. Nicht darunter fallen die Risiken, die aus Strom- oder Wärmeverträgen mit Endverbrauchern resultieren. Sie sind i. d. R. von der absoluten Einzelsumme untergeordnet und können auf Basis einer guten statistischen Datenlage durch den Vertrieb selbst am besten bewirtschaftet werden.

292 Vgl. Suhriater, Ermittlung divisionaler Eigenkapitalkosten in wertorientierten Steuerungsansätzen, Chemnitz 2004.

293 Vgl. Kap. VII. 3. b.

A. Formen des Risikomanagements im Energiehandel

liomanagementeinheit durch den Handel außer Frage. Ist die Produktion jedoch ein eigenständiges Profit-Center, das den Handel nur als Ausführenden der Marktanweisungen durch die Produktion nutzt, so erscheint es vorteilhaft, die Portfoliomangementeinheit auch disziplinarisch der **Produktion** zu unterstellen, da nur so sicher ist, dass es in der Macht der verantwortlichen Einheit (also der Produktion) steht, das **Anreizsystem** für die Portfoliomanager angemessen zu gestalten.

Analog gilt für den Vertrieb: werden die Risiken der Portfolien (Basisrisiken aus Vertriebsverträgen, Bilanzausgleichsrisiken etc.) an den Handel transferiert, so liegt es auf der Hand, dass das Portfoliomangement für den Vertrieb im Handel organisiert und dem verantwortlichen Handelsleiter unterstellt sein sollte. Verbleibt jedoch die gesamte Ergebnisverantwortung für die Risiken der Vertriebsportfolien im Vertrieb, dadurch, dass die Risiken nicht transferiert werden, so liegt eine organisatorische Anordnung des Portfoliomagements beim **Vertrieb** nahe.

e) *Symbiose aus Produktion und Handel oder Handel und Vertrieb*

Neben der Auftrennung der Wertschöpfungskette in Produktion, Handel und Vertrieb können auch die **Symbiose** aus Produktion und Handel oder aus Handel und Vertrieb gewählt werden, ohne dass dadurch die prinzipielle Steuerungslogik wesentlich geändert würde.²⁹⁴ Neben verschiedenen Vor- und Nachteilen des praktischen Ablaufs, der Bilanzierung oder steuerlicher Aspekte, kann aus energiewirtschaftlicher Sicht hier als Charakteristikum dieser Lösung genannt werden, dass die Zuordnung der Brennstoffbeschaffung sowie die Bewirtschaftung der Kraftwerksoptionalitäten dann keiner oder nur sehr einfacher Schnittstellen bedarf. Die Symbiose aus Vertrieb und Handel führt u.a. dazu, dass die Abgrenzung zwischen der Zuständigkeit von Handel und Vertrieb für Großkunden einfacher wird. Nachteilig in beiden Varianten kann sich u.U. eine geringere Transparenz hinsichtlich des Geschäftserfolges der einzelnen Wertschöpfungsstufen auswirken. Dieser kann jedoch u.U. durch **geeignete Strukturierung der Portfolien** begegnet werden.

204

VIII. Zusammenfassung

Meldungen über Schwierigkeiten oder gar Insolvenzen auch großer internationaler Unternehmen finden sich regelmäßig in den Medien. Speziell die sehr volatilen Rohstoff- und darunter vor allem die Energiemarkte lösen Diskussionen über den **angemessenen Umgang mit diesen Risiken** aus. Sich falsch oder zu spät im Kauf oder Verkauf der Mengen zu binden, auch sich bei seinen Handelsgeschäften auf unzutreffende Bonitätseinschätzungen zu stützen, kann Probleme schaffen, die bis in die Existenzbedrohung gehen können. Die ebenso intensive öffentliche Diskussion über **Corporate Governance** und ein ange-

205

²⁹⁴ Dies gilt natürlich nur unter der Prämisse, dass auch innerhalb der Geschäftseinheiten Marktpreise die Basis aller Transaktionen sind.

Dritter Teil: Risikomanagement

messenes Risikomanagement bringen zudem das Management nicht nur nach Zwangslagen regelmäßig in Darlegungszwänge: wurde rechtzeitig eine geeignete Aufbau- und Ablauforganisation installiert und wie wurde in speziellen Situationen reagiert, um negative Effekte zumindest einzugrenzen?

Die Autoren leiten in ihrem Beitrag – basierend auf praktischen Erfahrungen – her, welche Aspekte zwingend beachtet werden müssen, um ein, auch unter pragmatischen Gesichtspunkten, angemessenes Risikomanagementsystem aufzubauen und zu betreiben.

Hierbei wird ausdrücklich ein **schrittweises Vorgehen** empfohlen, welches auf das Unternehmen **maßgeschneidert** wird und diesem – sowohl dem Management, als auch den Mitarbeitern – erlaubt, die Risiken und ihre Interdependenzen und damit das Geschäftsmodell besser und tiefer zu verstehen und für den Geschäftserfolg maßgebliche Maßnahmen zu entwickeln.

Damit Sackgassen und unnötige Umwege vermieden werden, ist es dabei aber wichtig, bestimmte Grundsätze von Anfang an nicht aus dem Blick zu verlieren.

Diese sind im Allgemeinen:

- Ein klares System von Verantwortlichkeiten und Rollen (Aufbau- und Ablauforganisation);
- Ein holistischer Risikofokus (im Fokus stehen nicht nur die Markt- und Kreditrisiken, sondern alle relevanten Risikofelder);
- Risiken sind möglichst genau zu quantifizieren, um die Gesamtrisikoposition zu erkennen (Orientierung auf die Risikotragfähigkeit), die notwendige Maßnahmenorientierung zu konkretisieren und in die betriebliche Praxis umzusetzen;
- Risiken sind in adäquaten Zeitabständen zu berichten. Bezogen auf die Markt- und Kreditrisiken kann bis auf Ausnahmen davon ausgegangen werden, dass dies eine tägliche Berichterstattung bedeutet;
- Für Energiehandelshäuser und Handelseinheiten ist das Gebot der Funktionstrennung bis in die Ebene der Geschäftsführung hervorzuheben;
- Letztendlich spielt für den Erfolg des Energiehandels und des Risikomanagements im Energiehandel die Qualifikation und Motivation des Personals eine entscheidende Rolle.

Vor allem der letzte Punkt, Qualifikation und Motivation des Personals, und damit das Risikobewusstsein – angefangen vom Kontrollgremium, über die Geschäftsführung bis in alle operativen Ebenen des Unternehmens hinein – ist nach Ansicht der Verfasser der wesentliche Erfolgsfaktor für ein Risikomanagementsystem in der Praxis.

Werden obige Grundsätze beachtet, so wird das Risikomanagementsystem in jeder Entwicklungsstufe über die reinen Überwachungsfunktionen hinausgehend einen **Mehrwert für das Unternehmen** erzeugen können.

B. Rechtliche Bewältigung des Risiko-managements im Energiehandel

Inhaltsübersicht

I.	Der gesetzliche Auftrag – § 91 II AktG	206
II.	Derivate – EMIR	212
III.	Risiken durch Unterlassen	218
IV.	Compliance durch REMIT	219
V.	Unternehmensgegenstand vs. Risikomanagementsystem?	220
VI.	Das Risikoüberwachungssystem nach § 91 II AktG	225
1.	Das Ziel von § 91 II AktG	225
a)	Das Verhältnis zu § 25a Abs. I Nr. 1 KWG	226
b)	Beziehung zwischen § 91 II AktG und bilanzrechtlichen Standards	233
2.	Den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen	239
3.	Früherkennung	243
4.	Geeignete Maßnahmen	246
5.	Überwachungssystem	247
VII.	Überwachungspflichten des Aufsichtsrates	275
VIII.	Prüfung durch den Wirtschaftsprüfer	281
IX.	Rechtsfolgen bei Verstößen gegen § 91 AktG	288

Literatur

- Amling/Bantleon, COSO-Regelwerk 2013 „Internal Control-Integrated Framework“ – neue Anforderungen an die Corporate Governance in Deutschland, WPg 2014, 343
- Bachmann, Die Geschäftsleiterhaftung im Fokus von Rechtsprechung Rechtspolitik, BB 2015, 771
- Baumbach/Hopt, Handelsgesetzbuch: HGB, Kommentar, 39. Aufl., München 2020
- Baums, Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht, ZGR 2011, 218
- Baums, Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung, ZHR 175 (2011), 160
- Beck'scher Bilanz-Kommentar, 12. Aufl., München, 2020
- Bihr/Kalinowsky, Risikofrüherkennungssystem bei nicht börsennotierten Aktiengesellschaften – Haftungsfälle für Vorstand, Aufsichtsrat und Wirtschaftsprüfer, DStR 2008, 620
- Blasche, Individualisierung sowie Über- unter Unterschreitung des Unternehmensgegenstandes, DB 2011, 517
- Blasche, Die Mindestanforderungen an ein Risikofrüherkennungs- und Überwachungssystem nach § 91 Abs. 2 AktG, CCZ 2009, 62
- Böcking/Orth, Risikomanagement und das Testat des Abschlussprüfers, BFuP 2000, 242
- Bohl/Riese/Schlüter, Beck'sches IFRS-Handbuch, Kommentierung der IAS/IFRS, 5. Aufl., München 2016
- Buck-Heeb, Die Haftung von Mitgliedern des Leitungsorgans bei unklarer Rechtslage, BB 2013, 2247
- Buchheim/Gröner/Kühne, Übernahme von IAS/IFRS in Europa: Ablauf und Wirkung des Komitologieverfahrens auf die Rechnungslegung, BB 2004, 1783
- Bunting, Das Früherkennungssystem des § 91 Abs. 2 AktG in der Prüfungspraxis – eine kritische Betrachtung des IDW PS 340, ZIP 2012, 357

Dritter Teil: Risikomanagement

- Claussen/Korth, Anforderungen an ein Risikomanagementsystem aus der Sicht des Aufsichtsrates, in: Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag, 2000, S. 327
- Danner/Theobald, Energierecht, Werkstand: 103. EL, München, 2019
- Dengler, Die MaRisk-Anforderungen und ihre Auswirkungen auf die Vorstandshaftung, WM 2014, 2033 ff
- Dierks/Sandmann/Herre, Das neu überarbeitete COSO-Rahmenwerk für Interne Kontrollsysteme und die Konsequenzen für die deutsche Unternehmenspraxis, CCZ 2013, 164
- Dörner u. a. (Hrsg.), Praxis des Risikomanagements, Stuttgart 2000
- Dreher, Ausstrahlungen des Aufsichtsrechts auf das Aktienrecht, ZGR 2010, 496
- Dreher, Die Vorstandsverantwortung im Geflecht von Risikomanagement, Compliance und interner Revision, in: Festschrift für Uwe Hüffer zum 70. Geburtstag, 2010, S. 161
- Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, 4. Aufl., München 2020
- Eggemann/Konradt, Risikomanagement nach KonTraG aus dem Blickwinkel des Wirtschaftsprüfers, BB 2000, 503
- Emmerich, Risikomanagement im Industrieunternehmen – gesetzliche Anforderungen und Umsetzung nach dem KonTraG, Zfbf 1999, 1075
- Endres, Organisation der Unternehmensleitung aus der Sicht der Praxis, ZHR 163 (1999), 441
- Ernst/Seidler, Kernpunkte des Referentenentwurfes eines Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes, BB 2007, 2557
- Fleischer, in: Spindler/Stilz, Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Aufl., München 2015
- Funke, Die Notwendigkeit von Compliance durch REMIT, CCZ 2014, 43
- Gampenrieder/Kittelberger, Risikomanagement im kommunalen Energieversorgungsunternehmen, VW 2002, 221
- Gärtner, BB-Rechtsprechungsreport zur Organhaftung 2013, BB 2014, 2627
- Gelhausen, Aufsichtsrat und Abschlussprüfer – eine Zweckgemeinschaft, BFuP 1999, 390
- Gelhausen, IDW (Hrsg.), Wirtschaftsprüfungshandbuch, 16. Aufl., Düsseldorf 2019
- Gernoth, Die Überwachungspflichten des Aufsichtsrats im Hinblick auf das Risiko-Management und die daraus resultierenden Haftungsfolgen für den Aufsichtsrat, DSTR 2001, 299
- Glass, Die Pflichten von EVU im OTC-Derivatehandel unter der konkretisierten European Market Infrastructure Regulation (EMIR), EWeRK, 2013, 77
- Goette, Organisationspflichten in Kapitalgesellschaften zwischen Rechtspflicht und Opportunität, ZHR 175 (2011), 388
- Groß, Zuständigkeit der Hauptversammlung bei Erwerb und Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen, AG 1994, 266
- Hasselbach, Überwachungs- und Beratungspflichten des Aufsichtsrats in der Krise, NZG 2012, 41
- Häublein/Hoffmann – Thienert, BeckOK HGB, 28. Edition, München, 2020
- Heintges/Härle, Probleme der Anwendung von IFRS im Mittelstand, DB 2005, 173
- Helmrich, Zur Strafbarkeit bei fehlenden oder unzureichenden Risikomanagementsystemen in Unternehmen am Beispiel der AG, NZG 2011, 1252
- Hemeling, Organisationspflichten des Vorstands zwischen Rechtspflicht und Opportunität, ZHR 175 (2011), 368
- Hölters, Aktiengesetz, 3. Aufl., München, 2017
- Hommelhoff, Risikomanagement im GmbH-Recht, in: Festschrift für Otto Sandrock zum 70. Geburtstag, Heidelberg 2000, S. 373
- Hommelhoff/Mattheus, Corporate Governance nach dem KonTraG, AG 1998, 249

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

- Hommelhoff/Mattheus, Risikomanagementsystem im Entwurf des BilMoG als Funktionselement der Corporate Governance, BB 2007, 2787
- Huff (Hrsg.), Sonderheft für Rechtsanwalt Prof. Dr. Hermann Weber zum 65. Geburtstag am 10. 11. 2001, Beilage zur NVwZ, München 2001
- Hüffer/Koch, Aktiengesetz, 14. Aufl., München 2020
- Hüffer, Corporate Governance: Früherkennung nach § 91 Abs. 2 AktG. Neue Pflichten des Vorstands zum Risikomanagement, in: Recht und Vernunft, Festschrift für Hans-Diether Imhoff, Frankfurt am Main 1998, S. 91
- Huth, Grundsätze ordnungsmäßiger Risikoüberwachung, BB 2007, 2167
- Immenga, Compliance als Rechtspflicht nach Aktienrecht und Sarbanes-Oxley-Act in: Unternehmensrecht zu Beginn des Jahrhunderts, Festschrift für Eberhard Schwark zum 70. Geburtstag, München 2009, S. 199
- Jorion, Value at Risk: The New Benchmark for Controlling Market Risk, New York u.a. 1997
- Kiethe, Das Recht des Aktionärs auf Auskunft über risikante Geschäfte (Risikovorsorge), NZG 2003, 401
- Knorr/Zeimes, IASB-Projekt zu Accounting Standards for Non-Publicly Accountable Entities: Status der Diskussion, BB 2005, Beilage 3, 20
- Köhler, Die Zulässigkeit derivativer Finanzinstrumente in Unternehmen, Banken und Kommunen, Diss. Berlin 2012
- Kort, in: Großkommentar zum Aktiengesetz, 5. Aufl., Berlin 2015
- Koss, Das interne Kontrollsysteem der Stiftung, ZStV 2014, 171
- Krause/Albien, BB-Gesetzgebungs- und Rechtsprechungsreport zu Compliance 2014, BB 2015, 1795
- Kriete/Padberg, Risiken und Risikoberichterstattung in der Versorgungsindustrie, VW 2004, 153
- Kubiciel, Haftung für unternehmerische Risikoentscheidungen während der Corona-Pandemie, NJW 2020, 1449
- Lachnit/Müller, Risikomanagementsystem nach KonTraG und Prüfung des Systems durch den Wirtschaftsprüfer in: Festschrift Wilhelm Theodor Strobel zum 70. Geburtstag, 2001, S. 363
- Lange/Wall (Hrsg.), Risikomanagement nach dem KonTraG, München 2001
- Langenbucher, Vorstandshaftung und Legalitätspflicht in regulierten Branchen, ZBB/JBB 2013, 16
- Lentfer, Die Überwachung des Risikomanagementsystems gem. § 91 Abs. 2 AktG durch den Aufsichtsrat, Hamburg 2003
- Liese/Schulz, Risikomanagement durch Compliance-Audits, BB 2011, 1347
- Lohse, Unternehmerisches Ermessen. Zu den Aufgaben und Pflichten von Vorstand und Aufsichtsrat, 2005
- Lück, Elemente eines Risiko-Managementsystems – Die Notwendigkeit eines Risiko-Managementsystems durch den Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), DB 1998, 8
- Lück, Der Umgang mit unternehmerischen Risiken durch ein Risikomanagementsystem und durch ein Überwachungssystem, DB 1998, 1925
- Lück, Internes Überwachungssystem (IUS) – Die Pflicht zur Einrichtung und zur Prüfung eines Internen Überwachungssystems durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), Wirtschaftsprüferkammer Mitteilungen 1998, 182
- Lück, Managementrisiken im Risikomanagementsystem, DB 2000, 1473
- Lüdenbach/Hoffmann (Hrsg.), IFRS-Kommentar, 17. Aufl., Freiburg u.a. 2019

Dritter Teil: Risikomanagement

- Lutter, Genussrechtsfragen – Besprechung der Entscheidung BGH ZIP 1992, 1542 (Klöckner) und BGH ZIP 1992, 1728 (Bremer Bankverein), ZGR 1993, 291
- Mäsch, Chance und Schaden 2004, 241 ff.; Rack, CB-Test: Die häufigsten Fehler der Unternehmensorganisation – das Unterlassen organisatorischer Maßnahmen, CB 2014, 104
- Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Frankfurt am Main 1991
- Mertens, Aufsichtsrat und Organhaftung, AG 1997, Sonderheft August, 70
- Mertens/Cahn, in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Köln 2010
- Müllbert/Wilhelm, Risikomanagement und Compliance im Finanzmarktrecht-Entwicklung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen, ZHR 178 (2014), 502
- Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 2, 5. Aufl., München 2019
- Münchener Kommentar zum Bilanzrecht, Band 1, 1. Aufl., München 2009
- Oehler (Hrsg.), Credit Risk und Value-at-Risk-Alternativen, Stuttgart 1998
- Pahlke, Risikomanagement nach KonTraG – Überwachungspflichten und Haftungsrisiken für den Aufsichtsrat, NJW 2002, 1680
- Pietzke, Die Verantwortung für das Risikomanagement und Compliance im mehrköpfigen Vorstand, CCZ 2010, 45
- Ploch/Schwert, Die Risiken von Beschaffung und Vertrieb, emw, 2005, 51
- Pollanz, Konzeptionelle Überlegungen zur Einrichtung und Prüfung eines Risikomanagementsystems – Droht eine Mega-Erwartungslücke?, DB 1999, 393
- Powilleit, Compliance im Unternehmen: Rechtliches Riskomanagement als Wertschöpfungsfaktor, GWR 2010, 28
- Preußner, Risikomanagement und Compliance in der aktienrechtlichen Verantwortung des Aufsichtsrats unter Berücksichtigung des Gesetzes zur Modernisierung des Bilanzrechts (BilMoG), NZG 2008, 574
- Preußner/Becker, Ausgestaltung von Risikomanagementsystemen durch die Geschäftsführung, NZG 2002, 846
- Preußner/Zimmermann, Risikomanagement als Gesamtaufgabe des Vorstandes, AG 2002, 657
- Redeke, Zu den Organpflichten bei bestandsgefährdenden Risiken, ZIP 2010, 159
- Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, EWeRK-Schriftenreihe, Band 55, Baden-Baden, 2015
- Rittner, Konzernorganisation und Privatautonomie, AcP 183 (1983), 295
- Säcker, Gesellschaftsrechtliche Grenzen spekulativer Finanztermingeschäfte – Überlegungen aus Anlass der Garantieerklärung der Bundesregierung für die Hypo Real Estate-Group, NJW 2008, 3313
- Schäfer, Das Überwachungssystem nach § 91 Abs. 2 AktG unter Berücksichtigung der besonderen Pflichten des Vorstands, Lohmar 2001
- Scharpf, Derivate Finanzinstrumente im Jahresabschluss unter Prüfungsgesichtspunkten – Erfassung, Abwicklung und Bildung von Bewertungseinheiten, BFuP, 47. Jg., 1995, 166
- Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., München, 2017
- Schmidbauer, Risikomanagement im Kontext weltorientierter Unternehmensführung, DB 2000, 153
- Schmidt, K. /Lutter, Aktiengesetz Kommentar, 4. Aufl., Köln 2020
- Schüppen, Wirtschaftsprüfer und Aufsichtsrat – alte Fragen und aktuelle Entwicklungen, ZIP 2012, 1317

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

- Schwintowski, Grenzen staatlicher Haftung für Schulden öffentlicher Unternehmen, in:
Bub u. a. (Hrsg.), Zivilrecht im Sozialstaat, Festschrift für Peter Derleder, Baden-Baden 2005, S. 509
- Schwintowski, Die Pflicht zur chancen- und risikobasierten Geschäftsleitung am Beispiel von Krankenhäusern, CB, 2016, 156
- Seibert, Die Entstehung des § 91 Abs. 2 AktG im KonTraG – „Risikomanagement“ oder „Frühwarnsystem?“, in: Festschrift für Gerold Bezzenger zum 70. Geburtstag am 13. März 2000, 2000, S. 427
- Selter, Die Pflicht von Aufsichtsratsmitgliedern zu eigenständigen Risikoanalyse, NZG 2012, 660
- Spellmann, Gesamtrisiko-Messung von Banken und Unternehmen, Wiesbaden 2002
- Spindler, Unternehmensorganisationspflichten: Zivilrechtliche und öffentlich-rechtliche Regelungskonzepte, München 2001
- Spindler, Von der Früherkennung von Risiken zum umfassenden Risikomanagement – zum Wandel des § 91 AktG unter europäischem Einfluss, in: Festschrift für Uwe Hüffer zum 70. Geburtstag, 2010, S. 985
- Spindler/Stilz, Aktiengesetz, 4. Aufl., München, 2019
- Stix, Handel mit dem Risiko, Spektrum der Wissenschaft 1998, Heft 7, 66
- Taleb, Der schwarze Schwan, 2007
- Theusinger/Liese, Besteht eine Rechtspflicht zur Dokumentation von Risikoüberwachungssystemen i. S. des § 91 II 1 AktG?, NZG 2008, 289
- Tieves, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaften, Heidelberg 1998
- Timm, Aktiengesellschaft als Konzernspitze, Köln 1990
- Velte, Direktzugriff des Aufsichtsrats auf die Interne Revision – Ausnahme- oder Regelfall?, NZG 2011, 1401
- Velte, Prüfung der Buchführung durch den Aufsichtsrat – Recht oder Pflicht?, NZG 2010, 930
- Wagner/Zenke, Die Pflicht zur Vorhaltung hinreichender Eigenmittel beim Handel mit Energiederivaten, ET 2003, 714
- Weber-Rey, Gesellschafts- und aufsichtsrechtliche Herausforderungen an die Unternehmensorganisation, AG 2008, 345
- Westermann, Haftung und Zurechnung im Unternehmensbereich, Karlsruher Forum 1993, 15
- Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmund, Handbuch EMIR, 1. Aufl., Berlin 2015
- Wimmer, MaK und die Konsequenzen, BKR 2002, 1079
- Wimsheim, Zur Anforderung eines internen Kontroll- und Risikomanagementsystems im Hinblick auf den (Konzern-)Rechnungslegungsprozess gem. BilMoG, DStR 2009, 920
- Wolf/Runzheimer, Risikomanagement und KonTraG, 3. Aufl., Wiesbaden 2001
- Wolff, Potenziale derzeitiger Risikomanagementsysteme, DStR 2002, 1729
- Zenke/Fischer, Transparenzpflichten nach REMIT und EMIR, EnWZ, 2013, 211
- Zenke/Schäfer, Energiehandel in Europa, 4. Aufl., München 2017
- Zenke/König/Wagner, Weniger Risiko mit weniger Eigenmitteln abdecken, et 2005, 32
- Zimmer, Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, NJW 1998, 3521
- Zimmermann, Die MaRisk als „regulatorischer Imperativ“, BKR 2005, 208
- Zunk, Risikomanagement im Treasury Management von Unternehmen, FB 2000, 754

I. Der gesetzliche Auftrag – § 91 II AktG

- 206 Am 01.05.1998 ist das KonTraG¹ in Kraft getreten². In § 91 II AktG heißt es: „Der Vorstand hat geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden“. Fehlt beispielsweise die Dokumentation des Frühwarnsystems, so ist die Entlastung des Vorstands anfechtbar.³ Die Einhaltung des Legalitätsprinzips und demgemäß die Einrichtung eines funktionierenden Compliance-Systems gehört zur Gesamtverantwortung des Vorstands.⁴ Für Banken wird § 91 II AktG durch § 25a KWG konkretisiert. Kommt der Vorstand seinen Pflichten aus § 91 II AktG nicht nach, so haftet er nach § 93 II 1 AktG der Gesellschaft auf Schadensersatz.⁵ Der Anspruch auf Schadensersatz kann auch durch Unterlassen entstehen, etwa wenn technische Entwicklungen (etwa im IT-Bereich) nicht verfolgt oder nicht beachtet oder rechtliche Entwicklungen (etwa die Änderung der Rechtsprechung im Personal- oder Arbeitsrecht) nicht wahrgenommen werden.⁶ Pflicht des Vorstandes ist es auch, im Unternehmensinteresse Chancen wahrzunehmen und umzusetzen. Der durch eine – in der Unterlassung – liegende Pflichtverletzung auszugleichende Schaden besteht in dem Verlust der Chance.⁷ Die Tatsache, dass eine verlorene Chance einen Schaden darstellt, wenn und soweit ihr Schutz Gegenstand einer gesetzlichen Verpflichtung war, qualifiziert diese ohne Weiteres für einen Schadensersatzanspruch.⁸ Da der Ersatz einer Chance in natura nicht möglich ist, handelt es sich in diesen Fällen immer um einen Geldersatzanspruch (§ 251 Abs. 1 BGB).⁹
- 207 Ein fehlendes oder unzureichendes Überwachungssystem kann auch straf- und bußgeldrechtliche (§ 130 OWiG) Konsequenzen (§ 266 StGB: Untreue) auslösen.¹⁰ Außerdem kann ein wichtiger Grund zur Abberufung des Vorstandsmit-

- 1 Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27.04.1998, BGBl. I 786; Überblick Zimmer, NJW 1998, 3521.
- 2 Zum Gesetzgebungsverfahren: Regierungsentwurf nebst Begründung, in: ZIP 1997, 2059; Referentenentwurf nebst Begründung, in: ZIP 1996, 2129 ff. und 2193 ff.; Be-schlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drs. 13/1038.
- 3 BGH, Urt. v. 16.02.2009 – II ZR 185/07, ZIP 2009, 460 – Kirch/Deutsche Bank.
- 4 LG München I, Urt. v. 10.12.2013 – 5 HKO 1387/10, ZIP 2014, 570; dazu Bachmann ZIP 2014, 579; Altmeppen, ZIP 2016, 97; Fuchs, JZ 2014, 838; Merkt, DB 2014, 2331.
- 5 Vgl. den Überblick zu Geschäftsleiterhaftung von Bachmann, BB 2015, 771; Gärtner, BB 2014, 2627; Krause/Albien, BB 2015, 1795; Langenbucher, ZBB/JBB 2013, 16; Diffe-renzierend Spindler, in Mückow-AktG § 91 n. 75 ff.
- 6 BGH, Urt. v. 28.02.2012 – II ZR 244/10, ZIP 2012, 867, wonach ein Abwickler einer Aktiengesellschaft verpflichtet ist, seinen Nachfolger auf dringend zu erledigende und für die Gesellschaft besonders wichtige Angelegenheiten ausdrücklich hinzu-weisen; OLG Düsseldorf, Urt. v. 31.05.2012 – I-16 U 176/10, wo es um ein Unterlas-sen eines Aufsichtsratsmitglieds ging.
- 7 Grundlegend Mäsch, Chance und Schaden, 2004, 423.
- 8 Mäsch, Chance und Schaden, 2004, 425.
- 9 Mäsch, Chance und Schaden, 2004, 425.
- 10 Helmrich, NZG 2011, 1252.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

glieds und zur Kündigung des Anstellungsvertrags gegeben sein.¹¹ Unterlässt der Vorstand die Dokumentation des Risikoüberwachungssystems, so liegt darin ein wesentlicher Gesetzesverstoß, der ihn haftpflichtig werden lässt.¹²

Das Überwachungssystem ist nach § 317 IV HGB Gegenstand der Abschlussprüfung. In § 317 IV HGB heißt es: „Bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft ist außerdem im Rahmen der Prüfung zu beurteilen, ob der Vorstand die ihm nach § 91 II AktG obliegenden Maßnahmen in einer geeigneten Form getroffen hat und ob das danach einzurichtende Überwachungssystem seine Aufgaben erfüllen kann“. Ist im Rahmen der Prüfung eine Beurteilung nach § 317 IV HGB abgegeben worden, „so ist deren Ergebnis in einem besonderen Teil des Prüfungsberichts darzustellen. Es ist darauf einzugehen, ob Maßnahmen erforderlich sind, um das interne Überwachungssystem zu verbessern“ (§ 321 IV HGB). Verletzt der Abschlussprüfer seine Prüfpflichten, haftet er nach § 323 I 3 HGB. Für die Abschlussprüfer besteht der vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) erarbeitete Prüfstandard **IDW PS 340**.¹³ Mit Stand 15.07.2019 wurde der Entwurf einer Neufassung des IDW-Prüfungsstandards gemäß § 317 IV HGB (IDW EPS 340 n.F.) vorgelegt. Der Entwurf stellt klar, dass der Vorstand die individuelle Risikotragfähigkeit des Unternehmens zu bewerten und nicht nur Einzelrisiken, sondern die Wechselwirkungen mehrerer Risiken (Risikoaggregation) zu bewerten und zu erfassen hat. Für die Zukunft ist vorgesehen, die Erklärung zum Risikofrühherkennungssystem im Prüfungsbericht mit einer Einschränkung zu versehen, wenn der Abschlussprüfer Mängel in Bezug auf die vom Vorstand getroffenen Maßnahmen nach § 91 II AktG feststellt.

Der Vorstand selbst wird verpflichtet, im **Lagebericht** auch auf die Risiken der künftigen Entwicklung des Unternehmens einzugehen (§§ 289 I, 315 I HGB).¹⁴ Diese Pflichten stehen in engem Zusammenhang mit der Einrichtung des Risikomanagementsystems nach § 91 II AktG. Der Vorstand hat darüber hinaus dem **Aufsichtsrat** über dieses Überwachungssystem zu berichten. Dies ergibt sich einerseits aus § 90 I AktG, wonach der Vorstand dem Aufsichtsrat über „grundsätzliche Fragen der Unternehmensplanung (insbesondere die Finanz-, Investitions- und Personalplanung)“ zu berichten hat. Dabei muss der Vorstand auf Abweichungen der tatsächlichen Entwicklung von früher berichteten Zielen unter Angabe von Gründen eingehen. Die Berichte des Vorstandes sind möglichst rechtzeitig und in der Regel in Textform zu erstatten (§ 90 IV AktG). Darüber hinaus ist der Aufsichtsrat nach § 171 I AktG verpflichtet, auch den für

11 VG Frankfurt, Urt. v. 08.07.2004 – 1 E 7363/03 – WM 2004, 2157; KG Berlin, Urt. v. 27.09.2004 – 2 U 191/02 – NZG 2004, 1165; vertiefend Dreher, ZGR 2010, 496, 530 ff.

12 LG München I, Urt. v. 05.04.2007 – 5 HK O 15964/06, BB 2007, 2170.

13 Bunting, ZIP 2012, 357; Schüppen, ZIP 2012, 1317.

14 Vgl. den deutschen Rechnungslegungsstandard Nr. 20 (Konzernlagebericht), der die Lageberichterstattung für alle Mutterunternehmen, die einen Konzernlagebericht nach § 315 HGB aufzustellen haben oder freiwillig aufstellen, regelt.

207a

208

Dritter Teil: Risikomanagement

den Kapitalmarkt aussagekräftigen Konzernabschluss und den Konzernlagebericht zu prüfen.¹⁵

- 209 In der **Begründung zum Regierungsentwurf** wird klargestellt, dass es sich bei der Verpflichtung des Vorstands, für ein angemessenes Risikomanagement und für eine angemessene interne Revision zu sorgen, um eine „gesetzliche Hervorhebung der allgemeinen Leitungsaufgabe des Vorstands gem. § 76 AktG“ handelt.¹⁶ Ergänzend weist die Begründung darauf hin, dass die „Verletzung dieser Organisationspflicht zur Schadensersatzpflicht“ führen kann (§ 93 II AktG). Bei Mutterunternehmen, so die Regierungsbegründung weiter, im Sinne des § 290 HGB ist die Überwachungs- und Organisationspflicht konzernweit zu verstehen, sofern von Tochtergesellschaften Entwicklungen ausgehen, die den Fortbestand der Gesellschaft gefährden können.¹⁷ Mit dem am 26.03.2009 vom Bundestag verabschiedeten, am 29.05.2009 in Kraft getretenen Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG)¹⁸ wird an den Begriff **Risikomanagement** angeknüpft. Nach § 107 III 2 AktG kann der Aufsichtsrat einen **Prüfungsausschuss** bestellen, der sich u.a. mit der Überwachung des **internen Risikomanagementsystems** befasst. Das COSO-Regelwerk (Internal Control Integrated Framework) aus dem Jahre 1992 (neu gefasst im Jahre 2013) ist das am häufigsten angewandte Control Framework weltweit.¹⁹ Ergänzend regelt § 289 V HGB, dass Kapitalgesellschaften i.S.d. § 264d HGB im Lagebericht die wesentlichen Merkmale des **internen Risikomanagementsystems** im Hinblick auf den Rechnungslegungsprozess zu beschreiben haben. Dies bedeutet, dass kapitalmarktorientierte Unternehmen verpflichtet sind, ein Risikomanagementsystem – und nicht nur ein Frühwarnsystem i.S.d. § 91 II AktG – zu betreiben.²⁰ Insoweit konkretisiert § 107 III 2 AktG eine Verpflichtung des Vorstandes, die sich zuvor bereits aus seiner Leitungsaufgabe (§ 76 AktG) und seiner haftungsrechtlichen Verantwortung (§ 93 AktG) ergab.
- 209a Nach der Richtlinie (EU) 2019/1023 vom 20.06.2019, stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass Schuldner Zugang zu einem oder mehreren klaren und transparenten **Frühwarnsystemen** haben, die Umstände erkennen können, die zu einer wahrscheinlichen Insolvenz führen können und ihnen signalisieren können, dass unverzüglich gehandelt werden muss (Art. 3 I). Zur Einrichtung eines sol-

15 Grundlegend *Lentfer*, Die Überwachung des Risikomanagementsystems gem. § 91 Abs. 2 AktG durch den Aufsichtsrat, 1. Aufl. 2003; *Velte*, NZG 2011, 1401; *ders.*, NZG 2010, 930; *Selter*, NZG 2012, 660.

16 Begründung zum Regierungsentwurf, BT-Drs. 13/9712, S. 15, in: ZIP 1997, 2059, 2061; vertiefend *Dreher*, ZGR 2010, 496, 530 ff.

17 Begründung zum Regierungsentwurf, BT-Drs. 13/9712, S. 15, in: ZIP 1997, 2059, 2061.

18 Referentenentwurf vom 08. 11. 2007, dazu *Preußner*, NZG 2008, 574; *Hommelhoff/Mattheus*, BB 2007, 2787; *Ernst/Seidler*, BB 2007, 2557; *Weber-Rey*, AG 2008, 345; Regierungsentwurf v. 30.07.2008, BT-Drs. 16/10067; vertiefend *Wimsheim*, DStR 2009, 920.

19 *Amling/Bantleon*, WPg 2014, 343; *Dierks/Sandmann/Herre*, CCZ 2013, 164.

20 *Weber-Rey*, AG 2008, 345, 350; vertiefend *Wimsheim*, DStR 2009, 920.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

chen Frühwarnsystems können die Mitgliedstaaten auf dem neuesten Stand befindliche IT-Technologien für Mitteilungen und die Kommunikation nutzen. Außerdem stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass Informationen über die Verfügbarkeit des Zugangs zu Frühwarnsystemen öffentlich online zur Verfügung stehen und, dass diese Informationen, insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen, leicht zugänglich sind (Art. 3 IV).

Die Richtlinie ist bis zum 17.07.2021 umzusetzen (Art. 34). Wie der deutsche Gesetzgeber das Frühwarnsystem in das nationale Gesellschaftsrecht integrieren will, ist derzeit offen (Stand: Mai 2020). Das Frühwarnsystem soll in allen Unternehmen, nicht nur Aktiengesellschaften oder GmbHs, eingerichtet werden. Es soll nicht nur bestandsgefährdende Entwicklungen erfassen, sondern immer bereits dann die Unternehmensleitung und die Kontrollorgane warnen, wenn Umstände erkennbar werden, die zu einer wahrscheinlichen Insolvenz führen können, sodass unverzüglich gehandelt werden kann. Damit geht die europäische Richtlinie über § 91 II AktG hinaus, wenngleich sich die Regelungsbereiche überschneiden. Vor allem verlangt die Richtlinie die Einrichtung eines **Systems der Frühwarnung**. Dieses System kann IT-basiert geschaffen werden. Es wendet sich nicht nur an das Unternehmen und seine Leitungsgesellschaften selbst sondern auch an die Schuldner des Unternehmens, sowie Wirtschaftsprüfer, Steuerbehörden oder Sozialversicherungsträger, ebenso wie an die Arbeitnehmervertreter des Unternehmens. Es soll somit auch für Dritte erkennbar werden, dass das Unternehmen möglicherweise in Schieflage zu geraten droht, sodass es Zeit wird unverzüglich zu handeln.

Die Regelungen von § 91 II AktG betreffen zwar ausdrücklich nur die Aktiengesellschaft, ganz gleich, ob ihre Aktien an einer Börse im Sinne von § 3 II AktG gehandelt werden. Sie strahlen aber auch auf die GmbH aus²¹ und ferner auf solche Personengesellschaften, die existenzbedrohende Geschäfte tätigen. Schon vor längerer Zeit hat der BGH ausgesprochen, die Geschäftsführer einer GmbH hätten für eine Organisation innerhalb der Gesellschaft zu sorgen, die ihnen jederzeit einen Überblick über die wirtschaftliche und finanzielle Situation der Gesellschaft ermöglichen und sie damit in die Lage versetze, Krisen und Ausnahmesituationen zeitnah zu erkennen und zu bereinigen.²² Dabei hat der BGH nicht zwischen GmbHs unterschieden, die zur Einrichtung eines Aufsichtsrates verpflichtet sind oder den Kapitalmarkt in Anspruch nehmen.²³ Eine solche Differenzierung ist nicht sachgerecht, denn die Anforderungen an das Risikoüberwachungssystem variieren nach Unternehmensgröße, Unternehmensgegenstand und eingegangenen Risiken, sodass ein Vorstand, der keine oder nur sehr geringfügige Risiken eingeht, ohnehin ein inhaltlich anderes Risikomanagementsystem praktiziert, als der Vorstand eines großen kapitalmarktorientierten

21 So ausdrücklich die Regierungsbegründung, BT-Drs. 13/9712, S. 15, in: ZIP 1997, 2059, 2061; vertiefend und weiterführend Spindler in Mückow-AktG, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 87.

22 BGH, Urt. v. 20.02.1995 – II ZR 9/94, ZIP 1995, 560, 561.

23 Für diese Differenzierung Hommelhoff, in: Festschrift Sandrock, 2000, S. 373, 378 ff.

209b

210

Dritter Teil: Risikomanagement

tierten Unternehmens mit Aufsichtsrat. Der Vorstand kann die für sein Unternehmen wirtschaftlichste und zweckmäßigste Alternative auswählen.²⁴

- 211 Die Regelungen der §§ 44, 53, 54 HGrG²⁵ sprechen ebenso für ein analoges Risikomanagementsystem im **kommunalen Eigenbetrieb** genau wie in der kommunalen Energieversorgungs-GmbH. Das Risikomanagementsystem mit der dazugehörigen Dokumentation²⁶ liegt im Interesse der Gesellschafter beziehungsweise der **Kommunen** und der Geschäftsführung beziehungsweise der Werksleitung. Die Geschäftsführung kann im Falle eines Rechtsstreites nachweisen, alle notwendigen Maßnahmen in Zusammenhang mit dem Risikomanagement getroffen zu haben.²⁷ Die gleichen Grundsätze gelten auch für die Stiftung.²⁸ Das Risikomanagementsystem soll sicherstellen, dass Entwicklungen, die eine Gefahr für den Fortbestand einer Stiftung darstellen können, rechtzeitig erkannt werden.²⁹ Letztlich geht es darum, das Unternehmen durch Praktizierung eines angemessenen Risikomanagementsystems in seiner Existenz am Markt dauerhaft abzusichern. Dieses Interesse haben alle Unternehmen, ganz gleichgültig, in welcher Rechtsform sie betrieben werden. Deshalb beinhaltet § 91 II AktG letztlich ein dem Unternehmen als Organisationsform immanentes Steuerungsprinzip und damit einen Baustein der **Corporate Governance** von Unternehmen schlechthin.³⁰

II. Derivate – EMIR

- 212 Ausdrücklich betont die Gesetzesbegründung, dass vor allem Geschäfte mit **Derivaten** existenzbedrohend sein können.³¹ Es geht im Energiegroßhandel um Termingeschäfte, also solche mit einem hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt (§ 1 XI S. 4 KWG). Durch den hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt werden die dem Basiswert anhaftenden Marktrisiken in das Derivat implementiert und können separat gehandelt werden, ohne dass der Basiswert selbst erworben werden muss. Derivate werden von Teilnehmern an Energimärkten sowohl zu Absicherungszwecken (Hedging) aber auch zu Spekulations- oder Arbitragezwecken genutzt. Wegen der Derivategeschäften innewohnenden besonderen Risiken werden Termingeschäfte im Energiebereich wie Finanzge-

24 *Gampenrieder/Kittelberger*, VW 2002, 221, 222.

25 Gesetz über die Grundsätze des Bundes und der Länder – Haushaltsgrundsätzege-setz.

26 BGH, Urt. v. 16. 02. 2009 – II ZR 185/07, ZIP 2009, 460; *Goette*, ZHR 175 (2011), 388, 39 f.

27 *Gampenrieder/Kittelberger*, VW 2002, 221, 223.

28 *Koss*, ZStV 2014, 171; zugleich eine Anm. zu OLG Oldenburg vom 08. 11. 2013 – 6 U 50/13.

29 *Koss*, ZStV 2014, 173 unter Hinweis auf IDW PS 261 n. F. und IDW PS 340.

30 *Hommelhoff/Mattheus*, AG 1998, 249; *Hemeling*, ZHR 175 (2011), 368, 369 ff.; *Goette*, ZHR 175 (2011), 388 ff.; *Liese/Schulz*, BB 2011, 1347; *Baums*, ZGR 2011, 218, 272 ff.; *Spindler*, in: *Festschrift Hüffer*, 2010, S. 985; *Dreher*, in: *Festschrift Hüffer* 2010, S. 161; *Powilleit*, GWR 2010, 28.

31 BT-Drs. 13/9712, S. 15, in: ZIP 1997, 2059, 2061.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

schäfte reguliert. Das bedeutet, sowohl die Vorschriften des KWG als des WpHG können relevant werden. Darüber hinaus ergeben sich Anforderungen aus der **EMIR-** als auch aus der **Marktmissbrauchsverordnung (MAR)**.³²

Ausgelöst durch die Finanzmarktkrise 2008 beschlossen die Staats- und Regierungschefs im Rahmen des G20-Gipfels in Pittsburgh im Jahre 2009, den außerbörslichen „Over-The-Counter“ (OTC) Derivatehandel transparenter und sicherer zu machen. Es wurde beschlossen, dass künftig standardisierte OTC-Derivate über zentrale Gegenparteien (*Central Counter Parties = CCPs*) abzuwickeln sind (CCP-Clearing) und die entsprechenden Handelspositionen an zentrale Transaktionsregister (*Trade Repositories = TRs*) gemeldet werden müssen.³³ Kernelemente dieser verschärften Regulierung des OTC-Derivatemarktes wurden mittlerweile durch die Europäische Verordnung Nr. 648/2012 vom 04.07.2012 unter dem Namen **European Market Infrastructure Regulation (EMIR)**³⁴ umgesetzt. Mit Ausnahme von „gruppeninternen Geschäften“ (Art. 3 EMIR) wird darin für finanzielle Gegenparteien (*Financial Counterparties = FCs*) unter bestimmten Voraussetzungen eine Pflicht zum CCP-Clearing von OTC-Derivaten eingeführt (Art. 4f. EMIR). Letztlich geht es der EMIR um die Erfassung systemischer Risiken im Zusammenhang mit OTC-Derivaten, um Krisen, wie sie durch Lehmann Brothers am 15.09.2008 ausgelöst wurden, in Zukunft zu vermeiden. Zentrale Problemfelder sind: Fehlende Transparenz von OTC-Kontrakten; unzureichendes Management des Gegenpartei-Ausfallrisikos und fehlende Besicherung der OTC-Derivate sowie fehlende Standardisierung und unzureichendes Management des operationellen Risikos.³⁵ Darüber hinaus adressiert EMIR aber auch **nichtfinanzielle Gegenparteien (Non-Financial Counterparties = NFCs)**. Als solche gelten gemäß Art. 2 Nr. 9 EMIR sämtliche in der EU niedergelassenen Unternehmen, die keine FCs im Sinne des Art. 2 Nr. 8 EMIR sind (z. B. EVU). Art. 10 Abs. 1 EMIR sieht für NFCs grundsätzlich eine Pflicht zum CCP-Clearing von OTC-Derivaten vor, wenn bestimmte Schwellenwerte überschritten werden.³⁶

Bei der Kalkulation der jeweiligen Derivatepositionen sind nach Art. 10 Abs. 3 EMIR jedoch diejenigen OTC-Kontrakte nicht zu berücksichtigen, die „*objektiv messbar zur Reduzierung der Risiken beitragen, die unmittelbar mit der Geschäftstätigkeit oder dem Liquiditäts- und Finanzmanagement dieser Gegenpartei oder*

212a

213

32 VO 596/2014/EU v. 16.04.2014, ABl. L 173, S 1 v. 12.06.2014.

33 Leaders' Statement – The Pittsburgh Summit, 25.09.2009, Ziff. 13 – abrufbar unter: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html> (letzter Zugriff: 26.10.2020).

34 Verordnung (EU) Nr. 648/2012 Des Europäischen Parlaments und Rates vom 4.Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, dazu Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmund (Hrsg.), Handbuch EMIR – Europäische Regulierung der OTC-Derivate, 2015, passim.

35 Vertiefend Wilhelmi/Blum, in: Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmund, Handbuch EMIR, S. 24 ff.

36 Zu den Schwellenwerten: Haist in: Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmund, Handbuch EMIR, S. 178.

Dritter Teil: Risikomanagement

Gruppe verbunden sind". Dem liegt die Prämisse zugrunde, dass NFCs außerbörsliche Derivate verwenden, um unmittelbare Risiken aus ihrer Geschäftstätigkeit oder der Unternehmensfinanzierung bzw. dem Liquiditäts- und Finanzmanagement abzusichern (*Hedging*).³⁷ **Energiehandelsunternehmen und EVU** werden von dieser Privilegierung für Absicherungsgeschäfte Gebrauch machen. Zum Nachweis der Risikoreduzierung ist eine **Risikomanagementstrategie** notwendig.³⁸ Nach dem Rundschreiben der BaFin 10/2012 (MaRisk) können die internen Regelungen folgende Elemente umfassen: Aufbau- und Ablauforganisation/Identifizierung, Beurteilung, Steuerung, Überwachung sowie Kommunikation von Risiken und Risikocontrolling.³⁹ Bei Strom kann es sinnvoll sein, geografische Märkte zusammenzufassen (z. B. Deutschland oder nördliche Länder), auch eine zeitraumbezogene Sicherungsstrategie (Kalenderjahr für Strom/Gas) kann zum Nachweis der Risikoreduzierung herangezogen werden.⁴⁰ Im Kern geht es um die Dokumentation der Sicherungsstrategie, um die Risikominimierung nachvollziehen zu können. Innerhalb von Konzernen ist ein einheitlicher Ansatz umzusetzen.⁴¹ Gruppeninterne Geschäfte können nach Art. 4 Abs. 2 i. V. m. Art. 3 EMIR von vornherein der Clearing-Pflicht entzogen sein.

- 214 Die EMIR hat als europäische Verordnung gemäß Art. 288 AEUV in den Mitgliedstaaten allgemeine und unmittelbar bindende Geltung. Zur innerstaatlichen Ausführbarkeit der Verordnung bedurfte es eines Bundesgesetzes. Die Bundesregierung legte am 10.10.2012 den Entwurf des EMIR-Ausführungsgesetzes (EMIR-AG)⁴² vor. Mit diesem Gesetz werden die zuständigen Behörden bestimmt, die der EU-Verordnung entgegenstehenden Vorschriften im Kreditwesengesetz geändert und die Bußgeldtatbestände erweitert, um Verstöße gegen die Pflichten aus der EU-Verordnung sanktionieren zu können.⁴³ Es enthält in den §§ 19 f. WpHG n. F. zudem Regelungen, durch welche sichergestellt werden soll, dass NFCs im Sinne des Art. 2 Abs. 9 EMIR die Vorgaben der EMIR einhalten. Das Gesetz wurde im Bundestag am 13.12.2012 verabschiedet.⁴⁴ Der Bundesrat hat das nicht zustimmungsbedürftige Gesetz am 01.02.2013 gebilligt.⁴⁵ Es trat am 16.02.2013 in Kraft (Art. 11 EMIR-AG).⁴⁶
- 215 Die EMIR ist am 16.08.2012 in Kraft getreten. Zur notwendigen Ergänzung und Durchführung der EMIR-Vorschriften wurden der Europäischen Kommission gemäß Art. 290 f. AEUV Befugnisse zum Erlass von technischen Regulierungs-

37 Erwägungsgrund 29 zur EMIR; vertiefend Haist in: W/A/K/S, Handbuch EMIR, S. 180.

38 Haist in: Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmund, Handbuch EMIR, S. 184.

39 MaRisk AT 1 Tz. 1, so auch MaRisk 2017.

40 Haist in: Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmund, Handbuch EMIR, S. 187.

41 Haist in: Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmund, Handbuch EMIR, S. 187 m. w. N.

42 Regierungsentwurf eines Ausführungsgesetzes zur Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, BT-Drs. 17/11289 v. 05.11.2012.

43 BT-Drs. 17/11289, S. 16.

44 BT-PlPr. 17/214 v. 13.12.2012, S. 26276B.

45 BR-Drs. 6/13 (Beschluss) v. 01.02.2013.

46 BGBl. I 2013, Nr. 6, S. 174.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

standards (RTS) und technischen Durchführungsstandards (ITS) übertragen. Die Europäische Kommission hat am 19. 12. 2012 – mit einer Ausnahme⁴⁷ – die Ende September 2012 von ESMA/EBA vorgeschlagenen technischen Standards ohne Modifikationen angenommen⁴⁸ und am 19. 12. 2012 drei Durchführungsverordnungen zur Inkraftsetzung der betreffenden ITS erlassen.⁴⁹ Letztere sind am 10. 01. 2013 in Kraft getreten.⁵⁰ Nachdem weder das Europäische Parlament noch der Rat Einwände erhoben haben, wurden die betreffenden RTS als delegierte Verordnungen am 23. 02. 2013 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht⁵¹ und traten jeweils am 15. 03. 2013 in Kraft. Inzwischen (Stand Mai 2020) sind vier Durchführungsverordnungen nach Art. 291 AEUV, 12 Delegierte Verordnungen über technische Standards im Sinne des Art. 289 AEUV, neun Durchführungsbeschlüsse über die Gleichwertigkeit von ausländischen CCPs, sowie eine weitere Delegierte Verordnung über die vorübergehende Befreiung von Altersversorgungssystemen von der Anforderung eines zentralen Clearing bis zum 16. 08. 2017 entsprechend Art. 85 II EMIR in Kraft.⁵²

-
- 47 ESMA RTS-E zur Einrichtung von Kollegien für zentrale Gegenparteien nach Art. 18 EMIR.
- 48 Europäische Kommission, Pressemitteilung v. 19. 12. 2012, IP12/1419.
- 49 Durchführungsverordnungen (EU) der Kommission v. 19. 12. 2012: (1.) Nr. 1247/2012 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards im Hinblick auf das Format und die Häufigkeit von Transaktionsmeldungen an Transaktionsregister, ABl. L 352/20 v. 21. 12. 2012, (2.) Nr. 1248/2012 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards für das Format von Anträgen auf Registrierung von Transaktionsregistern, ABl. L 352/30 v. 21. 12. 2012 und (3.) Nr. 1249/2012 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards im Hinblick auf das Format der von zentralen Gegenparteien aufzubewahrenden Aufzeichnungen, ABl. L 352/32 v. 21. 12. 2012.
- 50 Art. 15 Abs. 4 Satz 2 ESMA-VO i. V. m. den betreffenden Regelungen zum Inkrafttreten in den vorgenannten Durchführungsverordnungen.
- 51 Delegierte Verordnungen (EU) der Kommission v. 19. 12. 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister Nr. 148/2013 (1.) Nr. 148/2013 bezüglich technischer Regulierungsstandards für die Mindestangaben der Meldungen an Transaktionsregister, ABl. L 52/1, (2.) Nr. 149/2013 bezüglich technischer Regulierungsstandards für indirekte Clearingvereinbarungen, die Clearingpflicht, das öffentliche Register, den Zugang zu einem Handelsplatz, nichtfinanzielle Gegenparteien und Risikominderungstechniken für nicht durch eine CCP ge clearte OTC-Derivatekontrakte, ABl. L 52/11, (3.) Nr. 150/2013 bezüglich technischer Regulierungsstandards zur Festlegung von Einzelheiten eines Antrags auf Registrierung als Transaktionsregister, ABl. L 52/25, (4.) Nr. 151/2013 bezüglich technischer Regulierungsstandards für die von Transaktionsregistern zu veröffentlichten und zugänglich zu machenden Daten sowie operationelle Standards für die Zusammenstellung und den Vergleich von Daten sowie den Datenzugang, ABl. L 52/33, (5.) Nr. 152/2013 bezüglich technischer Regulierungsstandards für die Eigenkapitalanforderungen an zentrale Gegenparteien, ABl. L 52/37 und (6.) Nr. 153/2013 bezüglich technischer Regulierungsstandards für die Anforderungen an zentrale Gegenparteien, ABl. L 52/41.
- 52 Jahn/Reiner, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 5. Aufl., 2017, § 114 Rn. 208 mit umfassenden Nachweisen in Fn. 10, 1, 2 und 3.

Dritter Teil: Risikomanagement

- 216 Energiehandelsunternehmen und EVU schließen typischerweise OTC-Derivatekontrakte innerhalb der Derivateklasse „Warenderivate und sonstige Derivate“ ab. Für OTC-Zinsderivate gibt es ergänzende delegierte Verordnungen, die klарstellen, welche Derivate clearingpflichtig sind.⁵³ Insbesondere vor dem Hintergrund der Nichtberücksichtigung von Absicherungsgeschäften („*Hedging*“)⁵⁴ dürfte der einschlägige Clearingschwellenwert nach Art. 11 der Delegierten Verordnung der Kommission Nr. 149/2013 in Höhe eines Bruttonominalwertes von 3 Mrd. EUR regelmäßig nicht überschritten werden. Auch hinsichtlich der übrigen Derivateklassen kann dies entsprechend prognostiziert werden.⁵⁵ Damit bleibt es auch nach Ablauf der „*phasing-in period*“ für die Mehrzahl der von EMIR erfassten Energiehandelsunternehmen und EVU bei der Meldepflicht nach Art. 9 EMIR und der Pflicht zur Praktizierung von Risikominderungstechniken gemäß Art. 11 Abs. 1–3 EMIR. Die Meldepflicht gilt gemäß Art. 9 Abs. 1 EMIR rückwirkend für OTC-Derivatekontrakte, die vor dem 16.08.2012 geschlossen wurden und zu diesem Zeitpunkt noch bestehen, sowie für solche OTC-Derivatekontrakte, die am oder nach dem 16.08.2012 geschlossen wurden.
- 217 Die weiteren Details sind in zwei technischen Standards⁵⁶ geregelt. Die Zeitpunkte, bis zu denen die Meldungen spätestens zu erfolgen haben, werden für die unterschiedlichen Derivateklassen in Art. 5 der Durchführungsverordnung Nr. 1247/2012 spezifiziert, welche am 10.01.2013 in Kraft trat. Hiernach begann für Kredit- und Zinsderivate die Meldepflicht am 01.07.2013 und für alle anderen Derivateklassen am 01.01.2014.

53 Delegierte VO 2015/2205 v. 06.08.2015 ABl. EU L 314/13; Delegierte VO 2016/592 v. 01.03.2016 ABl. EU L 103/5; Delegierte VO 2016/1178 v. 10.06.2016 ABl. EU L 195/03; beachte für nicht geclearte OTC-Derivatekontakte die Einschusszahlungen nach Delegierte VO (EU) 2016/2251 v. 04.10.2016, ABl. L 340/9 v. 15.12.2016.

54 Vgl. zu den Kriterien hinsichtlich der Feststellung der objektiven Risikoreduzierung von OTC-Derivaten die RTS in Art. 10 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 149/2013 der Kommission v. 19.12.2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister bezüglich technischer Regulierungsstandards für die Mindestangaben der Meldungen an Transaktionsregister.

55 Hier betragen die Clearingschwellenwerte nach Art. 11 der Delegierte Verordnung (EU) Nr. 149/2013 der Kommission v. 19.12.2012 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister bezüglich technischer Regulierungsstandards für die Mindestangaben der Meldungen an Transaktionsregister (1.) Bruttonominalwert i. H. v. 1 Mrd. EUR für Kredit- und Eigenkapitalderivate und (2.) Bruttonominalwert i. H. v. 3 Mrd. EUR für Zins- und Fremdwährungsderivate.

56 (1.) Durchführungsverordnung (EU) Nr. 1247/2012 der Kommission vom 19.12.2012 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards im Hinblick auf das Format und die Häufigkeit von Transaktionsmeldungen an Transaktionsregister und (2.) Delegierte Verordnung (EU) Nr. 149/2013 der Kommission v. 19.12.2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister bezüglich technischer Regulierungsstandards für die Mindestangaben der Meldungen an Transaktionsregister.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

Detailbestimmungen zu den „Risikominderungstechniken“⁵⁷ nach Art. 11 Abs. 1 und 2 EMIR (d.h. rechtzeitige Bestätigung, Portfolio-Abstimmung und -Konsolidierung, Wertermittlung und Ausräumung von Meinungsverschiedenheiten) sind in den Artikeln 12–17 der Delegierten Verordnung der Kommission Nr. 149/2013 aufgeführt. Dort befinden sich außerdem die Regelungen zur Wirksamkeit dieser Vorschriften. Die Pflicht zur Einrichtung eines Risikomanagementverfahrens i.S.d. Art. 10 Abs. 3 EMIR („Sicherheitenaustausch“) gilt seit Inkrafttreten der EMIR am 16.08.2012.

III. Risiken durch Unterlassen

Wenig beachtet wird bisher, dass ein Risiko, allein oder gemeinsam mit anderen, den Fortbestand der Gesellschaft auch dann gefährden kann, wenn mögliche Potentiale zur Steigerung von Einnahmen oder zur Senkung von Kosten nicht ergriffen werden. Es handelt sich um Risiken durch Unterlassen, die darin bestehen können, technische Entwicklungen, etwa im IT-Bereich/Digitalisierung nicht zu verfolgen oder nicht zu beachten, rechtliche Entwicklungen nicht wahrzunehmen, etwa die Änderung der Rechtsprechung im Personal- oder Arbeitsrecht⁵⁸ oder wettbewerbliche Entwicklungen zu übersehen. Daneben gibt es ein psychologisch-mentales Risiko. Der Gesetzgeber verlangt nicht, bewährte und effiziente Organisationsstrukturen aufzugeben, aber er verlangt sehr wohl, für eine Überprüfung in jenen Fällen zu sorgen, in denen sich Technik, Wettbewerb und Recht weiterentwickeln und möglicherweise ein Abschneiden alter Zöpfe erforderlich wird. Dieses Argument spielt in der Energiewirtschaft seit Fukushima und der damit eingeläuteten Energiewende eine gewisse Rolle. Auch die Verdrängung fossiler Kraftwerke (Stichwort: Braunkohle) gehört in diesen Themenkomplex. Jedenfalls ist es Pflicht der Geschäftsleitung im Unternehmensinteresse nicht nur Risiken zu vermeiden oder zu minimieren, sondern umgekehrt auch Chancen wahrzunehmen und umzusetzen. Der durch eine in der Unterlassung liegende Pflichtverletzung auszugleichende Schaden besteht in dem Verlust der Chance.⁵⁹ Die Tatsache, dass eine verlorene Chance einen Schaden darstellt, wenn und soweit ihr Schutz Gegenstand einer gesetzlichen Verpflichtung war, qualifiziert diese ohne Weiteres für einen Schadensersatzanspruch.⁶⁰ Der Ersatz einer Chance ist in natura nicht möglich, deshalb handelt es sich in diesen Fällen immer um einen Geldersatzanspruch (§ 251 Abs. 1 BGB).⁶¹ Es geht folglich in § 91 II AktG nicht nur um Insolvenz, Zins- und andere Ausfallrisiken, sondern auch darum, die Leistungsfähigkeit des Unternehmens und damit seinen Fortbestand dauerhaft zu erhöhen, indem

218

57 Vertiefend Achtelik/Steimelmüller, in: Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmund, Handbuch EMIR, ab S. 100 sowie Haist, in: Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmund, Handbuch EMIR ab S. 180.

58 BGH, Urt. v. 28.02.2012 – II ZR 244/10, ZIP 2012, 867; OLG Düsseldorf, Urt. v. 31.05.2012 – I-16 U 176/10.

59 Mäsch, Chancen und Schaden, 2004, 423.

60 Mäsch, Chance und Schaden, 2004, 425.

61 Mäsch, Chance und Schaden, 2004, 425.

Dritter Teil: Risikomanagement

man Marktchancen wahrnimmt. Letztlich erhöht sich das Risiko für den Fortbestand eines Unternehmens, wenn nahe liegende und erkennbare Chancen im Unternehmensinteresse nicht oder nicht hinreichend wahrgenommen werden.

IV. Compliance durch REMIT

- 219 Die REMIT-VO (Regulation on Energy Market Integrity and Transparency)⁶² ist 2011 in Kraft getreten. Erfasst sind Personen und Unternehmen, die mit Energie am Großhandelsmarkt handeln, also Lieferanten, Händler, Erzeuger, Broker und Großnutzer, aber auch Übertragungs- und Fernleitungsnetzbetreiber (Art. 2 Nr. 4 RiLi), die an Energiegroßhandelsmärkten Transaktionen abschließen. Erfasst sind typischerweise Verträge, die den Schwellenwert von 600 GWh pro Jahr überschreiten. Für Verträge dieser Art enthält REMIT das Verbot des Insiderhandels und der Marktmanipulation. Um beide Verbote durchzusetzen, müssen Transaktionen oberhalb der 600 GWh-Schwelle der BNetzA oder der europäischen ACER reportet werden. Praktisch heißt dies, dass im Unternehmen konkrete Vorkehrungen getroffen werden müssen, z.B. Chinese-Walls, um den Handel mit Insider-Informationen zu unterbinden. Die zwingend umzusetzenden REMIT-Vorgaben sind somit Teil der Compliance im Unternehmen, jedoch nicht Teil der Risikofrüherkennung im Sinne des § 91 II AktG.⁶³
- 219a Neben der REMIT-VO hat die EU mit der VO 596/2014 vom 16.04.2014 einen gemeinsamen Rechtsrahmen für Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) geschaffen.⁶⁴ Die MAR betrifft vor allem Geschäfte im Energiegroßhandel, insbesondere als Inhaberschuldverschreibung verbrieftete Geschäfte sowie Emissionszertifikate, Termingeschäfte, die sich als Basiswert auf Klimavariablen oder Emissionszertifikate beziehen. Die ESMA hat Leitlinie veröffentlicht, unter welchen Voraussetzungen Warenauditive mit physischer Lieferpflicht als Finanzinstrumente erfasst sind.⁶⁵ Verboten sind Insiderinformationen, also nicht öffentlich bekannte, präzise Informationen, die direkt oder indirekt, einen oder mehrere Emittenten oder Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen (Art. 7 I a MAR).
- 219b Nach Art. 14 MAR ist es verboten, Insidergeschäfte zu tätigen oder dies zu versuchen, Dritten zu empfehlen oder Dritte anzustiften, Insidergeschäfte zu tätigen, sowie Insiderinformationen unrechtmäßig offenzulegen. Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate, die zugleich nach **REMIT** veröffentlichtungspflichtig

62 VO (EU) Nr. 1227/2011 vom 25.10.2011 ABl. L326/1 vom 08.12.2011; ergänzt um die DurchführungsVO (EU) 1348/2014 v. 17.12.2014, ABl. L 363, S. 121 ff.

63 Vertiefend *Funke*, Notwendigkeit von Compliance durch REMIT, CCZ 2014, 43; die sehr hohen Strafen und Ordnungswidrigkeiten finden sich in §§ 95 ff. EnWG.

64 MAR-VO (EU) 596/2014 v. 16.04.2014 ABl. L 173/1 v. 12.06.2014.

65 ESMA, Leitlinien für die Anwendung der Definitionen in Abschnitt C, Nr. 6 und 7, Anhang I MiFID II, v. 06.05.2019, <https://www.esma.europa.eu> (letzter Zugriff: 26.10.2020).

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

sind, können ihre Pflicht nach MAR durch eine Veröffentlichung nach REMIT erfüllen (Art. 2 II DVO (EU) 2016/1055). Voraussetzung ist, dass die offenzulegenden Insiderinformationen im Wesentlichen den gleichen Inhalt haben und die für die Offenlegung verwendeten technischen Mittel gewährleisten, dass die Insiderinformationen an die einschlägigen Medien übermittelt werden.

Nach Art. 5 REMIT ist **Marktmanipulation** sowie der Versuch dazu, entsprechend der Grundsätze der MAR, auf Energiegroßhandelsmärkten verboten. Es geht um falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Energiegroßhandelsprodukten, um ein künstliches Preisniveau oder um Formen der Täuschung über Nachfrage und Preis (Art. 2 II REMIT).⁶⁶

Die Risikominimierung für Energie-Derivate nach EMIR und das Insiderhandels- sowie das Marktmanipulationsverbot nach REMIT und MAR sind nicht genuiner Teil des Risikomesssystems nach § 91 II AktG sondern Teil der **Compliance-Anforderungen** im täglichen operativen Handelsgeschäft. Die Regelungen wirken sich aber indirekt auf das Risikomesssystem insofern aus, als sie dazu beitragen, dass bestimmte den Fortbestand des Unternehmens gefährdende Entwicklungen durch risikoreiche Derivategeschäfte oder Geschäfte auf der Basis von Insider- und Markmanipulationsverboten vermieden werden. So gesehen, bilden EMIR, REMIT und MAR wichtige Bausteine zur Vermeidung und Minimierung von unternehmerischen Risiken. Etwaige Kreditrisiken, die sich aus Geschäften in Derivaten ergeben, sind allerdings in vollem Umfang und taggenau zum Gegenstand des Risikomesssystems nach § 91 II AktG zu machen. Verbogene Geschäfte nach REMIT und MAR sollten als solche im Risikomesssystem nach § 91 II AktG bezeichnet werden. Die Geschäftsleitung sollte darauf wertlegen, dass Geschäfte im Vorfeld ihrer Abwicklung daraufhin untersucht werden, ob sie möglicherweise auf Insiderinformationen und/oder Marktmanipulationen beruhen.

V. Unternehmensgegenstand vs. Risikomanagementsystem?

In der Klöckner-Entscheidung hat der BGH erstmals die Frage aufgeworfen, ob die getätigten Spekulationsgeschäfte von dem satzungsgemäß vereinbarten Unternehmensgegenstand gedeckt waren.⁶⁷ Damit hat der BGH eine Frage gestellt, die das amerikanische und englische Gesellschaftsrecht unter dem Stichwort **Ultra-Vires-Doctrine** vor allem im 19. Jahrhundert sehr intensiv beschäftigt hat. Geschäfte „beyond the scope of the powers of a company [...]\“, das heißt Ultra-Vires, waren nichtig (totally void).⁶⁸ Problematisch ist, dass die Gesell-

66 Vertiefend BNetzA, REMIT-Leitfaden, 2019 ab Rn. 86; abrufbar unter https://remit.bundesnetzagentur.de/SharedDocs_MTS/Downloads/DE/REMIT/Leitfaden%20für%20die%20Missbrauchsabsicht%20Strom.pdf?blob=publicationFile&v=1 (letzter Zugriff 26. 10. 2020).

67 BGH, Urt. v. 05. 10. 1992 – II ZR 172/91, ZIP 1992, 1542, 1551.

68 So nach Ashbury Railway Carriage & Iron Co Ltd v Riche, (1874–75) L.R. 7 H.L. 653 (HL); vertiefend Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 1991, Rn. 245, 254 ff.; Hamilton, The Law of Corporations (in a nutshell), 3. Aufl., 2010, 52 ff.

Dritter Teil: Risikomanagement

schaft die Vorteile eines Ultra-Vires-Geschäftes behalten konnte, ohne selbst rechtlich gebunden zu sein, da im Common Law die römisch-rechtliche Kondiktionslehre des Bereicherungsrechts unbekannt ist. Die Rechtsprechung schränkte aufgrund der erkannten Unzulänglichkeiten die Ultra-Vires-Lehre zunehmend ein. Heute hat sie auch im Common Law ihre frühere Rolle fast vollständig verloren. Nahezu jede Überschreitung der Befugnisse kann durch nachträgliche Erweiterung der „**Corporate Powers**“ rückwirkend geheilt werden. In den modernen corporate statutes ist der Ultra-Vires-Einwand grundsätzlich ausgeschlossen.⁶⁹

- 221 In Deutschland hat es eine vergleichbare Diskussion um die Zulässigkeit von Geschäften, die nicht ausdrücklich vom Unternehmenszweck gedeckt sind, selten gegeben.⁷⁰ Eine der wenigen Ausnahmen betraf hochspekulative Geschäfte einer öffentlichen Landesbank, die nach der Satzung unzulässig und nach der Rechtsprechung des BGH aus den fünfziger Jahren des vorigen Jahrhunderts somit „nichtig“ waren.⁷¹ In der Regel geht die – spärliche – Literatur davon aus, dass die Anlage von freiem Kapital mit dem Unternehmensgegenstand eines Industrie- oder Handelsunternehmens immer vereinbar ist.⁷² Lediglich mit Blick auf rein spekulative Derivate wird – regelmäßig ohne eingehende Begründung – die Auffassung vertreten, diese seien mit dem Unternehmensgegenstand nicht mehr vereinbar.⁷³ Alle Autoren halten aber die vom Unternehmensgegenstand nicht mehr gedeckten spekulativen Geschäfte zumindest zivilrechtlich für wirksam. Erstmals in der im Jahre 2012 vorgelegten, sorgfältig juristisch-ökonomisch begründeten Monographie von Köhler wird sehr präzise differenziert und die Auffassung vertreten, dass derivative Geschäfte unter bestimmten Voraussetzungen auch zivilrechtlich unwirksam sein können.⁷⁴ Der pflichtwidrig handelnde Vorstand macht sich in jedem Fall schadensersatzpflichtig.⁷⁵
- 222 In diesem Sinne hat sich auch der Bundesgerichtshof in der **Klöckner-Entscheidung** geäußert.⁷⁶ Die bei Klöckner getätigten spekulativen Geschäfte könnten bereits deshalb pflichtwidrig gewesen sein, weil sie nicht vom Unternehmensgegenstand gedeckt waren. Auf eine endgültige Klärung dieser Frage

69 Z. B. § 3.04 (a) R.M.B.C.A; weitere Beispiele bei Merkt, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 1991, Rn. 255.

70 Vgl. Köhler, Die Zulässigkeit derivativer Finanzinstrumente in Unternehmen, Banken und Kommunen, Diss. Berlin 2012, S. 229 ff.

71 BGH, Urt. v. 28. 02. 1956 – I ZR 84/54, BGHZ 20, 119, 123, dazu Schwintowski, Grenzen staatlicher Haftung für Schulden öffentlicher Unternehmen, Festschrift Derleder, 2005, S. 509.

72 Rittner, AcP 183 (1983), 295, 301; zurückhaltender Timm, Aktiengesellschaft als Konzernspitze, 1990, S. 96; Groß, AG 1994, 266, 268.

73 Scharpf, BFUp 1995, 166, 167; Lutter, ZGR 1993, 291, 301, Fn. 30; Westermann, Haftung und Zurechnung im Unternehmensbereich, Karlsruher Forum 1993, 15, 16; Tieves, Der Unternehmensgegenstand der Kapitalgesellschaften, 1998, S. 213 f.

74 Köhler, Die Zulässigkeit derivativer Finanzinstrumente in Unternehmen, Banken und Kommunen, Diss. Berlin 2012, ab S. 264 ff.

75 Blasche, DB 2011, 517 (Nachweise in Fn. 32); Säcker, NJW 2008, 3313 m. w. N.

76 BGH Urt. v. 05. 10. 1992 – II ZR 172/91, ZIP 1992, 1542, 1551.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

komme es aber – so der BGH – nicht an, da die Vornahme der Geschäfte ohnehin sorgfaltswidrig gewesen sei. Diese Erwägungen lassen nur den Schluss zu, dass das sorgfaltswidrige Verhalten des Vorstands die Wirksamkeit der mit Dritten eingegangenen Spekulationsgeschäfte als solche nicht berührt. Der Verstoß gegen den Unternehmensgegenstand wirkt somit nicht als gesetzliches Verbot im Sinne von § 134 BGB, denn die hieraus resultierende Nichtigkeitsfolge hätte der BGH in der Klöckner-Entscheidung nicht mehr dahingestellt sein lassen können.

Man kann also festhalten, dass **Kapitalanlagegeschäfte** durch werbende Unternehmen nach deutschem Verständnis im Grundsatz zulässig sind.⁷⁷ Bestimmte spekulative Geschäfte können unter Umständen sorgfaltswidrig sein und den Vorstand gegenüber der Gesellschaft schadensersatzpflichtig machen (§ 93 II AktG).

Diese Grundsätze hat § 91 II AktG verstärkt. Der Vorstand soll ein Überwachungssystem einrichten, um Entwicklungen, die den Fortbestand der Gesellschaft gefährden, früh zu erkennen. In der Begründung zum Regierungsentwurf wird auf das Beispiel der Derivate als existenzbedrohende Geschäfte ausdrücklich hingewiesen.⁷⁸ Der Gesetzgeber geht ersichtlich davon aus, dass der Vorstand im Rahmen seiner **allgemeinen Leitungsaufgabe** (§ 76 AktG) befugt ist, Anlageentscheidungen für das Unternehmen zu treffen, und zwar selbst dann noch, wenn dies der Unternehmensgegenstand nicht ausdrücklich erwähnt und/oder ein zustimmender Hauptversammlungsbeschluss nicht vorliegt. Probleme dieser Art würden sich beispielsweise in einem **Energiehandelsunternehmen** dann stellen können, wenn der Vorstand freie Finanzmittel nicht zum Handel in Energie, sondern etwa zum Erwerb von Derivaten auf Schweinebäuche, Orangen, Zucker oder Kakao nutzt. Rohstoffpreisindizierte Verträge könnten unzulässig sein, wenn sie nicht gehedgt sind. Gerade weil der Vorstand die Aufgabe hat, freie Finanzmittel im Unternehmensinteresse am Kapitalmarkt anzulegen, ist er umgekehrt nach § 91 II AktG verpflichtet, ein Risikomesssystem und der Aufsichtsrat nach § 107 III 2 AktG ein internes Risikomanagementsystem einzurichten, das Bestandsgefährdungen und Schäden im Unternehmensinteresse verhindert.

223

224

VI. Das Risikoüberwachungssystem nach § 91 II AktG

1. Das Ziel von § 91 II AktG

Nach dem Wortlaut von § 91 II AktG hat der Vorstand „geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Risikoüberwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden“. Kernziel von § 91 II AktG ist somit, „den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh zu erkennen“. Um dieses Ziel zu erreichen, hat

225

⁷⁷ Köhler, Die Zulässigkeit derivativer Finanzinstrumente in Unternehmen, Banken und Kommunen, Diss. Berlin 2012, S. 262.

⁷⁸ BT-Drs. 13/9712, S. 15, abgedruckt in ZIP 1997, 2059, 2061.

Dritter Teil: Risikomanagement

der Vorstand **geeignete Maßnahmen** zu treffen. Eine besonders geeignete Maßnahme, die der Gesetzgeber ausdrücklich hervorgehoben und damit für alle Unternehmen verbindlich gemacht hat, ist die Einrichtung eines **Überwachungssystems**.

- 225a Mit dem Überwachungssystem nach § 91 II AktG ist nicht das **Frühwarnsystem** nach Art. 3 I RiLi (EU) 2019/1023 vom 20.06.2019 gemeint.⁷⁹ Dieses in Deutschland und Europa für **alle Unternehmen** erst noch zu schaffende Frühwarnsystem⁸⁰ soll dazu führen, Umstände zu erkennen, die zu einer **wahrscheinlichen Insolvenz** führen können. Dies werden sicher Umstände sein, die den Fortbestand der Gesellschaft gefährden – das heißt, insoweit wird es zu Überschneidungen zwischen dem Überwachungssystem des § 91 II AktG und dem Frühwarnsystem nach Art. 3 I RiLi 2019/1023 geben. Das Frühwarnsystem wird aber sehr viel weitergehen als das Überwachungssystem des § 91 II AktG. Es wird zum einen alle Unternehmen in Deutschland (und Europa) erfassen. Darüber hinaus wird es nicht nur Entwicklungen erfassen, die den Fortbestand der Gesellschaft gefährden können, sondern ganz generell darauf ausgerichtet sein, alle Umstände zu erkennen, die zu einer wahrscheinlichen Insolvenz des Unternehmens führen können. Für die Bereitstellung des Frühwarnsystems können die Mitgliedstaaten IT-Technologien nutzen, die auf dem neuesten Stand sind. Anders als das Überwachungssystem nach § 91 II AktG stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass Informationen über die Verfügbarkeit des Zugangs zu Frühwarnsystemen **öffentlich online** zur Verfügung stehen und, dass diese Informationen, insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen, leicht zugänglich sind und nutzerfreundlich aufbereitet werden (Art. 3 IV RiLi 2019/1023). Inzwischen hat der Gesetzgeber den Entwurf eines Gesetzes zur Fortentwicklung des Sanierungs- und Insolvenzrechts vorgelegt.⁸¹ Art. I enthält den Kern, nämlich das Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (StaRUG). Dort werden die Mitglieder des zur Geschäftsführung berufenen Organs einer juristischen Person verpflichtet, fortlaufend über Entwicklungen zu wachen, die den Fortbestand der juristischen Person gefährden können (§ 1 I). Erkennen Sie solche Entwicklungen ergreifen sie geeignete Gegenmaßnahmen und erstatten den zur Überwachung der Geschäftsleitung berufenen Organen unverzüglich Bericht. Das Gleiche gilt auch für Ein-Personen GmbHs (§ 1 II). Darüber hinaus stellt das BMJV Informationen zur frühzeitigen Identifizierung von Krisen bereit (§ 3).

a) Das Verhältnis zu § 25a Abs. I Nr. 1 KWG

- 226 Eine bisher wenig diskutierte Frage betrifft das Verhältnis von § 91 II AktG zu § 25a I Nr. 1 KWG. Nach § 25a I Nr. 1 KWG muss eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation ein wirksames Risikomanagement umfassen, auf dessen

79 ABl. L 172/18 v. 26.06.2019.

80 Die Umsetzungsfrist läuft am 17.07.2021 ab (Art. 34).

81 Https://www.bmjjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/Fortentwicklung_Insolvenzrecht.html (letzter Zugriff: 07.10.2020).

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

Basis die Risikotragfähigkeit laufend sicherzustellen ist. Das Risikomanagement umfasst insbesondere die Festlegung einer auf die nachhaltige Entwicklung gerichteten Geschäftsstrategie und einer damit konsistenten Risikostrategie, sowie die Einrichtung von Prozessen zur Planung, Umsetzung, Beurteilung und Anpassung der Strategien.

In diesem Zusammenhang hat die **BaFin ein Merkblatt** zur Erlaubnispflicht von Geschäften im Zusammenhang mit **Stromhandelsaktivitäten** am 24.06.2011 veröffentlicht.⁸² Am 27.10.2017 hat die BaFin eine überarbeitete Fassung der MaRisk veröffentlicht.⁸³ Zuvor hat ein Konsultationsverfahren stattgefunden. Hauptgrund für die Überarbeitung der MaRisk war Nachbesserungsbedarf bei der Leistungsfähigkeit von IT-Systemen. Für die Energiewirtschaft hat sich durch die Neueinführung der MaRisk nichts geändert.

Grundsätzlich gilt die Energieerzeugung, der Betrieb und Erhalt der Netzinfrastuktur sowie die Versorgung der Bevölkerung mit Energie als **kapitalmarktfrene Haupttätigkeit** im Sinne des § 2 I Nr. 9c und VI 1 Nr. 11c KWG.⁸⁴ Die Beschaffung und Veräußerung von Energie, die Verwaltung von Energie-Portfolios und die Absicherung des Preisniveaus durch Finanzinstrumente steht mit dieser Haupttätigkeit regelmäßig „in sachlichem Zusammenhang“.⁸⁵ Damit sind im Regelfall auch die kommunalen Stromerzeuger und Stadtwerke, die sich zur Absicherung ihrer Preise im Rahmen ihrer normalen Wirtschaftstätigkeit als Energieversorger einer „kommunalen Beschaffungsgesellschaft“ bedienen, von der Aufsicht nach dem KWG freigestellt.⁸⁶

Etwas anderes gilt erst dann, wenn ein Unternehmen an der Strombörsen mit Terminkontrakten (Strom-Futures) handelt – diese sind als Finanzinstrumente im Sinne des § 1 XI 8 Nr. 1 lit. e KWG als Derivate zu qualifizieren.⁸⁷ Dagegen sind die Börsen-Spotmärkte „Day-Ahead“ Märkte, an denen Strom für die physische Erfüllung je Stunde und Block am Folgetag gehandelt wird. Diese Spotmarktgeschäfte sind nicht auf Differenzausgleich gerichtet und folglich keine aufsichtsrelevanten Termingeschäfte.⁸⁸ Auch die Vollversorgungs-, Programmlieferungs- sowie Zusatzversorgungsverträge sind Zeitgeschäfte und keine aufsichtsrelevanten Termingeschäfte.⁸⁹ Das gilt in gleicher Weise für die Kopplung von Strompreisen an IDCs⁹⁰

82 BaFin Merkblatt – Hinweise zur Erlaubnispflicht von Geschäften im Zusammenhang mit Stromhandelsaktivitäten, Stand Juni 2011.

83 Rundschreiben 09/2017 (BA) vom 27.10.2017.

84 Merkblatt Nr. 3c.

85 Merkblatt Nr. 3c.

86 Merkblatt Nr. 3c.

87 Merkblatt Nr. 2a.

88 Merkblatt Nr. 2b, MaRisk-Novelle 2017 AT 2.1 Nr. 3.

89 Merkblatt Nr. 2c.

90 Merkblatt Nr. 2d.

Dritter Teil: Risikomanagement

Demgegenüber ist der **Eigenhandel** eine Finanzdienstleistung nach § 1 I a Nr. 4d KWG.⁹¹ Beim Eigenhandel geht es um das kontinuierliche Anbieten des Kaufs oder Verkaufs von Finanzinstrumenten oder um die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als Dienstleistung für andere.⁹² Beim Eigenhandel – zum Beispiel in Stromderivaten – tritt das Institut seinem Kunden nicht als Kommissionär, sondern als Käufer oder Verkäufer gegenüber; erfasst ist auch das Festpreisgeschäft.⁹³ Zum Eigenhandel rechnet die BaFin auch das **Marketmaking** ebenso die Tätigkeit als **General Clearer oder Direct Clearer** an einer Terminbörs.⁹⁴

Nehmen Stromhandelsunternehmen oder EVU derivative Stromgeschäfte ausschließlich zur Absicherung eigener Risiken (Hedging) vor, so treten sie in der Regel nicht als Eigenhändler von Finanzinstrumenten im Markt auf – es liegt folglich ein **erlaubnisfreies** Eigengeschäft vor.⁹⁵

- 228 Für den „Eigenhandel für andere“ hat die BaFin ausdifferenzierte Grundsätze entwickelt und als **Mindestanforderungen** verlautbart. Es handelte sich hierbei ursprünglich um die Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute (MaH)⁹⁶, um die Mindestanforderungen an die Ausgestaltung der Internen Revision der Kreditinstitute (Mair)⁹⁷ und um die Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft der Kreditinstitute (MaK)⁹⁸.

91 Merkblatt Nr. 5.

92 Merkblatt Nr. 5.

93 Merkblatt Nr. 5.

94 Merkblatt Nr. 5.

95 Merkblatt Nr. 5 und Nr. 6.

96 Verlautbarung über die Mindestanforderung über das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute vom 23.10.1995 (Gz.: I 4 – 42 – 3/86), aufgehoben durch Rundschreiben 18/2005 (BA) vom 20.12.2005 – Mindestanforderungen an das Risikomanagement, dieses wiederum aufgehoben durch Rundschreiben 5/2007 (BA) vom 30.10.2007 (Gz.: BA 17 – K 3106 – 2007/0010) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), zuletzt geändert durch Rundschreiben 15/2009 (BA) vom 14.08.2009 (Gz.: BA 54 – FR 2210 – 2008/0001) – Neufassung der MaRisk, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/RechtRegelungen/Rundschreiben/rundschreiben_artikel.html (letzter Zugriff: 26.10.2020); Rundschreiben 5/2001 (BA) vom 12.09.2001 (Gz.: I 4 – 42 – 2/2001) – Ergänzende Hinweise zu den Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute, Revisionsberichte und Marktgerechtigkeitsprüfung, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/RechtRegelungen/Rundschreiben/rundschreiben_artikel.html (letzter Zugriff: 26.10.2020).

97 Rundschreiben 1/2000 vom 17.01.2000, aufgehoben durch Rundschreiben 18/2005 (BA) vom 20.12.2005 (MaRisk), dieses wiederum aufgehoben durch Rundschreiben 5/2007 (BA) vom 30.10.2007 (Gz.: BA 17 – K 3106 – 2007/0010) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), zuletzt geändert durch Rundschreiben 15/2009 (BA) vom 14.08.2009 (Gz.: BA 54 – FR 2210 – 2008/0001) – Neufassung der MaRisk, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/RechtRegelungen/Rundschreiben/rundschreiben_artikel.html (letzter Zugriff: 26.10.2020).

98 Rundschreiben 34/2002 (BA) vom 20.12.2002, aufgehoben durch Rundschreiben 18/2005 (BA) vom 20.12.2005 (MaRisk), dieses wiederum aufgehoben durch Rundschreiben 5/2007 (BA) vom 30.10.2007 (Gz.: BA 17 – K 3106 – 2007/0010) – Mindest-

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

Diese drei Verlautbarungen sind durch die **Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk)** zusammengefasst und im Dezember 2010 sowie Dezember 2012 neugefasst worden.⁹⁹ Am 18.02.2016 hat die BaFin den **Entwurf** einer neuen Fassung der MaRisk vorgelegt, den sie zusammen mit der Deutschen Bundesbank entwickelt hat.¹⁰⁰ Seit 27.10.2017 ist die MaRisk 2017 in Kraft.¹⁰¹ Die entscheidende Frage ist, ob die in den MaRisk festgelegten Grundsätze und Standards nicht nur für von der BaFin kontrollierte Finanzdienstleistungsunternehmen, sondern für Energiehändler analog gelten.¹⁰²

In der Literatur wird dies schon mit Blick auf die Kreditwirtschaft selbst mit nachvollziehbaren Gründen bezweifelt.¹⁰³ Mit Blick auf den dem KWG nicht unterstellten Handel mit Energie ist – schon wegen der völlig unterschiedlichen Anforderungen an die Unterlegung mit Eigenkapital – größte Zurückhaltung geboten. Der Gesetzgeber selbst hat bei der Schaffung des § 91 II AktG ausdrücklich darauf hingewiesen, dass die konkrete Ausformung der Pflicht zur Einrichtung eines Überwachungssystems von der Größe, der Branche, der Struktur, dem Kapitalmarktzugang usw. des jeweiligen Unternehmens abhängt.¹⁰⁴ Dies ändert nichts daran, dass man die im § 25a I KWG gesetzlich gefassten Anforderungen bei der Auslegung des § 91 II AktG heranziehen kann.¹⁰⁵ Richtig ist aber die Feststellung des OLG Celle aus dem Jahre 2008, wonach § 25a KWG jedenfalls unmittelbar nur für Kreditinstitute gilt.¹⁰⁶

Das bedeutet, dass die Anforderungen an die inhaltliche Ausgestaltung der Überwachungssysteme in Abhängigkeit von den eingegangenen Risiken variieren. Das eine, für alle Unternehmen gleiche, **Überwachungssystem** gibt es nicht. Der Gesetzgeber hat zudem mit keinem Wort auf die im Entstehungszeit-

228a

229

anforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), zuletzt geändert durch Rundschreiben 15/2009 (BA) vom 14.08.2009 (Gz.: BA 54 – FR 2210 – 2008/0001) – Neufassung der MaRisk, abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/RechtRegelungen/Rundschreiben/rundschreiben_artikel.html (letzter Zugriff: 26.10.2020); dazu Wimmer, BKR 2002, 1079.

⁹⁹ BaFin-Rundschreiben 11/2010.

¹⁰⁰ BaFin Konsultation 02/2016 – MaRisk-Novelle 2016, abrufbar unter https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwil4JrGoNLSAhXH_KQKHV0KCCcQFjABegQIAxAC&url=https%3A%2F%2Fwww.bafin.de%2FSharedDocs%2FDownloads%2FDE%2FKonsultation%2F2016%2Fd_kon_0216_marisk_2016.pdf%3F_blob%3DpublicationFile%26v%3D2&usg=A0vVaw1vRVQUF4oPv9Ej2zeXq_0 (letzter Zugriff 26.10.2020).

¹⁰¹ Rundschreiben 09/2017 (BA) v. 27.10.2017.

¹⁰² Nach AT 2.1 „Anwenderkreis“ ist dies nicht der Fall.

¹⁰³ Zimmerman, BKR 2005, 208 ff.

¹⁰⁴ Regierungsentwurf BT-Drs. 13/9712, S. 15, ZIP 1997, 2059, 2061.

¹⁰⁵ VG Frankfurt a. M., Urt. v. 08.07.2004 – 1 E 7363/03, WM 2004, 2157 Rn. 19 unter Hinweis auf Preußner/Zimmermann, AG 2002, 657, 666; einen guten Überblick über das Konzept des Risikomanagements nach § 25a KWG geben Müllbert/Wilhelm, ZHR 178 (2014), 502, 507 ff; umfassend Hannemann/Schneider/Weigel, Mindestanforderungen an das Risikomanagement, Kommentar 4. Aufl. 2013.

¹⁰⁶ OLG Celle, Urt. v. 28.05.2008 – 9 U 184/07, WM 2008, 1745; dazu vertiefend Dreher ZGR 2010, 496, 510 m. w. N.

Dritter Teil: Risikomanagement

punkt des § 91 II AktG bereits existierenden Mindestanforderungen der BaFin verwiesen. Dies hätte aber nahe gelegen, wenn es dem Gesetzgeber um eine Gleichsetzung und Gleichbehandlung der Sachverhalte nach dem Aktienrecht einerseits und dem Bankaufsichtsrecht andererseits gegangen wäre.

- 229a Zwischen den Anforderungen des § 25a I Nr. 1 KWG und denjenigen des § 91 II AktG ist somit **scharf zu trennen**. Dies gilt insbesondere für Unternehmen mit Zwecken aller Art, insbesondere auch Energiehandelsunternehmen, während der Vorstand einer Bank-AG selbstverständlich im Rahmen von § 93 I AktG auch daran gemessen wird, ob er die besonderen organisatorischen Pflichten, insbesondere das Risikomanagementsystem des § 25a KWG ordnungsgemäß eingehalten hat.¹⁰⁷ Eine vergleichbare Bindung für Unternehmen, die mit Energie handeln, enthält das Gesetz nicht – eine solche Bindung läge auch nicht nahe. Dies gilt erst recht für Pflichten im Zusammenhang mit dem bargeldlosen Zahlungsverkehr (§ 25g KWG) oder dem Einhalten des Geldwäschegegesetzes (§ 25l KWG). Pflichten dieser Art richten sich nicht gegen EVU.
- 230 Dennoch ist selbstverständlich bei der Auslegung und bei der Suche nach dem Sinn und Zweck der Rechtsbegriffe des § 91 II AktG danach zu fragen, wie vergleichbare Systeme etwa nach § 25a KWG funktionieren und welche Erfahrungen dort gemacht wurden.¹⁰⁸ Entscheidend bei alledem ist zu bedenken, dass die **Zielsetzungen des KWG** andere sind als die des Aktienrechtes.¹⁰⁹ Die BaFin hat nach § 6 II KWG Missständen im Kredit- und Finanzdienstleistungs-wesen entgegenzuwirken, „welche die Sicherheit der den Instituten anvertrau-ten Vermögenswerte gefährden, die ordnungsmäßige Durchführung der Bank-geschäfte oder Finanzdienstleistungen beeinträchtigen oder erhebliche Nach-teile für die Gesamtwirtschaft herbeiführen können“. Für die BaFin geht es also nicht nur um den Schutz des einzelnen Unternehmens, sondern auch um den Schutz der Funktionsbedingungen des Kapitalmarktes, den Anlegerschutz und um gesamtwirtschaftliche Nachteile. Der Vorstand eines Unternehmens ist nach dem Aktienrecht demgegenüber auf das **Unternehmensinteresse** verpflichtet. Er hat folglich die Interessen der Anteilseigner (Shareholder) und der Gläubiger und Arbeitnehmer des Unternehmens (Stakeholder) zu vertreten. Eine darüber hinaus gehende Verpflichtung, für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu sorgen, oder Nachteile für die Gesamtwirtschaft zu vermeiden, kennt das Aktiengesetz nicht. Dies unterschiedlichen Ziele und Zwecke von KWG einer-seits und AktG andererseits lassen es geboten erscheinen, die rechtlichen Anfor-derungen, die § 91 II AktG an den Vorstand stellt, präzise von denjenigen zu

107 LG Leipzig, Urt. v. 08.11.2013 – 8 O 3757/10 – allerdings haftet der Vorstand nur für jene unternehmerischen Entscheidungen, die er in seiner Amtszeit trifft. Die Haftung entfällt für Entscheidungen des Nachfolgers.

108 Wie hier *Mücko-AktG/Spindler*, 5. Aufl., 2019, § 91 ab Rn 39.

109 Deshalb weißt *Mücko-AktG/Spindler*, 5. Aufl., 2019, zutreffend daraufhin, dass die Vorgaben des KWG nur mit Vorsicht für § 91 AktG herangezogen dürfen: *Mücko-AktG/Spindler*, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 40.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

trennen, die die MaRisk von jenen Vorständen verlangt, die nach § 25a I Nr. 1 KWG der Aufsicht der BaFin unterstehen.¹¹⁰

Der Vorstand, der ein Überwachungssystem nach § 91 II AktG praktiziert, hat, wenn er sein Überwachungssystem an der **MaRisk** orientiert, zu zeigen, dass diese Orientierung mit Blick auf die spezifischen Risikolagen innerhalb seines Unternehmens im Unternehmensinteresse – das heißt, aus der Sicht des § 91 II AktG – angemessen und zweckmäßig ist. Eine unreflektierte Übernahme der MaRisk in Energiehandelsunternehmen, insbesondere im Bereich der Eigenkapitalunterlegung, würde mit den spezifischen Anforderungen des Aktienrechtes nicht in Einklang stehen. Verschiedene Anforderungen der MaRisk – wie beispielsweise die Funktionstrennung – gehören allerdings zu den unverzichtbaren Standards. Von daher bietet es sich an, für das eigene Unternehmen ein eigenständiges aktienrechtliches **Überwachungsprofil** und Überwachungssystem zu entwickeln und dabei Elemente der MaRisk insoweit in dieses System einzubeziehen, als dies unternehmensspezifisch zweckmäßig, angemessen und geeignet ist. Insbesondere mit Blick auf die unterschiedlichen Standards für die Eigenkapitalunterlegung sollte der Vorstand Wert auf ein eigenständiges, am Unternehmensinteresse orientiertes Überwachungssystem im Sinne des Aktienrechtes legen, um auf diese Weise den Anforderungen der **Business Judgment Rule** (§ 93 I 2 AktG) von vornherein zu genügen.

Demgegenüber sind Energiehandelsunternehmen, die **Finanzdienstleistungen** erbringen, den Regelungen des § 25a I Nr. 1 KWG in vollem Umfang unterworfen und folglich verpflichtet, die MaRisk im Rahmen ihrer Vorstandspflichten nach § 91 II AktG umzusetzen. In ähnlicher Weise hat das VG Frankfurt a. M. am 08.07.2004 entschieden.¹¹¹ Es ging um ein Versicherungsunternehmen, das über das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) beaufsichtigt wird. In § 34 S. 2 VAG a.F. (heute: § 33 II VAG)¹¹² wird ausdrücklich auf § 91 II AktG Bezug genommen. Daraus schlussfolgert das VG, dass die in § 25a I KWG gesetzlich genauer gefassten Anforderungen bei der Auslegung des § 91 II AktG in diesem Falle herangezogen werden können. Zuvor hatte bereits das LG Berlin am 03.07.2002¹¹³ entschieden, dass die fristlose Kündigung des für die Risikobetreuung zuständigen Vorstandsmitglieds zulässig war, nachdem der Wirtschaftsprüfer der betroffenen Hypothekenbank festgestellt hatte, dass das Risikomanagement nicht den gesetzlichen Anforderungen entsprach. Das Gericht stellte fest, dass der Risikobereich „*Kreditrisikosteuerung*“ nicht den gesetzlichen Vorgaben entsprach. Es mangelte an einer vorausschauenden Risikoanalyse, einer Dokumentation und systematischen Berichterstattung über nicht bewäl-

110 Wie hier Dreher, ZGR 2010, 496, 531 m. w. N. in Fn. 155, Mücko-AktG/Spindler, 5. Aufl., 2019, § 91 ab Rn. 40.

111 VG Frankfurt a. M., Urt. v. 08.07.2004 – 1 E 7363/03, WM 2004, 2157.

112 VAG v. 01.04.2015, BGBl. I S. 434, in Kraft seit 01.01.2016.

113 LG Berlin, Urt. v. 03.07.2002 – 2 O 358/01, AG 2002, 682; bestätigt vom KG Berlin, Urt. v. 27.09.2004 – 2 U 191/02, NZG 2004, 1165.

Dritter Teil: Risikomanagement

tigte oder drohende Risiken. Ausgehend von § 91 II AktG stellte das Gericht ergänzend auf § 25a KWG ab.¹¹⁴

b) Beziehung zwischen § 91 II AktG und bilanzrechtlichen Standards

- 233 In ähnlicher Weise ist auch die Beziehung zwischen § 91 II AktG und dem Deutschen Rechnungslegungsstandard zu diskutieren. **Der Deutsche Rechnungslegungsstandard Nr. 20 (DRS 20)** in der Fassung vom 04.12.2012¹¹⁵ stellt klar, dass alle Risiken berichtspflichtig sind, die die Entscheidungen der Adressaten des Konzernlageberichts beeinflussen können. Ziel der Berichterstattung ist es, Rechenschaft über die Verwendung der anvertrauten Ressourcen im Berichtszeitraum zu legen sowie Informationen zur Verfügung zu stellen, die es dem verständigen Adressaten ermögliche, sich ein zutreffendes Bild vom Geschäftsverlauf, von der Lage und von der voraussichtlichen Entwicklung des Konzern sowie von den mit dieser Entwicklung einhergehenden Chancen und Risiken zu machen. Die Angaben zum internen Kontroll- und zum Risikomanagementsystem in Bezug auf die Konzernrechnungslegung umfassen Strukturen, Prozesse und Kontrollen zur Erstellung des Konzernabschlusses. Diese Standards haben die Vermutung für sich, Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung zu sein (§ 342 II HGB).
- 233a Die Grundsätze des Deutschen Rechnungslegungsstandards 20 sind nicht zu verwechseln mit dem IDW Prüfungsstandard 340, der sich mit der Frage beschäftigt, welche Anforderungen ein Wirtschaftsprüfer nach § 317 IV HGB an ein ordnungsgemäßes Überwachungssystem nach § 91 II AktG zu stellen hat. Wird (Stand 15.07.2019) der Entwurf einer Neufassung des IDW Prüfungsstandards 340 diskutiert. Dazu wird später im Zusammenhang mit den Anforderungen der Prüfpflichten an Wirtschaftsprüfer noch Stellung genommen. Im vorliegenden Zusammenhang geht es um die völlig andere Frage, ob und in welchem Maße sich Rechnungslegungsstandards möglicherweise auf das Konzept und die Durchführung des Überwachungssystems nach § 91 II AktG auswirken.

¹¹⁴ Vertiefend *Dengler*, Die MaRisk-Anforderungen und ihre Auswirkungen auf die Vorstandshaftung, WM 2014, 2033 ff.

¹¹⁵ Bekanntmachung des DRS 20 Konzernlagebericht gem. § 342 Abs. 2 HGB durch das Bundesministerium der Justiz am 04.12.2012 – dadurch wurde der frühere DRS 5 vom 03.04.2001, zuletzt geändert am 05.01.2010, aufgehoben.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

Auch die **IFRS/IAS-Standards**¹¹⁶, die von Aktienkonzernen (schon im Zulassungsprozess: § 264d HGB) seit 2005 zu beachten sind¹¹⁷, enthalten ausführliche Regeln zur bilanziellen Abbildung von Risikozusammenhängen. Das gilt insbesondere für die Bilanzierung von Derivaten als Sicherungsgeschäften (Hedge Accounting). Die hierfür relevanten Regelungen enthält IAS 39.88.¹¹⁸ Angaben zu Finanzderivaten werden nach IAS 32 in der Regel im Anhang gemacht.¹¹⁹

234

Bilanzielle Marktbewertungen finden bei Unternehmen, die den Eigenhandel in Energie betreiben, häufig monatlich statt. Als **Bewertungsstichtag** ist entsprechend der Rechnungslegung und Berichterstattung der jeweils letzte Handelstag im Monat heranzuziehen. Eine über die **bilanzielle Marktbewertung** hinausgehende Kontrolle wird durch das Risikocontrolling vorgenommen, das täglich einen umfassenden Risikobericht erarbeitet. Die Daten laufen oft über Nacht durch das EDV-System. Am folgenden Tag findet eine Kontrolle und – bei Bedarf – eine manuelle Nachkorrektur durch die Mitarbeiter der Abteilung Risikocontrolling statt. Während die **Risikokontrolle**¹²⁰ zur Überwachung der Handelsgeschäfte täglich stattfindet, ist eine monatliche Marktbewertung nach dem geltenden **Bilanzrecht** ausreichend. Immerhin besteht bei der Bilanzierung nach IFRS/IAS eine stärkere Verknüpfung beider Ebenen als nach den Vorschriften des HGB. So werden nach IFRS/IAS beispielsweise offene Handels-

235

¹¹⁶ International Financial Reporting Standards (IFRS) und International Accounting Standards (IAS). Die IAS wurden vom International Accounting Standards Committee (IA-SC), 1973 als privatrechtlicher Verein nationaler Verbände von Rechnungslegern und Wirtschaftsprüfern mit Sitz in London gegründet, entwickelt. Nach Umstrukturierung und Umbenennung des IASC in International Accounting Standards Board (IASB) im Jahr 2001 wurden bereits bestehende IAS von diesem übernommen. Neue Rechnungslegungsstandards des IASB heißen nunmehr IFRS. Die Standards sind über beck-online abrufbar.

¹¹⁷ Gemäß Art. 4 der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19.07.2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards (ABl. L 243/1–4 vom 11.09.2002) haben Gesellschaften, die dem Recht eines Mitgliedstaates unterliegen und deren Wertpapiere in einem beliebigen Mitgliedstaat zum Handel in einem geregelten Markt zugelassen sind, ab dem 01.01.2005 ihre konsolidierten Abschlüsse nach den internationalen Rechnungslegungsstandards aufzustellen. Mit der VO (EG) Nr. 1126/2008 wurden die internationales Rechnungslegungsstandards der VO (EG) Nr. 1606/2002 in das europäische Recht übernommen. Vertiefend hierzu *Buchheim/Gröner/Kühne*, BB 2004, 1783 ff. Im deutschen Recht sieht § 315a HGB einen Konzernabschluss nach internationalen Rechnungslegungsstandards vor. Zur Anwendbarkeit der IFRS/IAS auf nicht kapitalmarktorientierte bzw. mittelständische Unternehmen vgl. *Knorr/Zeimes*, BB 2005, Beilage 3, 20 ff. sowie *Heintges/Härle*, DB 2005, 173–181.

¹¹⁸ Zu IAS 39 *Varain*, in: MünchKomm zum Bilanzrecht, Band 1, 1. Aufl. 2009; *Flintrop*, in: Beck'sches IFRS-Handbuch, 5. Aufl. 2016, § 23 (Derivate).

¹¹⁹ Vertiefend zur Bilanzierung nach IAS 39 und 32 *Kehm/Lüdenbach*, in: *Lüdenbach/Hoffmann*, IFRS-Kommentar, 17. Aufl. 2019, § 28 Rn. 1 ff., Rn. 218 ff., Rn. 292 ff.; *Mentz*, in: MünchKomm zum Bilanzrecht, Band 1, 1. Aufl. 2009, IAS 32.

¹²⁰ Für interne Kontrollsysteme spielt das COSO-Rahmenwerk, das bereits 1992 in den USA entwickelt wurde, in der Fassung vom 14.05.2013 eine wichtige Rolle; dazu *Dierks/Sandmann/Herre*, CCZ 2013, 164; *Amling/Bantleon*, WPg 2014, 343.

Dritter Teil: Risikomanagement

geschäfte, die als Finanzierungsinstrumente zu klassifizieren sind, nicht nur bei drohenden Verlusten berücksichtigt.

- 236 Es bestehen somit **Zusammenhänge zwischen Bilanzierung und Risikocontrolling**. In der Regel wird aus der Perspektive der Bilanzierung beim Risikocontrolling zurückgefragt, wenn Unklarheiten bestehen. Entsprechend der unterschiedlichen Aufgaben des Rechnungswesens einerseits und Risikomanagements andererseits sind die Betrachtungen natürlich nicht deckungsgleich – allenfalls entstehen Näherungen und gelegentliche Überschneidungen. Vor allem ist bei der für die Bilanzierung ausschlaggebenden Bewertung gegen Marktpreise (Mark-to-Market) gegenüber dem zu quantifizierenden Marktpreisrisiko zu unterscheiden. Aus der Perspektive eines Controlingsystems werden regelmäßig drei mögliche Entwicklungen differenziert: Worst case, Mittelwert und geringstes Risiko. Im Risikoüberwachungssystem werden der aktuelle Marktwert und eine wahrscheinlichkeitsbasierte höchste negative Abweichung davon (vgl. Value-at-Risk) ermittelt. Erwartete Veränderungen des Marktwerts im Vergleich zum Transaktionswert werden hierfür regelmäßig mit Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtet. In die Bilanzierung geht hingegen die seit der Transaktion bis zum Berichtsstichtag eingetretene Veränderung des Marktwerts ungewichtet ein.
- 237 Hinzu kommt die große **Komplexität der IFRS/IAS-Standards**. Es ist oft eine Herausforderung, die verschiedenen Energiehandelsgeschäfte in der Bilanz abzubilden. Nach IAS 39 für die Bilanzierung von Finanzinstrumenten muss zunächst eine Einordnung der Geschäfte in die dort aufgezählten Geschäftstypen erfolgen. Um die ggf. erheblichen Veränderungen im Marktwert von Sicherungsgeschäften nicht 1:1 im Ergebnis abilden zu müssen, besteht die Möglichkeit, Sicherungsgeschäfte mit einem Grundgeschäft zu verbinden; dies führt zu einem Ausweis der Marktwertveränderung direkt im Eigenkapital und wird als Hedge Accounting bezeichnet.¹²¹
- 238 Im Ergebnis ist festzuhalten, dass zwischen den am True and Fair View ausgerichteten Bilanzierungsgrundsätzen und den nach § 91 II AktG zu praktizierenden Grundsätzen für ein angemessenes Überwachungssystem zwar gewisse Näherungen und Überschneidungen bestehen, aber ein unmittelbarer Einfluss der Bilanzierungsstandards auf das Risikomanagement nicht besteht. Die Vorstände sollten aber, um den Anforderungen der Business Judgement Rule (§ 93 AktG) zu genügen, Verzahnungen zwischen Rechnungswesen, Risikocontrolling und Risikomanagementsystem verstärkt beachten und in ihre Überlegungen zur Strukturierung eines angemessenen Überwachungssystems für das Unternehmen aufnehmen. Die Abteilungen sollten in einem festgelegten Rahmen zu gegenseitiger Kommunikation und Konsultation verpflichtet werden. Auf diese Weise kann ein gegenseitiger Erfahrungsaustausch eine permanente **Optimie-**

121 Eine ausführliche Darstellung des Hedge Accounting findet sich bei *Kehm/Lüdenbach*, in: Lüdenbach/Hoffmann (Hrsg.), IFRS-Kommentar, 17. Aufl., 2011, § 28 Rn. 242 ff.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

rung des Risikoüberwachungssystems einerseits und die daran partizipierende Bilanzierung andererseits ermöglichen.

2. Den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen

Kernziel des nach § 91 II AktG zu praktizierenden Überwachungssystems ist es, „den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen“ zu erkennen. Entwicklungen meint „nachteilige Veränderungen“ von Risikozuständen.¹²² Eine Bestandsgefährdung ist anzunehmen, wenn sich nachteilige Veränderungen auf die Vermögens-, Ertrags- oder Finanzlage der Gesellschaft wesentlich auswirken können.¹²³ Damit knüpft der Gesetzgeber an die Darstellungsanforderungen des § 264 II HGB an. Gefährdungen des Bestands der Gesellschaft, die weder auf der Vermögens-, der Finanz- oder der Ertragslage beruhen, sind folglich in § 91 II AktG nicht gemeint. Zu denken wäre etwa an die ordnungsgemäße Auflösung (§ 262 AktG) der Gesellschaft oder an ihre Eingliederung nach § 319 AktG oder an ihre Umwandlung nach dem UmwG. Auch die drohende gerichtliche Auflösung wegen gesetzwidrigen, gemeinwohlgefährdenden Verhaltens der Verwaltungsträger der Aktiengesellschaft (§ 396 I AktG) ist keine Bestandsgefährdung im Sinne des § 91 II AktG.

Der Gesetzgeber nennt neben risikobehafteten Geschäften ferner Unrichtigkeiten der Rechnungslegung und Verstöße gegen gesetzliche Vorschriften, die sich auf die Vermögens-, Ertrags- oder Finanzlage der Gesellschaft wesentlich auswirken können. Damit knüpft das Gesetz eindeutig an den Fortbestand der Gesellschaft und nicht etwa an die „dauerhafte Rentabilität der Gesellschaft“ an.¹²⁴ Entwicklungen, die den Fortbestand der Gesellschaft gefährden könnten, sind folglich solche, die die Insolvenz herbeiführen oder aber das Insolvenzrisiko erheblich steigern.¹²⁵ Damit sind alle Risiken gemeint, die das Insolvenzrisiko herbeiführen oder erheblich steigern, auch wenn sie im „Normalfall“ Vorgänge wären, die unterhalb dieser Schwelle liegen und nur nach § 264 II HGB relevant sind. Das hängt damit zusammen, dass die Akkumulation vieler kleiner Risiken letztlich ebenso den Bestand des Unternehmens gefährden kann, wie dies als Folge eines einzigen sich realisierenden Großrisikos möglich ist. Scholz/Schuler weisen deshalb in diesem Band¹²⁶ zu Recht darauf hin, dass die

239

240

122 BT-Drs. 13/9712, S. 15: aufnahmerisikobehaftete Geschäfte (Derivatehandel/Termingeschäfte); dazu Hüffer, in: Festschrift Imhoff, 1998, S. 91, 98; Blasche, CCZ 2009, 62, 63.

123 Regierungsbegründung BT-Drs. 13/9712 S. 7, ZIP 1997, 2059, 2061.

124 Hüffer/Koch, AktG, § 91 Rn. 6; Mertens/Cahn, in: KölnerKomm zum AktG, 3. Aufl. 2010, § 91 Rn. 23.

125 Mertens/Cahn, in: KölnerKomm zum AktG, 3. Aufl. 2010, § 91 Rn. 23; Baums, ZHR 175 (2011), 160, 197; Spindler, in: Festschrift Hüffer, 2010, S. 985, 989 f.; Götz, Das Risikofrüherkennungssystem des § 91 II AktG aus rechtlicher Sicht, in: Huff (Hrsg.), Sonderheft für Rechtsanwalt Prof. Dr. Hermann Weber zum 65. Geburtstag am 10. 11. 2001, Beilage zur NVwZ 2001, 21, 22; ähnlich Lachnit/Müller, in: Festschrift Strobel, 2001, S. 363, 367; Seibert, in: Festschrift Bezzenberger, 2000, S. 427, 437; Spindler, in: MünchKomm AktG, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 21.

126 Vgl. Dritter Teil A. II. 2., dort Rn. 21.

Dritter Teil: Risikomanagement

Bestandsgefährdung sowohl durch ein oder mehrere Großrisiken als auch durch eine Vielzahl von kleineren Risiken, die sich summieren und vielleicht durch einen Domino-/Kaskadeneffekt verbunden sind, ausgelöst werden kann. Letztlich entscheidend ist immer, ob durch Risiken, die eingegangen worden sind, der Bestand des Unternehmens gefährdet ist, ganz gleichgültig, auf welchen Ursachen oder Wirkungen die Risiken im Einzelnen beruhen.¹²⁷

- 240a Zurecht weist deshalb *Spindler* daraufhin, dass auch **Klumpenrisiken**, also die Ansammlung gleichartiger Risiken, gemeint sind.¹²⁸ Auch kartellrechtlich relevante Entwicklungen können auf den Bestand des Unternehmens Einfluss nehmen, etwa bei der Nichtigkeit langfristiger Lieferverträge oder bei Scheitern eines Zusammenschlusses an der Fusionskontrolle.¹²⁹ Auch kartellrechtliche Geldbußen können existenzgefährdend werden.¹³⁰ Ferner können Risiken aus unwirksamen **Netting-Vereinbarungen** in Energielieferverträgen erhebliche wirtschaftliche Auswirkungen haben.¹³¹
- 241 Es ist nicht einfach zu beantworten, woran man eigentlich erkennt, ob eine Entwicklung den Fortbestand der Gesellschaft gefährdet. Sicherlich ist das immer dann der Fall, wenn eine Insolvenz nach der InsO droht. Die Insolvenzordnung kennt verschiedene Eröffnungsgründe für eine Insolvenz. Allgemeiner Eröffnungsgrund ist die **Zahlungsunfähigkeit** (§ 17 I InsO). Der Schuldner ist zahlungsunfähig, wenn er nicht in der Lage ist, die fälligen Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen. Zahlungsunfähigkeit ist in der Regel anzunehmen, wenn der Schuldner seine Zahlungen eingestellt hat (§ 17 II InsO). Auch die **drohende Zahlungsunfähigkeit** ist Eröffnungsgrund für ein Insolvenzverfahren (§ 18 I InsO). Der Schuldner droht zahlungsunfähig zu werden, wenn er voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, die bestehenden Zahlungspflichten im Zeitpunkt der Fälligkeit zu erfüllen (§ 18 II InsO). Darüber hinaus ist bei juristischen Personen auch die **Überschuldung** Eröffnungsgrund (§ 19 I InsO). Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt, es sei denn die **Fortführung** des Unternehmens ist nach den Umständen überwiegend **wahrscheinlich** (§ 19 II InsO).
- 242 Eine den Bestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklung dürfte aber auch bereits dann vorliegen, wenn Risiken, die das Unternehmen eingeht, zu einer

127 So auch *Gelhausen*, IDW (Hrsg.), Wirtschaftsprüfungshandbuch, 16. Aufl. 2019, P 10; *Hüffer*, in: *Festschrift Imhoff*, 1998, S. 91, 100; *Hommelhoff/Mattheus*, in: Dörner u. a. (Hrsg.), Praxis des Risikomanagements, 2000, S. 16; zustimmend *Picot*, in: *Lange/Wall* (Hrsg.), Risikomanagement nach dem KonTraG, 2001, § 1 Rn. 122; *Zimmer/Sonneborn*, in: *Lange/Wall* (Hrsg.), Risikomanagement nach dem KonTraG, 2001, § 1 Rn. 182.

128 *Spindler*, in: *MünchKomm AktG*, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 20; *Fleischer*, NJW 2010, 1504, 1506.

129 *Spindler*, in: *MünchKomm AktG*, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 20; *Kort*, in: *GroßKomm AktG*, 5. Aufl., 2015, § 91 Rn. 32; *Schwintowski NZG* 2005, 200, 201.

130 *Spindler*, in: *MünchKomm AktG*, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 20.

131 BGH Urt. v. 15.11.2012 – IX ZR 169/11; in Reaktion auf dieses Urteil wurde § 104 InsO geändert (In Kraft seit 29.12.2016), Neufassung in BGB I.I 2016, 3147 – 3149.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

Krise im Sinne der Regeln über die **Gesellschafterdarlehen** führen. In dieser Situation, die in § 57 AktG, §§ 39 Abs. 1 Nr. 5, 135 InsO, § 170a HGB und § 130a HGB gemeint ist, droht eine den Bestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklung, wenngleich weder Zahlungsunfähigkeit noch Überschuldung bereits eingetreten sind. Wendet man diese Überlegungen konsequent auf § 91 II AktG an, so hat der Vorstand geeignete Maßnahmen zu treffen, die eine Krise der Gesellschaft im Sinne der eigenkapitalersetzenden Gläubigerschutznormen des Aktienrechts, des GmbH-Rechts und des Handelsgesetzbuches vermeiden. Das bedeutet, die Pflichten des § 91 II AktG greifen bereits ein, wenn eine gefährliche Entwicklung mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit zu einer Existenzgefährdung führt.¹³²

3. Früherkennung

Der Vorstand hat Maßnahmen zu treffen, damit die den Fortbestand der Gesellschaft gefährdenden Entwicklungen **früh erkannt** werden. Das ist dann der Fall, wenn bestandsgefährdenden Entwicklungen noch so rechtzeitig entgegengewirkt werden kann, dass sie keine bestandsgefährdenden Ausmaße annehmen.¹³³ Das Merkmal der **Früherkennung** zeigt, dass es § 91 II AktG nicht nur darum geht, eine bestandsgefährdende Entwicklung zu erkennen, sondern mit den geeigneten Maßnahmen auch entgegenzuwirken. Die Pflicht des Vorstands, auf die erkannten Risiken angemessen zu reagieren (geeignete Gegenmaßnahmen zu ergreifen), ergibt sich nicht direkt aus § 91 II AktG, sondern aus der **allgemeinen Leitungsverantwortung** des Vorstandes (§ 76 AktG) und der Verpflichtung des Vorstandes, bei der Geschäftsführung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden (§ 93 I AktG).¹³⁴ Die Einhaltung des Legalitätsprinzips und demgemäß die Einrichtung eines funktionierenden Compliance-Systems gehört zur Gesamtverantwortung des Vorstands.¹³⁵ Die Pflichtverletzung eines Vorstandsmitglieds kann auch in einem Unterlassen bestehen.¹³⁶

An diese Grundsätze knüpft auch § 107 III 2 AktG an, wonach bei einer kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaft der Aufsichtsrat einen Prüfungsausschuss bestellen darf, der sich mit der Überwachung des **internen Risikomanagementsystems** befasst. Daran knüpft § 289 V HGB an, der bei Kapitalgesellschaften im Sinne des § 264d HGB verlangt, dass der Lagebericht die wesentlichen Merkmale des internen Managementsystems im Hinblick auf den Rechnungsle-

243

244

132 Kort, in: Großkomm-AktG, 5. Aufl., 2015, § 91 Rn. 35; Krieger/Sailer-Coceani, in: Schmidt/Lutter, AktG, 4. Aufl., 2020, § 91 Rn. 9.

133 Regierungsbegründung BT-Drs. 13/9712, S. 15, abgedruckt in ZIP 1997, 2059, 2061; Blasche, CCZ 2009, 62, 63; Baums, ZGR 2011, 218, 262 ff.

134 Allg. Meinung: Spindler, in: MünchKomm AktG, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 18 ff, 28.; Huth, BB 2007, 2167; Spindler, in: Festschrift Hüffer, 2010, S. 985, 993.

135 LG München I, Urt. v. 10.12.2013 – 5 HKO 1387/10, ZIP 2014, 570; dazu Fleischer NZG 2014, 321; Merkt, ZIP 2014, 1705; Bachmann, ZIP 2014, 579; Altmeppen, ZIP 2016, 97; Fuchs, JZ 2014, 838.

136 LG München I, Urt. v. 10.12.2013 – 5 HKO 1387/10, ZIP 2014, Ls. 3.

Dritter Teil: Risikomanagement

gungsprozess beschreibt (Größe, Branche, Struktur, Kapitalmarktzugang).¹³⁷ Sehr ähnlich hat bereits am 05.04.2007 das LG München I entschieden¹³⁸. Der Vorstand war entlastet worden, obwohl der Wirtschaftsprüfer darauf hingewiesen hatte, dass die in § 317 IV HGB vorgesehene Systemprüfung mangels Dokumentation nicht möglich war. Das Gericht wies darauf hin, dass in der unterbliebenen Dokumentation des Risikofrühkennungssystems ein wesentlicher Gesetzesverstoß gesehen werden müsse. Dabei sei das System durch die Begründung unmissverständlicher Zuständigkeiten, ein engmaschiges Berichtswesen und eine entsprechende Dokumentation abzusichern. Sicherzustellen sei, dass alle verantwortlichen Personen über die jeweiligen Hierarchieebenen bis hin zur Unternehmensleitung Kenntnis von den vorhandenen Risiken erlangten, um Gegenmaßnahmen einleiten zu können.

- 245 Die Überwachungs- und Organisationspflicht des Vorstands im Sinne des § 290 HGB ist nach der Gesetzesbegründung „im Rahmen der bestehenden gesellschaftsrechtlichen Möglichkeiten“ **konzernweit** zu verstehen, „sofern von Tochtergesellschaften den Fortbestand der Gesellschaften gefährdende Entwicklungen ausgehen können“.¹³⁹ Daraus wird geschlussfolgert, dass der Vorstand des Mutterunternehmens verpflichtet ist, ein konzernweites Überwachungssystem einzurichten.¹⁴⁰ Jedenfalls müssen auf der Ebene der Muttergesellschaft Entwicklungen erfasst werden, die bei einer Konsolidierung nach § 297 Abs. 3 HGB im Rahmen der Konzernbilanz relevant wären.¹⁴¹ Letztlich entscheidend geht es auch im Konzern darum, bestandsgefährdende Entwicklungen, also solche, die ein Insolvenzrisiko begründen oder wesentlich steigern, zu erfassen.¹⁴² Folglich sind organisatorische Vorkehrungen zu treffen, die sicherstellen, dass Risiken konzernweit identifiziert werden und die Muttergesellschaft die entsprechenden Informationen erhält.¹⁴³ Dies gilt auch im faktischen Konzern.¹⁴⁴ Im **Vertragskonzern** kann der Vorstand die notwendigen Informationssysteme aufgrund seines Weisungsrechts (§ 308 AktG) einrichten. Der IDW-Prüfungsstandard (PS 340) geht sogar davon aus, dass in der Muttergesellschaft auch Bestandsgefährdungen zu erfassen sind, die sich nur auf Ebene der Tochtergesellschaft auswirken.¹⁴⁵ Die Einrichtung des Frühkennungssystems innerhalb der einzelnen Tochtergesellschaft obliegt allerdings deren Vorstand nach §§ 76, 93 AktG.¹⁴⁶

137 So Regierungsbegründung BT-Drs. 13/9712, S. 15.

138 LG München I, Urt., v. 05. 04. 2007 – 5 HK 0 15964/06, BB 2007, 2170, das Urteil ist rechtskräftig; dazu *Bihr/Kalinowsky*, DStR 2008, 620, 623; dazu *Theusinger/Liese*, NZG 2008, 289; *Huth*, BB 2007, 2167.

139 BT-Drs. 13/9712 S. 15.

140 *Hommelhoff/Mattheus*, BFuP 2000, 217, 222 ff.

141 *Spindler*, in: *MünchKomm AktG*, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 74 f.; *Hüffer/Koch*, § 91 Rn. 6.

142 *Kort*, in: *GroßKomm AktG*, 5. Aufl., 2015 § 91 Rn. 35 zur Bestandsgefährdung, Rn. 44 f. zur Frühkennung; *Adler/Düring/Schmaltz* § 91 Rn. 10; *Hüffer/Koch* § 91 Rn. 6.

143 *Sailer-Coceani*, in: *Schmidt/Lutter AktG*, 3. Aufl., 2015, § 91 Rn. 10.

144 BT-Drs. 13/9712, S. 15.

145 WPg 1999, 658, 662 unter (36).

146 *Sailer-Coceani*, in: *Schmidt/Lutter, AktG*, 4. Aufl., 2020, § 91 Rn. 10.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

4. Geeignete Maßnahmen

Der Vorstand hat **geeignete Maßnahmen** zu treffen, um Entwicklungen, die den Fortbestand der Gesellschaft gefährden, so frühzeitig zu erkennen, dass er ihnen entgegensteuern kann. Geeignet sind die Maßnahmen in der Regel dann, wenn der Vorstand die zur Erkennung der Bestandsgefährdung erforderlichen **Informationen rechtzeitig** erhält.¹⁴⁷ Darüber entscheidet der Vorstand im Rahmen seiner Leitungsverantwortung unter Berücksichtigung der ihm bekannt werdenden nachteiligen Entwicklungen und der Eigenheiten des von ihm geleiteten Unternehmens. Die konkrete Ausformung der geeigneten Maßnahmen hängt von der Größe, der Branche, der Struktur, dem Kapitalmarktzugang usw. des jeweiligen Unternehmens ab.¹⁴⁸

5. Überwachungssystem

Damit der Vorstand den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh genug erkennt, hat er geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein **Überwachungssystem** einzurichten. Dieser Wortlaut von § 91 II AktG ist eindeutig. Das Überwachungssystem ist eine der vom Gesetzgeber selbst vorgeschriebenen geeigneten Maßnahmen zur Früherkennung. Der Vorstand ist also zur Einrichtung eines Überwachungssystems verpflichtet – wie er es im Einzelnen ausformt, ist ihm im Rahmen seiner Leitungsverantwortung überlassen.

Inzwischen hat der Gesetzgeber zur Umsetzung der RiLi 2019/1023 den Entwurf eines Unternehmensstabilisierungsgesetzes (StaRUG) vorgelegt.¹⁴⁹ Danach sind die Geschäftsleiter zur Überwachung von Entwicklungen, die zur Bestandsgefährdung des Unternehmens führen können, verpflichtet. Die konkrete Ausformung und Reichweite dieser Pflicht ist von der Größe, Branche, Struktur und auch der Rechtsform des jeweiligen Unternehmens abhängig.¹⁵⁰ In jedem Falle sind die Geschäftsleiter*innen gehalten, die Verhältnisse des Unternehmensträgers laufend dahingehend zu überprüfen, ob sie das Potenzial haben, bei ungehindertem Fortgang den Fortbestand des Unternehmens zu gefährden. Darüber hinaus wird der Geschäftsführung die Pflicht zur Ergreifung von geeigneten Gegenmaßnahmen auferlegt (§ 1 I StaRUG). Informationen der von öffentlichen Stellen bereitgestellten Instrumentarien zur Frühzeitigen Identifizierung von Krisen sollen vom BMJV auf seiner Internetseite bereitgestellt werden (§ 3 StaRUG). Wie sich die neuen Regelungen auf die derzeit schon praktizierten Frühwarn- und Überwachungssysteme konkret auswirken werden, lässt sich zurzeit nicht präzise beantworten. Jedenfalls steht fest, dass die Verpflichtung zur Praktizierung geeigneter Systeme nunmehr durch das neue StaRUG erheblich ver-

147 Hüffer/Koch, 14. Aufl., 2020, § 91 Rn. 7 m. w. N.; Huth, BB 2007, 2167; Spindler, in: Festschrift Hüffer, 2010, S. 985, 993.

148 Begründung Regierungsentwurf BT-Drs. 13/9712, S. 15, abgedruckt in ZIP 1997, 2059, 2061.

149 https://www.bmjjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/DE/Fortentwicklung_Insolvenzrecht.html (letzter Zugriff: 07. 10. 2020).

150 Gesetzesbegründung S. 112, unter Hinweis auf BT-Drucks. 13/9712, S. 15.

Dritter Teil: Risikomanagement

stärkt und verschärft wird. Das dürfte sich auch auf die Wirtschaftsprüfer (§ 317 IV HGB) auswirken.

- 248 In Teilen der rechtswissenschaftlichen Literatur wird darauf hingewiesen, dass der Wortlaut des § 91 II AktG auf die Vorschläge einer interministeriellen Arbeitsgruppe zurückgeht.¹⁵¹ Noch der Referentenentwurf habe zwischen geeigneten Maßnahmen und Überwachungssystemen getrennt.¹⁵² Dieses sollte nicht die risikoträchtigen Entwicklungen und auch nicht die Risikozustände im Unternehmen überwachen, sondern nur für die Einhaltung der vom Vorstand eingeleiteten, geeigneten Maßnahmen im Sinne einer unternehmensinternen Kontrolle sorgen. Es sollte geklärt werden, ob das Veranlasste auch wirklich geschieht, insbesondere ob die Erkenntnisse der Innenrevision und des Controlling zügig an den Vorstand übermittelt werden.¹⁵³ So gesehen sollte das Überwachungssystem nach dem Regierungsentwurf des KonTraG wohl nur für eindeutige Zuständigkeiten, ein engmaschiges Berichtswesen und eine Dokumentation sorgen.¹⁵⁴
- 249 Es ist müßig, über den Wortlaut eines **Referentenentwurfs** zu diskutieren, der nicht Gesetz geworden ist, zumal es dem Gesetzgeber gerade nicht nur darum ging, den Wortlaut des Referentenentwurfs sprachlich zu verkürzen.¹⁵⁵ Entscheidend ist, dass der Sinn und Zweck des § 91 II AktG genau darin besteht, geeignete Maßnahmen zu ergreifen, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden. Zu den Maßnahmen, die ihrer Natur nach geeignet sind, um gefährdende Entwicklungen zu erkennen, gehört ein **Überwachungssystem**. Dabei hat dieses Überwachungssystem notwendigerweise eine **Doppelfunktion**. Auf der einen Seite sorgt es für eine unternehmensinterne Kontrolle, gewährleistet folglich, dass die Erkenntnisse der Innenrevision und des Controllings zügig an den Vorstand vermittelt werden. Auf der anderen Seite ist das Überwachungssystem selbst darauf gerichtet, die bestandsgefährdenden Entwicklungen im Unternehmen aufzudecken und zu quantifizieren. Diese dem Begriff **Überwachungssystem** immanente Doppelfunktion ändert nichts daran, dass der Vorstand im Rahmen seiner Leitungsverantwortung darüber entscheiden muss, wie er beide Funktionen des Überwachungssystems unter Berücksichtigung der spezifischen Anforderungen des

151 Dazu *Seibert*, Festschrift Bezzenger, 2000, S. 427, 428; *Zimmer/Sonneborn*, in: *Lange/Wall* (Hrsg.), Risikomanagement nach dem KonTraG, 2001, § 1 Rn. 148 ff. m. w. N.

152 Vgl. dazu § 93 im Referentenentwurf des KonTraG, abgedruckt in ZIP 1996, 2129 bzw. 2193.

153 *Zimmer/Sonneborn*, in: *Lange/Wall* (Hrsg.), Risikomanagement nach dem KonTraG, 2001, § 1 Rn. 187; *Hüffer*, AktG, 11. Aufl. 2014, § 91 Rn. 8.

154 *Dreher*, in: Festschrift *Hüffer*, 2010, S. 161, 173 f.

155 *Götz*, Das Risikofrüherkennungssystem des § 91 II AktG aus rechtlicher Sicht, in: *Huff* (Hrsg.), Sonderheft für Rechtsanwalt Prof. Dr. Hermann Weber zum 65. Geburtstag am 10.11.2001, 2001, S. 21; *Preußner/Zimmermann*, AG 2002, 657; *Kiethe*, NZG 2003, 401, 402.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

von ihm geleiteten Unternehmens angemessen, zweckmäßig und wirksam mit Leben erfüllt.

Dies bedeutet zunächst einmal, dass § 91 II AktG ein ganz eigenständiges Überwachungssystem fordert, das der oben beschriebenen Doppelfunktion entspricht, insbesondere also dafür sorgt, dass bestandsgefährdende Entwicklungen im Unternehmen früh genug erkannt werden und dass der Vorstand darüber zeitnah unterrichtet wird. Es geht also nicht um ein bestimmtes **betriebswirtschaftliches Risikomanagementsystem**¹⁵⁶, sondern um ein aus den Zielen und Zwecken entwickeltes eigenständiges Überwachungssystem im Sinne des § 91 II AktG¹⁵⁷. Eine entsprechende Festlegung widerspräche dem Leitungsermessens des Vorstands¹⁵⁸ und würde die grundsätzlich dem Unternehmen im Rahmen von Art. 14 GG eingeräumte Organisationsfreiheit verkennen¹⁵⁹. Deshalb sind die auch von den Wirtschaftsprüfern aufgestellten Standards, nach denen geprüft werden soll (IDW PS 340) nur mit Vorbehalten anzuerkennen, da es stets der Anpassung dieser organisatorischen Anforderungen an die Unternehmenslage im Einzelfall bedarf.¹⁶⁰ Das Gleiche gilt aus der Perspektive der Überwachung des **internen Risikomanagementsystems** (§ 107 III 2 AktG). Der Begriff Risikomanagementsystem stellt klar, dass die Pflichtenbindung des Vorstandes auf ein solches **System** gerichtet ist und sich nicht etwa darin erschöpft, gelegentlich punktuelle Frühwarnungen wahrzunehmen und zu erfassen.

156 So aber wohl *Lück*, DB 1998, 8 f.; *ders.*, DB 1998, 1925; *ders.*, Internes Überwachungssystem (IUS) – Die Pflicht zur Einrichtung und zur Prüfung eines Internen Überwachungssystems durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), Wirtschaftsprüferkammer Mitteilungen, 1998, 182 ff.; *derselbe*, DB 2000, 1473; *Zunk*, FB 2000, 754 ff.; *Schmidbauer*, DB 2000, 153; *Wolf/Runzheimer*, Risikomanagement und KonTraG, 3. Aufl. 2001, S. 25 ff.; *Wolff*, DSTR 2002, 1729; *Polanz*, DB 1999, 393; *Preußner/Becker*, NZG 2002, 846, 848; *Endres*, ZHR 163 (1999) 441, 451.

157 Wie hier OLG Celle, Urt. v. 28.05.2008 – 9 U 184/07, AG 2008, 711; *Emmerich*, Zbf 1999, 1075, 1079; *Hommelhoff/Mattheus*, in: *Dörner* u. a. (Hrsg.), Praxis des Risikomanagements, 2000, S. 11 f.; *Lachnit/Müller*, in: Festschrift Strobel, 2001, S. 363, 367; *Pahlke*, NJW 2002, 1680, 1684; *Seibert*, in: Festschrift Bezzenberger, 2000, S. 427, 437; *Zimmer/Sonneborn*, in: *Lange/Wall* (Hrsg.), Risikomanagement nach dem KonTraG, 2001, § 1 Rn. 158; *Kindler/Pahlke*, in: *Lange/Wall* (Hrsg.), Risikomanagement nach dem KonTraG, 2001, § 1 Rn. 195, 201; ähnlich *Schäfer*, Das Überwachungssystem nach § 91 Abs. 2 AktG unter Berücksichtigung der besonderen Pflichten des Vorstands, 2001, S. 70 ff.; *Spindler*, in: MünchKomm AktG, Band 2, 4. Aufl. 2014, § 91 Rn. 28; *Fleischer*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, 2. Aufl. 2010, § 91 Rn. 35; *Kort*, in: Groß-Komm AktG, 4. Aufl. 2006, § 91 Rn. 51; *Krieger/Sailer-Coceani*, in: *Schmidt/Lutter*, 4. Aufl. 2020, § 91 Rn. 14; *Baums*, ZGR 2011, 218, 272; *Dreher*, in: Festschrift Hüffer, 2010, S. 161, 162; *Immenga*, in: Festschrift Schwark, 2009, S. 199, 201; a. M. *Lohse*, Unternehmerisches Ermessen, 2005, 427 ff.

158 *Hüffer/Koch*, 14. Aufl., 2020, § 91 Rn. 9; *Mertens*, AG 1997, Sonderheft August, 70 f.

159 Dazu *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten: Zivilrechtliche und öffentlich-rechtliche Regelungskonzepte, 2001, S. 462 ff.

160 *Spindler*, in: MünchKomm AktG, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 33 m. w. N.; *Bunting*, ZIP 2012, 357.

Dritter Teil: Risikomanagement

- 251 Auf der anderen Seite müssen Vorstände im Sinne des § 91 II AktG handeln, wollen sie nicht den Vorwurf riskieren, die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters verletzt zu haben (§ 93 I AktG). Daraus folgt zunächst einmal die Verpflichtung des Vorstandes, den Markt für Überwachungssysteme zur Früherkennung von den Fortbestand der Gesellschaft gefährdenden Entwicklungen permanent zu beobachten und innerhalb des eigenen Unternehmens ein **Diskussionsforum** zu schaffen, mit dessen Hilfe unternehmensinterne und unternehmensexterne Erfahrungen mit der Praktizierung solcher Systeme ausgetauscht werden können. Dabei ist die Frage zu untersuchen, ob die Einführung eines neuen Systems oder die Veränderung des praktizierten Systems aus der Perspektive der Anforderungen von § 91 II AktG geboten ist. Ein solcher unternehmensinterner Kommunikationsprozess hat dafür zu sorgen, dass die beteiligten Abteilungen offen und vorbehaltlos miteinander kommunizieren und der Vorstand in den Kommunikationsprozess angemessen eingebunden ist. Zu beteiligen sind alle Abteilungen und Personen, die etwas mit Risikocontrolling, interner Revision und Risikomanagement zu tun haben. Als Diskussionsforum sollte deshalb ein Risikoausschuss gebildet werden.
- 252 Die bisher noch spärliche Rechtsprechung verlangt vom Vorstand eines Versicherungsunternehmens die Einrichtung eines Überwachungssystems, das über geeignete Instrumentarien zur Steuerung, Überwachung und Kontrolle der Risiken nebst einem internen Kontrollverfahren verfügt und anhand dessen sich die finanzielle Lage des Unternehmens jederzeit mit hinreichender Genauigkeit bestimmen lässt.¹⁶¹ Alle Mitglieder eines Vorstands sind für Fehlentwicklungen in dieser Hinsicht verantwortlich. Die Einhaltung des Legalitätsprinzip und demgemäß die Einrichtung eines funktionierenden Compliance-Systems gehört zur Gesamtverantwortung des Vorstands.¹⁶² Das Gesetz statuiert eine Pflicht der Vorstandsmitglieder zur Informationsbeschaffung; sie haben alle ihnen zur Verfügung stehenden Erkenntnisquellen auszuschöpfen.¹⁶³ Dabei nimmt die Geschäftsleitung ihre Leistungsverantwortung sowohl durch Handeln als auch durch Unterlassen wahr.¹⁶⁴
- 253 Entscheidend ist, welchen Spielraum die Geschäftsleitung hat, sich angemessen zu informieren. Schon früh das der BGH die Geschäftsleitung verpflichtet, sich angemessenen Rechtsrat einzuholen.¹⁶⁵ Sehr ähnlich hat zehn Jahre später das

161 VG Frankfurt a. M., Urt. v. 08.07.2004 – 1 E 7363/03, VersR 2005, 57; dazu kritisch Dreher, ZGR 2010, 496, 531.

162 LG München I, Urt. v. 10.12.2013 – 5 HKO 1387/10, ZIP 2014, 570; dazu Flick, GWR 2014, 151; übergreifend Mösllein, Grenzen unternehmerischer Leitungsmacht im marktoffenen Verband, 2007, zu den Rechtspflichten der Geschäftsleitung ab S. 128 m. w. N.

163 OLG Düsseldorf, Urt. v. 09.12.2009 – I-6 W 45/49, ZIP 2010, 28 Rn. 44.

164 Mäsch, Chance und Schaden 2004, 241 ff.; Rack, CB-Test: Die häufigsten Fehler der Unternehmensorganisation – das Unterlassen organisatorischer Maßnahmen, CB 2014, 104; Schwintowski, Die Pflicht zur chancen- und risikobasierten Geschäftsführung am Beispiel von Krankenhäusern, CB 2016, 156, 158 f.

165 BGH, Urt. v. 14.02.1985 – IX ZR 145/83, WM 1985, 552.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

OLG Hamm entschieden.¹⁶⁶ Auch im *ARAG-Fall* hat der BGH eine sorgfältige Informationsbeschaffung im Unternehmensinteresse angenommen.¹⁶⁷ In der Literatur wird (zutreffend) darauf hingewiesen, dass Entscheidungen der Geschäftsleitung ohne nachvollziehbare Informationsgrundlage nach heutigem Recht nicht unbeanstandet bleiben können.¹⁶⁸ Denkbar ist, dass die Geschäftsleitung darauf hinweist, die für unabdingbar gehaltene Information sei objektiv nicht verfügbar gewesen.¹⁶⁹ Maßnahmen, die das Gesellschaftsvermögen ohne erkennbaren Vorteil für die Gesellschaft schmälern, sind vom unternehmerischen Ermessen nicht mehr gedeckt.¹⁷⁰ Konkret ging es um die rechtsgrundlose Zahlung einer Geschäftsleitervergütung¹⁷¹ oder um eine überteuerte Rechtsberatung durch einen Referendar.¹⁷² Auch die Ausstellung eines Gefälligkeitswechsels für ein Aufsichtsratsmitglied war vom unternehmerischen Ermessen nicht mehr gedeckt.¹⁷³ Die Vergabe eines Kredits ohne ausreichende Insolvenzprüfung wurde gerügt.¹⁷⁴ Bei Spekulationsgeschäften sind die Grenzen überschritten, wenn Verlustrisiken und Gewinnchancen außer jedem Verhältnis stehen.¹⁷⁵ Ein Leasing-Vertrag ist sittenwidrig, wenn das Entgelt den Kaufpreis der Ware um mehr als das Dreifache übersteigt.¹⁷⁶

Das Risikoüberwachungssystem muss letztlich dafür sorgen, dass einzelne operative Prozesse im Unternehmen, so wie eben angedeutet, im Vorfeld eines entstehenden Schadens kontrolliert und überprüft werden. Das Gleiche gilt für das Verpassen von Geschäftschancen mit der Folge, dass die Werthaltigkeit des Unternehmens durch das Unterlassen sinkt – das heißt, dass sich die Gesamtbilanz zwischen Chancen und Risiken zum Nachteil des Unternehmens verändert, sodass die den Fortbestand des Unternehmens gefährdende Entwicklungen eher eintreten können. Das heißt, die Geschäftsleitung hat auch die Pflicht, Chancen zur Erreichung der Unternehmensziele nach besten Kräften zu ergreifen und zu fördern.¹⁷⁷ Die Tatsache, dass eine verlorene Chance einen Schaden darstellt, wenn und soweit ihr Schutz Gegenstand einer gesetzlichen Verpflichtung war, qualifiziert diese ohne Weiteres für einen Schadensersatzanspruch.¹⁷⁸

254

166 OLG Hamm, Urt. v. 10. 05. 1995 – 8 U 59/94, ZIP 1995, 1263, 1269.

167 BGH, Urt. v. 21. 04. 1997 – II ZR 175/95, BGHZ 135, 244.

168 *Möslein*, Grenzen unternehmerischer Leitungsmacht im marktoffenen Verband, 2007, zu den Rechtspflichten der Geschäftsleitung, S. 135; *Hauschka*, ZRP 2004, 65, 67; *Thümmel*, DB 2004, 471, 472.

169 So *Gehb/Heckelmann*, ZRP 2005, 145, 146; *Koch/Dinkel*, NZG 2004, 441, 444.

170 *Fleischer*, FS-Wiedemann 2002, 827, 845; *Päffgen*, AG 2004, 245; *Roth*, M., Unternehmerisches Ermessen, 2001, 108–111 und 119–131; *Möslein*, Grenzen unternehmerischer Leitungsmacht im marktoffenen Verband, 2007, zu den Rechtspflichten der Geschäftsleitung, S. 170.

171 OLG München, Urt. v. 12. 11. 1990 – 31 U 1675/90, DStR 1991, 1291.

172 BGH, Urt. v. 09. 12. 1996 – II ZR 240/95, NJW 1997, 741.

173 BGH, Urt. v. 21. 12. 1979 – II ZR 244/78, NJW 1980, 1629.

174 BGH, Urt. v. 16. 02. 1981 – II ZR 49/80, WM 1981, 440, 441.

175 BGH, Urt. v. 05. 10. 1992 – II ZR 172/91, BGHZ 119, 305, 333.

176 BGH, Urt. v. 13. 07. 1998 – II ZR 131/97, NZG 1998, 726, 727.

177 *Mäsch*, Chance und Schaden, 2004, 425 ff.; *Schwintowski*, CB 2016, 156, 158 f.

178 *Mäsch*, Chance und Schaden, 2004, 425.

Dritter Teil: Risikomanagement

In diesen Fällen geht es um Geldersatz (§ 251 Abs. 1 BGB), da der Ersatz einer Chance in natura nicht möglich ist.¹⁷⁹

- 255 Bei ressortmäßiger Aufteilung haben die nicht zuständigen Vorstandsmitglieder abgestufte Überwachungspflichten. Sie müssen dafür sorgen, dass die zuständigen Vorstandsmitglieder ihren Pflichten nachkommen. Die gegenseitige Kontrolle der Entscheidungsträger in wichtigen Angelegenheiten ist gerade auch Sinn und Zweck eines mehrköpfigen Führungsorgans.¹⁸⁰ Das bedeutet, dass alle Mitglieder des Vorstands am **Kommunikationsprozess** über die Einrichtung und Weiterentwicklung des geeigneten Überwachungssystems im Unternehmen einzubinden sind, und zwar entsprechend ihrer Ressortverantwortlichkeit in abgestufter, aber sachlich angemessener und nachvollziehbarer Art und Weise.¹⁸¹
- 256 Darüber hinaus ist ein **Controllingkonzept** Bestandteil der Ordnungsmäßigkeit der Geschäftsführung nach § 91 II AktG.¹⁸² Nach § 25a I Nr. 1 KWG, der bei der Auslegung des § 91 II AktG herangezogen werden kann¹⁸³, ist das Controllingkonzept in ein Risikomanagement- und Risikokontrollsyste einzubetten. Fehlen geeignete Maßnahmen zum Risikomanagement, so ist dies ein wichtiger Grund zur fristlosen Kündigung eines Vorstandsmitglieds.¹⁸⁴ Die Verweigerung der Entlastung des Vorstandes ist rechtmäßig, wenn der Wirtschaftsprüfer darauf hingewiesen hatte, dass die in § 317 IV AktG vorgesehene Systemprüfung mangels Dokumentation nicht möglich war.¹⁸⁵ Darüber hinaus trifft den Steuerberater bei Krisenanzeichen eine Hinweis- und Warnpflicht, insbesondere dann, wenn der Steuerberater Anzeichen dafür vorfindet, die darauf hinweisen, dass das Unternehmen auf Dauer nicht fortgeführt werden kann.¹⁸⁶ Verletzt der Steuerberater diese Warnpflicht, so kann er persönlich auf Schadensersatz in Anspruch genommen werden.¹⁸⁷
- 257 Zu einem geeigneten und angemessenen Überwachungssystem im Sinne des § 91 II AktG gehört hiernach ein **Risikomanagementsystem**, ein **Risikocontrolling**, eine **interne Revision** und ein **Risikoausschuss**, der die Kommunikation zwischen allen betroffenen Abteilungen und Personen einschließlich des Vorstandes koordiniert. Der Begriff **internes Risikomanagementsystem**, wie er in § 107 III 2 AktG und in § 289 V HGB verwendet wird, meint diese Bestandteile des angemessenen Überwachungssystems i. S. des § 91 II AktG. Es gäbe keinen

179 Mäsch, Chance und Schaden, 2004, 425.

180 VG Frankfurt a. M., Urt. v. 08.07.2004 – 1 E 7363/03, VersR 2005, 57.

181 Pietzke, CCZ 2010, 45, 47 ff.

182 VG Frankfurt a. M., Urt. v. 08.07.2004 – 1 E 7363/03, VersR 2005, 57.

183 VG Frankfurt a. M., Urt. v. 08.07.2004 – 1 E 7363/03, VersR 2005, 57.

184 LG Berlin, Urt. v. 03.07.2002 – 2 O 358/01, AG 2002, 682; materiell bestätigt durch KG Berlin, Urt. v. 27.09.2004 – 2 U 191/02, AG 2005, 205 Rn. 84 ff.; zur Entscheidung des LG Berlin: Preußner/Zimmermann, AG 2002, 657; Bihl/Kalinowsky, DStR 2008, 620, 62 ff.

185 LG München I, Urt. v. 05.04.2007 – 5 HK O 15964/06, BB 2007, 2170.

186 BGH, Urt. v. 26.01.2017 – IX ZR 285/14.

187 BGH, Urt. v. 26.01.2017 – IX ZR 285/14.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

Sinn, dass sich der Prüfungsausschuss, den der Aufsichtsrat bestellt, zwar mit der Überwachung des internen Risikomanagementsystems, nicht aber mit dem Risikocontrolling, der internen Revision und dem Risikoausschuss befassen darf. Hieran wird deutlich, dass der Gesetzgeber eine funktionale Identität zwischen § 91 II AktG und § 107 III 2 AktG herstellen wollte.

Das **Risikomanagementsystem** muss im Ergebnis geeignet sein, den Vorstand so früh über den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen zu informieren, dass angemessen gegengesteuert werden kann. Wie dies im Einzelfall geschieht, wird von § 91 II AktG ausdrücklich offengelassen. Die EU geht jedenfalls davon aus, dass Frühwarnsysteme „auf dem neuesten Stand befindliche IT-Technologien nutzen können“.¹⁸⁸ Die Suche und die Weiterentwicklung von unternehmensspezifisch geeigneten Überwachungssystemen ist folglich originäre Vorstandsaufgabe. Hauptaufgaben einer zentralen Risikomanagementeinheit sind:

- Koordination des Risikomanagementprozesses (oder auch Prozesseigner-schaft für Risikomanagementprozess)
- Berichterstattung an den Vorstand und Dokumentation
- Risikoüberwachung (operative Einheiten sind zuständig)
- Limitkontrolle
- Risikoaggregation
- Erarbeiten von Risikokennzahlen (VaR)
- Erfahrungsbasierte Weiterentwicklung des Risikomanagementsystems.¹⁸⁹

Entsprechend definiert der Deutsche Rechnungslegungsstandard Nr. 5¹⁹⁰:

259

„Risikomanagement ist ein nachvollziehbares, alle Unternehmensaktivitäten umfassendes System, das auf Basis einer definierten Risikostrategie ein systematisches und permanentes Vorgehen mit folgenden Elementen umfasst: Identifikation, Analyse, Bewertung, Steuerung, Dokumentation und Kommunikation von Risiken sowie die Überwachung dieser Risiken. Risikomanagement muss integraler Bestandteil der Geschäftsprozesse sowie der Planungs- und Kontrollprozesse sein. Es sollte mit vorhandenen Managementsystemen verknüpft und insbesondere unterstützt werden durch die Unternehmensplanung, das Controlling und die interne Revision“.

Hiervon ausgehend lassen sich Schritte des Risikomanagementprozesses beschreiben¹⁹¹:

260

- **Risikoidentifikation**
- **Risikoanalyse**

¹⁸⁸ Art. 3 Abs. I RiLi (EU) 2019/1023 v. 20.06.2019 ABl L 172/18 v. 26.06.2019, S. 39.

¹⁸⁹ Vgl. vertiefend *Scholz/Schuler* in diesem Handbuch, Dritter Teil, A. II., dort Rn. 11 ff.

¹⁹⁰ Verabschiedung der geänderten Fassung durch den DSR am 05.01.2010, Bekannt-machung der deutschsprachigen Fassung gemäß § 342 II HGB durch das BMJ am 18.02.2010.

¹⁹¹ Vertiefend *Scholz/Schuler* in diesem Handbuch, Dritter Teil, A. IV. 1., dort Rn. 52 ff.

Dritter Teil: Risikomanagement

- **Risikobewertung**
- **Risikobewältigung**
- **Risikokonsolidierung und -aggregation**
- **Risikoüberwachung und Berichterstattung**
- **Dokumentation.**

- 261 **Rechtlich verbindliche Anforderungen an das Risikocontrolling** enthält § 91 II AktG ebenso wenig wie das HGB. Auch hier geht es darum, dass der Vorstand ein System etabliert, das für sein Unternehmen risikoadäquat ist, also dafür sorgt, den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen so früh zu erkennen, dass der Vorstand noch angemessen gegensteuern kann. Das Risikocontrolling als Teil des Risikomanagementsystems berichtet unabhängig von den handelnden operativen Einheiten über den aktuellen Wert der **Marktpositionen** und die **Markt- und Kreditrisiken** sowie über die damit verbundene Überwachung der **Limite**. Darüber hinaus verantwortet das Risikocontrolling die Prüfung komplexer Markt- und Risikomodelle. Es soll die Unternehmensleitung davor schützen, eine falsche, speziell zu günstige Darstellung der Unternehmenslage zu erhalten. Ein gut funktionierendes Risikocontrolling nimmt der Geschäftsführung nicht die Geschäftsverantwortung, verhindert jedoch den Vorwurf des Organisationsversagens.¹⁹²
- 261a Wie schwierig die rechtlich zutreffende Erkennung von Risiken ist, zeigt ein Urteil des BGH vom 09.06.2016¹⁹³ Mit diesem Urteil entschied der BGH, dass die standardisierten Netting-Klauseln in Energielieferverträgen in Widerspruch zu zwingenden gesetzlichen Vorgaben in § 104 InsO standen und daher unwirksam seien.¹⁹⁴ Infolge dieses Urteils wurde § 104 InsO mit Wirkung 29.12.2016 novelliert. Nach § 104 IV InsO sind vertragliche Close-out Netting-Vereinbarungen nun ausdrücklich zulässig.¹⁹⁵ Damit hat der Gesetzgeber den Zustand anerkannt, der vor dem Urteil des BGH die Praxis bestimmt hatte. Zugleich zeigt das Urteil, welche Risiken in rechtlichen Klauseln typischer Energiehandelsverträge angelegt sein können.¹⁹⁶
- 262 Wenn gleich die MaRisk für Energiehandelshäuser – sofern nicht Finanzinstrumente für eigene Rechnung angeschafft oder veräußert werden (§ 32 Ia KWG) – rechtlich nicht bindend ist, so enthält sie doch das **kondensierte Erfahrungswissen im Umgang mit unternehmerischen Risiken** und gilt deshalb als **State of the Art** für das Risikocontrolling. Auch hier ist der einschränkende Hinweis wichtig, dass aus § 91 II AktG nicht die Rechtspflicht folgt, Risikocontrolling nach MaRisk zu betreiben. Es spricht allerdings umgekehrt eine Vermutung dafür, dass ein Vorstand den Anforderungen des § 91 II AktG in der Regel dann

192 Scholz/Schuler in diesem Handbuch, Dritter Teil A. V. 2., dort Rn. 82 ff.

193 BGH, Urt. v. 09.06.2016 – IX ZR 314/14, NJW 2016, 2328.

194 Vertiefend Fried, in diesem Band B VII 3.

195 Begründung in BR-Drucks. 548/16, S. 11.

196 Hierzu übergreifend j. Riewe, Die EFET-Rahmenverträge für den Handel mit Strom und Erdgas, EWeRK-Schriftenreihe, Band 55, 2015.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

genügt, wenn er Risikocontrolling angelehnt an die Maßstäbe der MaRisk betreibt.

Gemeint sind die Verhaltensstandards, die von der BaFin in diesen Mindestanforderungen festgelegt wurden.¹⁹⁷ Zu diesen Verhaltensstandards zählen nicht die Anforderungen, die das Aufsichtsrecht zur Unterlegung der Risiken mit **Eigenkapital** stellt¹⁹⁸. Grundsätzlich ist es richtig, zwischen den Eigenkapitalanforderungen an Energiehändler für Dritte und solchen, die bloße Eigengeschäfte betreiben, zu differenzieren. Energiehandelsunternehmen, die den **Handel für Andere** betreiben und folglich der Erlaubnis nach § 32 I KWG bedürfen, müssen grundsätzlich die **Markt- und Adressenausfallrisiken** für alle Bilanzaktiva und außerbilanziellen Geschäfte mit **Eigenkapital** unterlegen. Die Einzelheiten ergeben sich aus der SolvV. Ergänzend legt die GroMiKV fest, wie Kredite bei Großkreditanzeigen zu berechnen sind. Für **lizenzierte Energiehandelsunternehmen** sah § 64h VI und VII KWG bis „längstens“ zum 31.12.2014 Ausnahmeverordnungen hinsichtlich der Anwendung der Regelungen der SolvV und der GroMiKV vor. Bis dahin sollen die für den Energiehandel notwendigen Spezialregelungen in das Gesetz aufgenommen werden.

Dies galt auch für Energiehandelsunternehmen, die neben den nach § 32 I KWG erlaubnispflichtigen Geschäften auch die Versorgung von Letztabbrauchern mit Energie betreiben. Diesen Unternehmen hat die BaFin gewisse Erleichterungen verschafft, wohl auch, um die Ausgründung von selbständigen, Trading-Tochterunternehmen nicht geradezu zu erzwingen. Die Unternehmen konnten auf Antrag für Geschäftsbereiche, die in der Gesamtschau des Unternehmens keine nennenswerten Marktpreis- und Ausfallrisiken beinhalteten, unter bestimmten Voraussetzungen **von der Anwendung der SolvV und der GroMiKV nach §§ 20c, 64h (bis spätestens 31.12.2014) freigestellt** werden.

Diese Einschränkungen gelten für Unternehmen, die echte Eigengeschäfte betreiben, nicht, da auf sie das KWG keine Anwendung findet. Allerdings hat der Vorstand im Rahmen des nach § 91 II AktG einzurichtenden Überwachungssystems dafür zu sorgen, dass bestandsgefährdende Entwicklungen so früh erkannt werden, dass ein Gegensteuern möglich bleibt. Daraus folgt, dass ein Vorstand **bestandsgefährdende Risiken** nicht eingehen darf, wobei es gleichgültig ist, ob das Einzelrisiko den Bestand des Unternehmens gefährdet, oder ob die Summe aller addierten Einzelrisiken ein vergleichbares Gefährdungspotential beinhaltet.¹⁹⁹ Auf diese Weise führt ein ordnungsgemäß praktiziertes Überwachungssystem nach § 91 II AktG zu einer ähnlichen Bestandssicherung, wie es eine Eigenkapitalunterlegung erreicht, immer vorausgesetzt, dass der systemimma-

263

264

265

197 Zu den Einzelheiten vgl. *Scholz/Schuler* in diesem Handbuch, Dritter Teil, A. V., dort Rn. 74 ff.

198 *Wagner/Zenke*, ET 2003, 714 ff.; *Zenke/König/Wagner*, ET 2005, 32 ff; *Zenke/Schäfer*, Energiehandel in Europa, 4. Aufl. 2018, S. 238 ff.

199 Zur Frage, ob auch abstrakte Bestandsgefährdungen von § 91 II AktG gemeint sind: *Redeke*, ZIP 2010, 159 ff.

Dritter Teil: Risikomanagement

nente praktizierte Value-at-Risk (VaR)²⁰⁰ oder für den Strommarkt weiterentwickelte Risikokennzahlen (z. B. PaR, IEaR) ebenso wie die angewendeten Stressszenarien realitätsnah und somit risikoangemessen praktiziert werden. Entscheidend ist aus der Perspektive des Fortbestandsrisikos, ob auch für den Fall von Extrem- und Katastrophenrisiken ausreichend Deckungsmittel vorliegen, um das gewählte Geschäftsmodell risikoadäquat betreiben zu können.²⁰¹

- 266 Auch in kleinen EVU, die einen eigenen Handel betreiben, sind die Anforderungen an das Risikocontrolling wegen der damit verbundenen Gefahren und Risiken für das Unternehmen strukturell gleich. In jedem Fall muss gesichert sein, dass die Person, die die Geschäftsabschlüsse tätigt, nicht zugleich als Risikocontroller tätig ist (**Funktionstrennung**).
- 267 Ein System zur Überwachung und Früherkennung von den Fortbestand der Gesellschaft gefährdenden Entwicklungen kann nicht praktiziert werden, wenn der Vorstand keine **Verlustobergrenzen** vorgibt. Die Entwicklung eines **Limit-systems** ist somit eine der Kernaufgaben des Vorstands nach § 91 II AktG. Aus der Vorgabe der Limits ergeben sich zugleich die möglichen Verluste in einem bestimmten Zeitraum, sodass sich bestandsgefährdende Entwicklungen frühzeitig prognostizieren lassen. Der Vorstand vergibt die Gesamtlimite für die einzelnen Geschäftsfelder. Dazu gehört insbesondere das Limit für das geforderte Mindestergebnis bzw. die Verlustobergrenze.²⁰²
- 268 Die Geschäftsleitung hat sich abhängig von Art, Umfang, Komplexität und Risikogehalt der Geschäftsaktivitäten in angemessenen Abständen über die Risikosituation und die Ergebnisse der Szenariobetrachtungen berichten zu lassen. Die **Risikoberichterstattung** ist in nachvollziehbarer, aussagefähiger Art und Weise zu verfassen. Sie hat neben einer Darstellung auch eine Beurteilung der Risikosituation zu enthalten. In die Risikoberichterstattung sind bei Bedarf auch Handlungsvorschläge, zum Beispiel zur Risikoreduzierung, aufzunehmen. Unter Risikogesichtspunkten wesentliche Informationen sind unverzüglich an die Geschäftsleitung, die zuständigen Entscheidungsträger und gegebenenfalls die interne Revision weiterzuleiten, sodass geeignete Maßnahmen bzw. Prüfungshandlungen frühzeitig eingeleitet werden können.²⁰³
- 269 Value-at-Risk ist die mittlerweile weit verbreitete Methode, das Marktpreisrisiko – auch im Energiemarkt – zu bestimmen. Daneben gibt es im Strommarkt IEaR (zusätzliche Risiken aus Lieferung und Volumenschwankungen werden berücksichtigt) oder Conditional VaR (Vorteil: der gesamte Rand der Verteilung wird berücksichtigt). Der Value-at-Risk drückt aus, mit welcher Wahrscheinlichkeit während eines vorab festgelegten Zeitintervalls mit einem oder mehreren Finanzinstrumenten nicht überschritten wird; grundlegend *Jorion, Value at Risk: The New Benchmark for Controlling Market Risk*, 1997, S. 19; man kann mit Hilfe des VaR Risiken klein rechnen, so *Schulte*, in: *Börsenzeitung* 15.05.2012, S. 6.

200 Unter dem VaR versteht man denjenigen Verlust, der mit einer vorgegebenen Wahrscheinlichkeit während eines vorab festgelegten Zeitintervalls mit einem oder mehreren Finanzinstrumenten nicht überschritten wird; grundlegend *Jorion, Value at Risk: The New Benchmark for Controlling Market Risk*, 1997, S. 19; man kann mit Hilfe des VaR Risiken klein rechnen, so *Schulte*, in: *Börsenzeitung* 15.05.2012, S. 6.

201 Vgl. die interessante empirische Studie von *Kriete/Padberg*, VW 2004, 153, 158.

202 *Scholz/Schuler* in diesem Handbuch, Dritter Teil, A. VI. 1., dort Rn. 109 ff.

203 Rundschreiben 11/2010 der BaFin vom 15.12.2010 (MaRisk), AT 4.3.2.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

lichkeit (Konfidenzniveau) ein bestimmter Verlust in einer bestimmten zeitlichen Periode nicht überschritten wird. Dieser Verlust stellt den VaR dar.²⁰⁴ Für die Ermittlung des VaR spielen drei Faktoren eine wesentliche Rolle: das gewählte **Konfidenzniveau**, die gewählte **Haltedauer** und die geschätzte **Verteilung** der relativen Änderungen des Marktwertes des Portfolios. Für Letzteres wiederum ist die geschätzte Verteilung der relativen Änderungen der Marktparameter ausschlaggebend. Gemeint sind Brennstoffpreise, die Preise der verschiedenen Stromprodukte, der Preis der Fernwärme, regulatorische Risiken (wie etwa die Folgen der „Energiewende“, der Ausstieg aus der Kohle, der Ersatz von Stein- und Braunkohle durch Pellets oder grüner Kohle, die Zinsen und die Wechselkursverhältnisse sowie deren gegenseitige Abhängigkeiten).²⁰⁵

Jeder VaR beruht auf einer vergangenheitsbasierten Wahrscheinlichkeitsrechnung. Die daraus resultierenden Unsicherheiten haben ihren Niederschlag in verschiedenen mathematischen Modellen gefunden (analytische VaR-Bestimmung, historische Simulation, Monte-Carlo-Simulation).²⁰⁶ Das eigentlich Neue dieses Ansatzes ist, unterschiedliche Risikoarten, wie Marktpreis-, Zinsänderungs- und Währungsrisiken mit einer einheitlichen Messvorschrift zu erfassen.²⁰⁷ Beträgt der VaR bei einem Konfidenzniveau von 90 % beispielsweise 200 Mio. EUR, bei 95 % aber 500 Mio. EUR, so ist die Ermittlung des 90 %-VaR allein nicht ausreichend.²⁰⁸ Praktisch bedeutet dies nämlich, dass in 10 % der Fälle ein Verlust in Höhe von 200 Mio. EUR erreicht wird, in 5 % der Fälle aber ein sehr viel größerer Verlust von über 500 Mio. EUR.

270

Im Rahmen des Geschäftsmodells sollte deshalb eine Ermittlung mehrerer unterschiedlicher Szenarien durchgeführt werden. Im Handelsbereich ist hierfür die Ermittlung eines täglichen VaR in Abhängigkeit der tatsächlichen Wertentwicklungen hilfreich.²⁰⁹ Durch den Vergleich der Wertentwicklung (bei während der Haltedauer eingefrorenem Portfolio) mit dem ausgewiesenen VaR kann festgestellt werden, ob die im VaR enthaltene wahrscheinlichkeitsbasierte Risikoaussage tatsächlich verifiziert werden kann (bzw. falsifiziert werden muss). Auf diese Weise kann die Güte des VaR-Modells überprüft werden. Ein solcher täglicher Vergleich der Modellberechnungen gegenüber den wirklichen Entwicklungen findet auch im Bereich der Banken statt (§ 318 SolV a.F.,

271

204 Scholz/Schuler in diesem Handbuch, Dritter Teil, A. VI. 3. a) bb), dort Rn. 158 ff.

205 Scholz/Schuler in diesem Handbuch, Dritter Teil, A. VI. 3. a) bb), dort Rn. 160.

206 Vertiefend Scholz/Schuler in diesem Handbuch, Dritter Teil, A. VI. 3. a) bb), dort Rn. 161 ff.

207 Lucarcek-Junge, Risikomessung in Portefeuilles mit Derivaten, in: Oehler (Hrsg.), Credit Risk und Value-at-Risk-Alternativen, 1998, S. 205.

208 Hinzu kommt beim Strom, dass die Preise nicht normal verteilt sind, sondern sogenannte Fat Tails aufweisen, was bei vielen in der Praxis verwendeten VaR-Modellen nicht berücksichtigt wird und was den hier beschriebenen Effekt noch verstärken kann.

209 Krite/Padberg, VW 2004, 153, 154.

Dritter Teil: Risikomanagement

Art. 366 CRR: Backtesting).²¹⁰ In der Praxis werden täglich die Produkte gelistet und ausgewertet – auf diese Weise entsteht eine Tageskurve, an der man erkennen kann, wie sich der Preis bildet.

- 272 Diese empirischen Zahlen reichen in der Regel aber nicht aus, um statistisch valide Aussagen machen zu können. Aus diesem Grund praktiziert man in der Praxis ein **Näherungsverfahren**²¹¹: Man legt an die Daten des jeweiligen Tages die Gauß'sche Normalverteilungskurve an, und zwar gewöhnlich in drei Schritten. Bei Schritt eins nimmt man den linken Rand der Tageskurve und sucht den größten Näherungswert an die Gauß'sche Normalverteilung. Bei Schritt zwei rückt man die Gauß'sche Kurve ein Stück nach rechts – d.h. der Mittelwert verschiebt sich leicht – und sucht nun den Punkt, an dem sich die Tageskurve sehr ähnlich derjenigen verhält, die normalverteilt ist. Bei Schritt 3 verschiebt man die Mittelachse erneut ein wenig nach rechts und legt nunmehr an den rechten Teil der Tageskurve den Teil der Gauß'sche Normalverteilung an, der der Tageskurve am nächsten kommt. Auf diese Weise entsteht eine gerundete Kurve, die allerdings nicht normalverteilt ist, sondern sich der tatsächlichen Tageskurve nur annähert.
- 273 Die Preisentwicklung bei Energie verläuft nicht nach der **Gauß'schen Normalverteilung**. Es gibt insbesondere keine Annäherung an einen Mittelwert – vielmehr sind die Ausschläge nach rechts und links oft sehr stark (**fat tails**), d. h. in vielen Fällen entsprechen die empirischen Daten der Mandelbrot'schen Fraktalverteilung.²¹² In einem letzten Schritt wird ein **Backtesting** gemacht, d.h. es wird rückschauend betrachtet, wie sich die empirisch erhobenen Tagesdaten über einen bestimmten definierten Zeitraum aufsummieren, so dass man zeigen kann, ob das Tagesprofil, mit dem man arbeitet, sehr weit vom Durchschnittsprofil des Backtesting entfernt ist oder nicht. Auf diese Weise kann man erneut Annäherungen vornehmen.
- 274 Mit Blick auf die **Haltedauer** kommt es darauf an, ob sie der Geschäftsstrategie angepasst werden kann. Die Anwendung einer eintägigen Haltedauer, die im Regelfall für Handelspositionen verwendet wird, ist nur sachgerecht, wenn in diesem Zeitraum das risikobehaftete Geschäft **glattgestellt** werden kann. Da Strommärkte nicht immer über ausreichend Liquidität verfügen, um auch größere Positionen glattzustellen, können sich dadurch weitere Belastungen ergeben, die dem ermittelten VaR zuzurechnen sind.²¹³

210 Vertiefend *Scholz/Schuler* in diesem Handbuch, Dritter Teil, A. VI. 5. a) bb), dort Rn. 181.

211 Diese Informationen aus der Praxis verdankt der Autor Hinweisen eines Risikomanagers eines großen Energieversorgungsunternehmens.

212 Vertiefend *Taleb*, Der schwarze Schwan, 2007, 279 ff.

213 *Krite/Padberg*, VW 2004, 153, 154, mit einem kritischen Beispiel zur Messung des Preisrisikos der Finanzanlagen der EnBW mit einem Konfidenzniveau von 95 % und zehn Tagen Haltedauer. Die Verfasser bezweifeln, ob die Finanzanlagen wirklich innerhalb der zehn Tage bei negativer Entwicklung veräußert werden könnten und auch werden; RWE-Trading arbeitete im Jahr 2002 mit einem Konfidenzniveau von 95 % bei einer eintägigen Haltedauer.

VII. Überwachungspflichten des Aufsichtsrates

Der **Aufsichtsrat** hat zu kontrollieren, ob der Vorstand die ihm nach § 91 II AktG obliegenden Pflichten zur Einrichtung und Überwachung einer der Früherkennung bestandsgefährdender Entwicklungen dienenden Organisation erfüllt hat.²¹⁴ Bei börsennotierten Aktiengesellschaften (§ 3 II AktG) kann der Aufsichtsrat auf die Beurteilung durch den Abschlussprüfer zurückgreifen (§ 317 IV HGB). Für Aufsichtsräte von Aktiengesellschaften ohne Notierung im amtlichen Handel besteht über § 111 II 3 AktG die Möglichkeit, eine den Anforderungen des § 317 IV HGB entsprechende Prüfung zu verlangen. Als Ausgangspunkt für die Rechtmäßigkeitsprüfung bieten sich die vom Vorstand nach § 90 I AktG gegenüber dem Aufsichtsrat abzugebenden Berichte an. Außerdem kann sich der Aufsichtsrat auf die nach § 289 I HGB in den Lagebericht des Vorstands aufzunehmende Einschätzung der Risiken der künftigen Entwicklung stützen. Erleichtert wird dem Aufsichtsrat diese **Überwachungstätigkeit** dadurch, dass der **Abschlussprüfer** nach den durch das KonTraG neu gefassten Regelungen der §§ 317 II 3, 321 I 2 HGB verpflichtet ist, im Prüfungsbericht auf die Einschätzung des Vorstands bezüglich der Risiken der künftigen Entwicklung einzugehen und hierzu eine Stellungnahme abzugeben.²¹⁵ Darüber hinaus ist der Abschlussprüfer nach § 171 I 2 AktG verpflichtet, dem Aufsichtsrat oder einem Aufsichtsratsausschuss mündlich über die wesentlichen Ergebnisse seiner Prüfung zu berichten.

Seit dem 01.01.2010 kann der Aufsichtsrat einer Kapitalgesellschaft i. S. des § 264d HGB einen Prüfungsausschuss bestellen (audit committee), der sich mit der Überwachung des internen Risikomanagementsystems befasst (§ 107 III S. 2 AktG). Richtet der Aufsichtsrat einen solchen Prüfungsausschuss ein, so muss mindestens ein Mitglied dieses Prüfungsausschusses über Sachverstand auf den Gebieten Rechnungslegung oder Abschlussprüfung verfügen (§ 100 V AktG). Der Aufsichtsrat ist nicht verpflichtet, einen Prüfungsausschuss nach § 107 III S. 2 AktG einzurichten. Tut er es nicht, so muss er dessen Aufgaben selbst wahrnehmen; das heißt, die Regelung in § 107 III S. 2 AktG stellt eine Konkretisierung der Überwachungspflichten des § 111 AktG dar.²¹⁶

Darüber hinaus haben Kapitalgesellschaften i. S. des § 264d HGB im Lagebericht die wesentlichen Merkmale des internen Risikomanagements im Hinblick auf den Rechnungslegungsprozess zu beschreiben (§ 289 V HGB). Gefordert ist nicht eine bestimmte Ausgestaltung eines internen Kontroll- und Risikomanagementsystems, sondern die Beschreibung des Vorhandenen.²¹⁷ Insbesondere sind damit eine Beschreibung des Rechnungslegungsprozesses und der Organi-

214 Pahlke, NJW 2002, 1680, 1684 m. w. N.; Hasselbach, NZG 2012, 41.

215 Begründung zum Regierungsentwurf zu § 321 HGB, BT-Drs. 13/9712, S. 28.

216 Sailer-Coceani, in: Schmidt/Lutter AktG, 4. Aufl. 2020, § 91 Rn. 16.

217 BT-Drs. 344/08, S. 166.

Dritter Teil: Risikomanagement

sations- und Überwachungsstrukturen gemeint.²¹⁸ Auf diese Weise wird eine korrekte Buchführung und Bilanzierung sichergestellt.²¹⁹

- 278 Bei der **Ordnungsmäßigkeitsprüfung** muss sich der Aufsichtsrat davon überzeugen, dass der Vorstand das Unternehmen unter Beachtung betriebswirtschaftlicher Erkenntnisse und Erfahrungen entsprechend seiner Eigenart angemessen organisiert hat.²²⁰ Es geht um die Frage, ob der Vorstand ein den individuellen Bedürfnissen des Unternehmens entsprechendes Überwachungssystem so eingerichtet hat, dass bestandsgefährdenden Entwicklungen frühzeitig entgegengewirkt werden kann. Zu fragen ist jeweils, ob der Vorstand die Grenzen des ihm zugewiesenen Handlungs- und Leitungsermessens eingehalten hat. Inhaltlich gleiche Fragen stellen sich aus der Perspektive der Wirtschaftlichkeit und der Zweckmäßigkeit der Geschäftsführung. Der Aufsichtsrat ist verpflichtet sich Klarheit über die Risiken auch aus Options- und Derivategeschäften zu verschaffen.²²¹ Der Aufsichtsrat ist jedoch nicht berechtigt von einzelnen Vorstandsmitgliedern isoliert Informationen anzufordern.²²² Ein Direktzugriff des Aufsichtsrates auf die Ergebnisse der Internen Revision ohne Einverständnis des Vorstands, kommt allenfalls als ultima ratio in Ausnahmefällen (Unternehmenskrise/Zweckverfehlungen) in Betracht.²²³
- 279 Stellt der Aufsichtsrat **Pflichtverletzungen** fest, so kann er dies beanstanden und seine Überlegungen in die Geschäftsordnung für den Vorstand aufnehmen (§ 77 II AktG). Denkbar ist auch die Begründung von **Zustimmungsvorbehalt**en nach § 111 IV AktG und als ultima ratio die **Abberufung der Vorstandsmitglieder** nach § 84 AktG.
- 280 Für den Fall, dass der Aufsichtsrat der ihm obliegenden Kontrollpflicht gegenüber dem Vorstand nach § 91 II AktG nicht oder nicht hinreichend nachkommt, kommt eine Haftung der Aufsichtsratsmitglieder nach §§ 116, 93 II AktG gegenüber der Gesellschaft in Betracht.²²⁴

VIII. Prüfung durch den Wirtschaftsprüfer

- 281 Nach § 317 IV HGB²²⁵ ist bei börsennotierten Aktiengesellschaften das gem. § 91 II AktG einzurichtende Risikomanagementsystem im Rahmen der Jahresab-

218 *Sailer-Coceani*, in: Schmidt/Lutter AktG, 4. Aufl. 2020, § 91 Rn. 17.

219 *Burwitz*, NZG 2008, 694, 699.

220 *Hüffer/Koch*, AktG, 14. Aufl., 2020, § 111 Rn. 14.

221 OLG Stuttgart, Urt. v. 29. 02. 2012 – 20 U 3/11, BeckRS 2012, 05280; dazu *Selter*, NZG 2012, 660.

222 *Velte*, NZG 2010, 930.

223 *Velte*, NZG 2011, 1401.

224 Vertiefend *Pahlke*, NJW 2002, 1680, 1685; *Claussen/Korth*, in: Festschrift Lutter, 2000, S. 327 ff.; *Gernoth*, DStR 2001, 299 ff.; *Lentfer*, Die Überwachung des Risikomanagementsystems gem. § 91 Abs. 2 AktG durch den Aufsichtsrat, S. 253 ff.; *Hasselbach*, NZG 2012, 41.

225 Vertiefend *Hopt/Merk*, in: Baumbach/Hopt, HGB Komm, § 317 Rn. 9.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

schlussprüfung durch den **Wirtschaftsprüfer** zu prüfen.²²⁶ Die Wirtschaftsprüfer haben einen eigenständigen Standard, nach denen das Risikomanagementsystem zu prüfen ist, entwickelt (IDW PS 340²²⁷). Der Standard ist seither mehrfach redaktionell angepasst worden. Er entfaltete keine Bindungswirkung gegenüber dem Vorstand des Unternehmens, sondern ist als verbandsinterne Verpflichtung an die Wirtschaftsprüfer gerichtet.²²⁸ Zum Entwurf einer Neufassung des Standards vom 15.07.2019 wird unten Stellung genommen.

Fehlt die Dokumentation, so ist die Entlastung des Vorstands anfechtbar.²²⁹ Diese Verpflichtung ist auf alle § 53 Haushaltsgrundsätzgesetz (HGrG) unterliegenden Unternehmen ausgedehnt worden.²³⁰ Darüber hinaus werden in der Praxis freiwillige Prüfungen zunehmend im Interesse von Aufsichtsräten, Konzernmuttergesellschaften sowie Banken durchgeführt. Für diese Prüfungen gelten dieselben Grundsätze wie bei einer Pflichtprüfung. Sie werden Bestandteil der Jahresabschlussprüfung.²³¹ Darüber hinaus hat der **Wirtschaftsprüfer** bei allen Gesellschaften, die einen Lagebericht aufzustellen haben, die Darstellung der Risiken der künftigen Entwicklung im Lagebericht zu prüfen (§ 317 II 2 HGB). Bei Nichteinrichtung oder unzureichender Einrichtung eines Systems nach § 91 II AktG wird eine Berichtspflicht des Wirtschaftsprüfers ausgelöst (§ 321 I 3 HGB). Übergeordnetes Prüfungsziel ist es, dem Aufsichtsrat verbesserte Kontrollmöglichkeiten durch zusätzliche Informationen über die Beschaffenheit des Risikomanagementsystems zu geben.²³² Kapitalgesellschaften i. S. des § 264d HGB haben im Lagebericht die wesentlichen Merkmale des internen Risikomanagementsystems im Hinblick auf den Rechnungslegungsprozess zu beschreiben. Die Einhaltung dieser Grundsätze hat der Wirtschaftsprüfer zu beachten.

Die Prüfung nach § 317 IV HGB ist eine Systemprüfung und keine Geschäftsführungsprüfung.²³³ Auch der Gesetzgeber betonte, dass der **Abschlussprüfer** lediglich ein Urteil darüber abgeben soll, ob die erforderlichen Maßnahmen getroffen und zweckentsprechend sind und ob das Überwachungssystem während des gesamten Zeitraums bestanden hat.²³⁴ Die Frage, ob unter mehreren zur Risikobewältigung geeigneten Maßnahmen die beste ausgesucht wurde, ist nicht Gegenstand der Prüfung.²³⁵ Der durch das BilMoG geänderte § 171 I S. 2

281a

282

226 Bunting, ZIP 2012, 357.

227 V. 25.06.1999, WPg 1999, 658 ff.

228 Spindler, in: MünchKomm AktG, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 37.

229 BGH, Urt. v. 16.02.2009 – II ZR 185/07, ZIP 2009, 460.

230 Siehe hierzu HFA des IDW, IDW PS 720, WPg 2006, 145 ff.

231 Gelhausen, BFuP 1999, 390, 395.

232 Regierungsgrundbegründung BT-Drs. 13/9712, S. 11, 27, 29.

233 Eggemann/Konradt, BB 2000, 503; Spindler, in: MünchKomm AktG, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 34.

234 Regierungsgrundbegründung BT-Drs. 13/9712, S. 27.

235 Spindler, in: MünchKomm AktG, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 37 ff.; so auch die vom IDW ausgearbeiteten Prüfungsgrundsätze, vgl. IDW PS 340, Tz. 6 und 26, FN-IDW 1999, 352, 355, WPg 1999, 658, 661; dazu Böcking/Orth, BFuP 2000, 242, 249; Eggemann/Konradt, BB 2000, 503, 506; Bunting, ZIP 2012, 357; Schüppen, ZIP 2012, 1317.

Dritter Teil: Risikomanagement

AktG sieht allerdings vor, dass der Abschlussprüfer bei prüfpflichtigen Gesellschaften unter anderem „über wesentliche Schwächen des internen Kontroll- und des Risikomanagementsystems bezogen auf den Rechnungslegungsprozess“ zu berichten hat.²³⁶ Dies setzt voraus, dass zuvor eine entsprechende Prüfung und Beurteilung des Systems auf Tauglichkeit stattgefunden hat.²³⁷

- 283 Der Wirtschaftsprüfer hat zu beurteilen, ob das implementierte Risikomanagementsystem seine Aufgaben erfüllen kann und somit den gesetzlichen Anforderungen genügt. Das bedeutet, dass alle wesentlichen Risiken im Unternehmen bzw. Konzern frühzeitig identifiziert, nachvollziehbar bewertet und rechtzeitig kommuniziert werden und darüber hinaus eine angemessene Überwachung des Gesamtsystems sichergestellt ist.²³⁸ Erst dann, wenn es mehrere Systeme gibt, die allesamt nach § 91 II AktG geeignet sind, hat der Wirtschaftsprüfer dies festzustellen und dem Vorstand zu attestieren, dass jedenfalls eines von mehreren geeigneten Systemen gewählt worden ist.
- 284 Die Risikobewertung ist auf Plausibilität und Widerspruchsfreiheit zu prüfen, im Zusammenhang mit dem verwendeten VaR hat der Wirtschaftsprüfer beispielsweise zu untersuchen, ob das gewählte Konfidenzniveau, die gewählte Haltedauer und die geschätzte Verteilung der relativen Änderungen des Marktwertes des Portfolios realitätsnah und plausibel sind.
- 285 Das Ergebnis der Prüfung nach § 317 IV HGB ist gem. § 321 IV HGB in einem besonderen Teil des Prüfungsberichts darzustellen. Bei der Berichterstattung ist zwischen einem funktionsfähigen Risikomanagementsystem und den Fällen abzugrenzen, wo das System Mängel aufweist oder gar der Vorstand keine Maßnahmen zur Einrichtung eines Risikomanagementsystems ergriffen hat. Bei Mängeln sind die Bereiche, in denen Verbesserungsbedarf besteht, zu benennen. Hat der Vorstand keine Maßnahmen ergriffen, so hat der Abschlussprüfer im Rahmen der Redepflicht nach § 321 I 3 HGB im Prüfungsbericht darauf hinzuweisen. Konkrete Verbesserungsvorschläge sind generell nicht Gegenstand der Berichterstattungspflicht nach § 321 IV HGB, sie können auf Wunsch des Auftraggebers zusätzlich in den Prüfungsbericht oder eine Anlage dazu aufgenommen werden, zum Beispiel zur besseren Unterrichtung des Aufsichtsrats.²³⁹
- 286 Nach §§ 289 I, 315 I HGB ist im Lagebericht bzw. Konzernlagebericht neben der Darstellung des Geschäftsverlaufs und der Lage der Gesellschaft bzw. des Konzerns auch explizit auf die Risiken der künftigen Entwicklung einzugehen. Zu unterscheiden ist bei der Risikoberichterstattung im Lagebericht zwischen den bestandsgefährdenden – und den sonstigen Risiken mit wesentlichem Einfluss

236 Sailer-Coceani, in: Schmidt/Lutter, AktG 4. Aufl. 2020, § 91 Rn. 18.

237 Stellungnahme Nr. 38/08 des DAV zum Regierungsentwurf des BilMoG, Rn. 37, abrufbar unter https://www.bundesgerichtshof.de/SharedDocs/Downloads/DE/Bibliothek/Gesetzesmaterialien/16_wp/bilmog/stellung_dav_rege.pdf?__blob=publicationFile&v=1 (letzter Zugriff: 26. 10. 2020).

238 Eggemann/Konradt, BB 2000, 503, 508.

239 Eggemann/Konradt, BB 2000, 503, 508.

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage.²⁴⁰ Die Berichterstattungspflicht umfasst sowohl interne als auch externe Risiken. In Betracht kommen Risiken aus dem externen Umfeld, strategische, operative und finanzielle Risiken. Als Prognosehorizont wird bei bestandsgefährdenden Risiken auf 12 Monate, bei sonstigen Risiken auf 24 Monate abgestellt.²⁴¹ Bei Kapitalgesellschaften i.S. des § 264d HGB sind im Lagebericht die wesentlichen Merkmale des internen Risikomanagementsystems im Hinblick auf den Rechnungslegungsprozess zu beschreiben (§ 289 V HGB).

Nach § 317 II 2 HGB ist gesondert zu prüfen, ob die Risiken der künftigen Entwicklung zutreffend dargestellt sind. Außerdem ist im Bestätigungsvermerk nach § 322 II 3 HGB explizit darauf einzugehen, ob die Risiken der künftigen Entwicklung im Lagebericht zutreffend dargestellt sind. Vor diesem Hintergrund ist zu beurteilen, ob die Aussagen des Vorstands unter Beachtung der zugrunde gelegten Informationen, Prämissen, Szenarien/Sensitivitätsanalysen und Prognosemethoden plausibel und belastbar sind.²⁴² Weist der Wirtschaftsprüfer darauf hin, dass die in § 317 IV AktG vorgesehene Systemprüfung mangels Dokumentation nicht möglich ist, so kann dem Vorstand die Entlastung verweigert werden.²⁴³ In der unterbliebenen Dokumentation des Früherkennungssystems liegt ein wesentlicher Gesetzesverstoß.²⁴⁴ Mit Urteil vom 26.01.2017²⁴⁵ hat der BGH erstmals umfassende Prüfungs- und Hinweispflichten des Steuerberaters, der mit der Erstellung des Jahresabschlusses betraut ist, in der Krise des Unternehmens angenommen. Der BGH stellte klar, dass der Steuerberater sich im Rahmen seines Auftrags auch mit der Frage der Bestandsgefährdung des Unternehmens auseinanderzusetzen habe. Diese Grundsätze gelten **analog** für den Wirtschaftsprüfer. Dies bedeutet, dass ihn bei Krisenzeichen des geprüften Unternehmens eine Hinweis- und Warnpflicht trifft, deren Verletzung zur persönlichen Inanspruchnahme führen kann. Vor diesem Urteil hatte der BGH den Steuerberater nur dann haften lassen, wenn dieser ausdrücklich beauftragt war, die Insolvenzreife des Unternehmens zu prüfen oder darüber zumindest nachzudenken.²⁴⁶

Grundsätzlich kann für Ausgestaltung des Überwachungssystems auf die Grundsätze der Wirtschaftsprüfer (IDW PS 340) zurückgegriffen werden.²⁴⁷ Der Prüfstandard entfaltet allerdings nur eine verbandsinterne Verpflichtung für die Wirtschaftsprüfer, also keine Bindungswirkung gegenüber den Geschäftsleitungen der zu prüfenden Unternehmen. Inzwischen liegt der Entwurf einer Neufassung des IDW Prüfungsstandards 340 vom 15.07.2019 vor. Der Entwurf will der

240 Deutsche Rechnungslegungsstandards (DRS) Nr. 20.

241 Deutsche Rechnungslegungsstandards (DRS) Nr. 20.

242 FA des IDW, IDW PS 350 (Stand: 06.09.2006), WPg 2006, 1293 ff.

243 LG München I, Urt. v. 05.04.2007 – 5 HK O 15964/06, BB 2007, 2170.

244 BGH, Urt. v. 16.02.2009 – II ZR 185/07, ZIP 2009, 460.

245 BGH, Urt. v. 26.01.2017 – IX ZR 285/14.

246 BGH, Urt. v. 07.03.2013 – IX ZR 64/12; BGH, Urt. v. 06.06.2013 – IX ZR 204/12; BGH, Beschl. v. 06.02.2014 – IX ZR 53/13.

247 Prüfstandard v. 25.06.1999, WPg 1999, 658 ff.

Dritter Teil: Risikomanagement

seit 2000 eingetretenen Fortentwicklung der Unternehmenspraxis im Bereich der Einrichtung und Prüfung von Corporate Governance Systemen Rechnung tragen. Der Entwurf betont die Individuelle Risikotragfähigkeit des Unternehmens, an der sich der Vorstand bei der Erarbeitung des Überwachungssystems auszurichten habe. Hervorgehoben wird die Bedeutung der Risikoaggregation, weil häufig nicht nur Einzelrisiken, sondern die Kombination mehrerer Risiken zu einer bestandsgefährdenden Entwicklung führen können. Betont wird die Notwendigkeit, dass Risiken konzernweit identifiziert werden und die Gesellschaft die entsprechenden Informationen erhält. Zum Nachweis der Erfüllung der Pflichten des Vorstands ist es erforderlich, dass das Überwachungssystem **angemessen dokumentiert** wird. Fehlt eine solche Dokumentation, so muss dieser Mangel im Prüfungsbericht festgestellt werden.

- 287b Werden, so heißt es im Entwurf, im Rahmen der Prüfung des Jahresabschlusses oder des Lageberichts bestandsgefährdende Risiken erkannt, die nicht bei der Beurteilung der Fortführung des Unternehmens berücksichtigt wurden, so hat der Abschlussprüfer diese Informationen auch bei der Frage zu berücksichtigen, ob das Risikofrühkennungssystem wesentliche Mängel aufweist. Anders als bisher soll in Zukunft die Erklärung zum Risikofrühkennungssystem im Prüfungsbericht mit einer Einschränkung versehen werden, wenn der Abschlussprüfer Mängel in Bezug auf die vom Vorstand getroffenen Maßnahmen nach § 91 II AktG feststellt, die zwar wesentlich, aber nicht umfassend sind. Sind die festgestellten wesentlichen Mängel nicht auf bestimmte Teile der Maßnahmen nach § 91 II AktG einzugrenzen, ist im Prüfungsbericht festzustellen, dass die vom Vorstand getroffenen Maßnahmen nach § 91 II AktG insgesamt nicht dazu geeignet sind, die Fortführung der Unternehmenstätigkeit gefährdende Entwicklungen frühzeitig zu erkennen. Darüber hinaus soll der Prüfer im Prüfungsbericht auch sonstige festgestellte Mängel darstellen, die seiner Einschätzung nach für die Berichtsadressaten von Bedeutung sein können.

IX. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen § 91 AktG

- 288 Geschäftsleitungen, die ihren Pflichten nach § 91 II AktG nicht nachkommen haften gegenüber der Gesellschaft nach § 93 II S. 1 AktG gesamtschuldnerisch für den daraus entstehenden Schaden.²⁴⁸ § 91 II AktG gilt nicht als Schutzgesetz iSd § 823 II BGB, sodass außenstehende Dritte die Geschäftsleitungen nicht unmittelbar auf Schadensersatz in Anspruch nehmen können.²⁴⁹ Möglich sind

248 BGH, Urt. v. 08.07.1985 – II ZR 198/84, DB 1985, 2291, 2292; LG Berlin, Urt. v. 03.07.2002 – 2 O 358/01, AG 2002, 682, 683 f.; VG Frankfurt a. M., Urteil v. 08.07.2004 -1 E 7363/03 (1), WM 2004, 2157.

249 BGH, Urt. v. 10.07.1964 – Ib ZR 208/62, BB 1964, 1273 (für die handelsrechtlichen Bilanzierungsvorschriften); BGH, Urt. v. 13.04.1994 – II ZR 16/93, BGHZ 125, 366, 378 f. (offengelassen für §§ 283, 283b StGB); OLG Düsseldorf, Urt. v. 03.12.1993 – 22 U 122/93, NJW-RR 1995, 424, 425 (für § 283 StGB offengelassen); Koch, in: Hüffer, § 91 Rn. 3; Spindler, in: MünchKomm AktG, 4. Aufl. § 91 Rn. 12; Kort, in: GroßKomm AktG, 5. Aufl. § 91 Rn. 186; Krieger/Sailer-Coceani, in: Schmidt/Lutter AktG, 3. Aufl. 2015, § 91 Rn. 20; allerdings wird die Schutzgesetzeigenschaft der §§ 283, 283b StGB

B. Rechtliche Bewältigung des Risikomanagements im Energiehandel

Ansprüche aus § 826 BGB, wenn ein Vorstand das Früherkennungssystem bewusst und gewollt, mit dem Ziel der Drittschädigung, nicht oder fehlerhaft entwickelt hat. Denkbar sind ferner Ansprüche nach §§ 311 II, 241 II, 280 I BGB, wenn das Vorstandsmitglied unter Verwendung unrichtiger Risikomanagementunterlagen einen Dritten zu Vermögensdispositionen veranlasst hat.²⁵⁰ Für Vorstände, deren Unternehmen an einer US-Börse gelistet sind, können sich deutlich weitergehende Haftungsrisiken, etwa aus den Bestimmungen des Sarbanes-Oxley-Acts ergeben.²⁵¹

Die Pflichtverletzung kann zur Abberufung (§ 84 AktG) und zur Kündigung des Anstellungsvertrags führen. Die Verletzung der Buchführungspflichten (§ 283 StGB: Bankrott und § 283a StGB: besonders schwerer Fall des Bankrotts oder § 283b StGB: Verletzung der Buchführungspflichten) ist strafbar. § 283b StGB setzt keinen Vermögensverfall der Gesellschaft voraus, d. h. bereits Fahrlässigkeit führt zur Strafbarkeit (§ 283b II StGB). Daneben kann nach deutschem Recht eine Strafbarkeit aus dem Gesichtspunkt der **Untreue** (§ 266 StGB) folgen.²⁵² Daneben, so wird diskutiert, soll der **Compliance-Officer** die **Garantenpflicht** zur Verhinderung von Straftaten aus dem Unternehmen heraus gegenüber Dritten haben.²⁵³ Eine vergleichbare Pflichtenstellung für den Vorstand gibt es jedoch nicht – insoweit ist allein § 130 OWiG maßgeblich.²⁵⁴ Bei der Frage, ob Geschäftsleiter das Vermögen des Unternehmens veruntreuen (§ 266 StGB) ist der Grad Unsicherheit, insbesondere in Großkrisenlagen (Finanzkrise/Corona) zu berücksichtigen. Lenkt die Rettungshandlung den schädigenden Verlauf in eine andere, weniger schädliche Bahn oder wird das frühere Risiko durch ein neues, aber geringeres, ersetzt, so führt dies zu einem Ausschluss oder zumindest einer Reduzierung des strafrechtlichen Vorwurfs.²⁵⁵

289

in der Lit. auch bejaht, etwa von *Mertens/Cahn*, in: KölnerKomm AktG, 3. Aufl. § 91 Rn. 11; *Fleischer*, in: Spindler/Stilz, AktG § 91 Rn. 28; *Canaris*, in: Fs-Larenz, 1983, S. 27, 73.

250 *Spindler*, in: MünchKomm AktG, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 78 m. w. N.

251 *Spindler*, in: MünchKomm AktG, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 78.

252 *Spindler*, in: MünchKomm AktG, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 78; unter Hinweis auf BGH, Urt. v. 28.05.2013 – XI StR 551/1, AG 2013, 640 Rn. 44 ff.

253 So in einem obiter-diktum BGH, Urt. v. 09.07.2009 – 5 StR 263/08, BGHSt 54, 44 Rn. 27 ff.

254 *Spindler*, in: MünchKomm AktG, 5. Aufl., 2019, § 91 Rn. 78.

255 So der BGH, Urt. v. 12.10.2016 – 5 StR 134/15, im HSH-Nordbank Strafverfahren, NJW, 2017, 578; vertiefend *Kubiciel*, Haftung für unternehmerische Risikoentscheidungen während der Corona-Pandemie, NJW 2020, 1449 m. w. N.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

Inhaltsübersicht

I. Überblick	1
1. Spotgeschäfte	2
2. Termingeschäfte	3
II. Erlaubnispflicht nach dem Kreditwesengesetz	6
1. Adressatenkreis	9
a) Unternehmen mit Sitz im Inland	10
b) Ausländische Unternehmen mit physischer Präsenz im Inland	11
c) Ausländische Unternehmen, die grenzüberschreitende Dienstleistungen erbringen	18
2. Erlaubnispflichtige Geschäfte	27
a) Gewerbsmäßigkeit	28
b) In kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb	30
3. Erlaubnispflichtige Geschäfte	31
a) Finanzinstrumente	32
b) Bankgeschäfte	51
c) Finanzdienstleistungen	63
d) Ausnahmen von der Erlaubnispflicht	89
e) Freistellungen im Einzelfall	102
III. Integrität der Energiemarkte	108
1. Marktmisbrauchsverordnung (MAR)	108
a) Anwendungsbereich	109
b) Insiderrecht	116
c) Eigengeschäfte von Führungskräften	139
d) Marktmanipulation	143
2. Verordnung über die Integrität und Transparenz auf Energiegroßhandelsmärkten (REMIT)	146
a) Anwendungsbereich	147
b) Registrierungspflicht und Meldepflicht	151
c) Insiderrecht	153
d) Marktmanipulation	163
IV. EMIR	167
1. Anwendungsbereich	169
a) Sachlich	169
b) Persönlich	171
2. Zentrales Clearing	173
a) Clearingpflichtige Derivateklassen	174
b) Erfasste Marktteilnehmer	176
c) Clearingschwellen	181
d) Meldepflicht und Clearingpflicht	182
3. Risikomanagement	184
a) Anwendungsbereich	186
b) Bestätigung der Geschäfte	188
c) Tagesaktuelle Preisbildung	189
d) Verfahren zur Streitbeilegung	192
e) Portfolioabgleich	193
f) Portfoliomprimierung	196
g) Besicherung	197
4. Meldung an Transaktionsregister	199

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

V. Plattformzwang für OTC-Derivate	<u>202</u>
1. Erfasster Personenkreis	<u>203</u>
2. Erfasste Geschäfte	<u>204</u>
VI. Positionslimite und -meldungen bei Warenderivaten	<u>205</u>
1. Positionslimite	<u>207</u>
2. Positionsmeldungen	<u>210</u>

Literatur

- Alsheimer, Constantin H.:* Die Rechtsnatur derivativer Finanzinstrumente und ihre Darstellung im Jahresabschluss, 2000, Frankfurt a.M, Berlin, New York, Wien
- Balzer, Peter:* Umsetzung der MiFID: Ein neuer Rechtsrahmen für die Anlageberatung, ZBB 2007, 333–354
- Brömmelmeyer, Christoph, Ebers, Martin, Sauer, Mirko (Hrsg.):* Innovatives Denken zwischen Recht und Markt, Festschrift für Hans-Peter Schwintowski, 2017
- Boos/Fischer/Schulte-Mattler:* Gesetz über das Kreditwesen: Kommentar zu KWG und Ausführungsvorschriften, 5. Auflage, München 2016
- Bundernetzagentur:* REMIT-Leitfaden, 2019
- Casper, Matthias:* Der Optionsvertrag, 2005, Heidelberg
- Casper, Matthias:* Das neue Recht der Termingeschäfte in: Wertpapier-Mitteilungen (WM), 2003, S. 161–168
- Freiwald,* Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 KWG für grenzüberschreitende Bank- und Finanzdienstleistungen, WM 2008, S. 1537–1545
- Granzow, Sonja:* Die Aufsicht über den Handel mit Energiederivaten nach dem Gesetz über das Kreditwesen, Univ. Diss., 2006
- Habersack, Matthias (Hrsg.):* Festschrift für Gern Nobbe: Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht, 2009
- Hanten, Mathias:* Aufsichtsrechtliche Erlaubnispflicht bei grenzüberschreitenden Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen, WM 2003, S. 1412–1416
- Hull, John:* Optionen, Futures und andere Derivate, 2009, München
- Jung,* Die Auswirkungen der 6. KWG-Novelle auf Anlagevermittler, (Börsen-)Makler und Vermögensverwalter, Betriebs-Berater (BB), 1998, S. 649–654
- Kolb, Robert; Overdahl, James:* Understanding futures markets, 2006, Glenview
- Reiner, Günter:* Derivative Finanzinstrumente im Recht, Univ. Habil., 2002, Onlineausgabe (<http://www.gunterreiner.de>)
- Scherer, Peter:* Credit Default Swaps in Krisenzeiten in: Corporate Finance Law, 2010, S. 93–101
- Stehl, Kolja:* Die Überwindung der Inkohärenz des IPR der Bank- und Versicherungsverträge, 2008
- Schwintowski, Hans-Peter:* Handbuch Bankrecht, 3. Auflage 2011, Berlin
- Schwintowski,* Die rechtlichen Rahmenbedingungen grenzüberschreitend tätiger schweizerischer Vermögensverwalter, AJP/PJA (Aktuelle Juristische Praxis, Schweiz) 2005, S. 457–468
- Weber-Rey/Balzer;* Aufsichtsrechtliche Regelungen für Vermittler von Finanzanlagen und Vermögensverwalter nach der 6. KWG-Novelle, WM 1997, S. 2288–2296
- Wenzel, Jens,* Bankgeschäftsrisiken bei Gesellschaften der Realwirtschaft, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2013, 161–167
- Zerwas/Hanten,* Abgrenzungsprobleme und Ausnahmen bei Handelsaktivitäten nach der Sechsten KWG-Novelle, ZBB 2000, S. 44–52

I. Überblick

Die Teilnehmer am **Energiegroßhandel** (Lieferanten, Händler, Erzeuger, Broker, Großabnehmer und Netzbetreiber, aber auch Banken und Finanzinvestoren) können unterschiedlichen aufsichtsrechtlichen Anforderungen unterliegen, insbesondere abhängig von der Art der Tätigkeit und den konkreten Geschäften sowie dem Handelsort (z.B. Handel an einer Energiebörsen), den sie nutzen. 1

Die im Energiemarkt relevanten Geschäfte betreffen insbesondere Strom, Kohle, Gas, Öl, aber auch Emissionsrechte. Hinsichtlich des Erfüllungszeitpunkts lassen sich diese Geschäfte in Spotgeschäfte (Kassageschäfte) und Termingeschäfte unterteilen.

1. Spotgeschäfte

Kassageschäfte (*Spot Deals*) stellen regelmäßig Handelskäufe dar (§§ 373, 381 2 HGB). Sie sind mangels hinausgeschobenem Erfüllungszeitpunkt einer Vertragspartei regelmäßig *Zug-um-Zug* (§§ 271, 320 BGB) zu erfüllen. Dabei ist eine Frist für die Abwicklung von **zwei** Handelstagen üblich.¹ Deshalb fallen die Abschlüsse von Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäft hier zeitlich weitestgehend zusammen.² Spotgeschäfte werden weit überwiegend im Rahmen des klassischen Beschaffungs- und Absatzwesens der Energiemarktteilnehmer geschlossen.³ Neben den allgemeinen Anforderungen hinsichtlich eines adäquaten Marktverhaltens⁴ können Teilnehmer in Spotgeschäften zusätzlich den aufsichtsrechtlichen Vorgaben der REMIT⁵ oder – im Falle von Emissionszertifikaten – der Marktmisbrauchsverordnung (MAR⁶) unterfallen. Werden die Spotgeschäfte an einer Handelsplattform geschlossen, können sich aus den Regeln dieser Plattform weitere Anforderungen ergeben (z. B. bei Handel an einer Energiebörsen aus deren Börsenordnung oder Allgemeinen Geschäftsbedingungen).

1 Vgl. Art. 7 II DelVO 2017/565/EU vom 25. 04. 2016, ABl. L 87, S. 1 ff. vom 31.03.2017; vgl. auch schon die vereinheitlichten Bedingungen für Geschäfte an deutschen Wertpapierbörsen (Börsenusancen). Diese handelsübliche Erfüllungsfrist stellt jedoch keinen vertraglich vereinbarten, hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt dar, vgl. Kümpel, BKR, 2004, Rn. 15.7.

2 Alsheimer, Rechtsnatur derivativer Finanzinstrumente, 2000, S. 70.

3 Eine Ausnahme ist beispielsweise dann denkbar, wenn Spotgeschäfte als Schuldverschreibung verbrieft Rechte betreffen, sodass ein Finanzinstrument gem. § 1 XI KWG vorliegt.

4 Hierzu gehören auf nationaler Ebene insbesondere die Vorgaben des Gesetzes gegen unlauteren Wettbewerb (UWG), das Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB), der Preisangabenverordnung (PAngVO) sowie der Gewerbeordnung (GewO).

5 Regulation on Wholesale Energy Market Integrity and Transparency (REMIT), VO 1227/2011/EU vom 25. 10. 2011, ABl. L 326, S. 1 vom 8. 12. 2011.

6 Marktmisbrauchsverordnung (MAR), VO 596/2014/EU vom 16. 04. 2014, ABl. L 173, S. 1 vom 12. 06. 2014.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

2. Termingeschäfte

- 3 Termingeschäfte (hier auch synonym als Derivate bezeichnet) sind durch einen hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt mindestens einer Hauptleistung des Vertrags gekennzeichnet.⁷ Als Erfüllungsart kann physische Lieferung des dem Derivat zugrunde liegenden Handelsgegenstandes (**Basiswert**) oder – in der Marktpraxis der Regelfall – eine Zahlung in Geld (**Barausgleich**) vereinbart sein.
- 4 Durch den hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt werden die dem Basiswert anhaftenden Marktrisiken durch Vertragsgestaltung in das Derivat implementiert und können separat gehandelt werden.⁸ Der Basiswert selbst muss dabei nicht erworben werden. Derivate ermöglichen deshalb das Auseinanderfallen von dinglicher Inhaberschaft und Partizipation an den Marktrisiken des Basiswertes. Dies gewährt zugleich ein erhebliches Maß an Gestaltungsfreiheit. Über die Vertragsgestaltung des Derivates lässt sich die Partizipation an der Marktpreisentwicklung des Basiswertes nahezu beliebig abwandeln. So kann die Partizipation am Marktpreis zum Beispiel verstärkt (**Hebeleffekt**) oder umgekehrt werden. Derivate werden von Teilnehmern an den Energemarkten zu Absicherungszwecken (**Hedging**) aber auch – oftmals von der Marktgegenseite – zu Spekulations- oder Arbitragezwecken genutzt.
- 5 Unternehmen gehen mit dem Eintritt in Derivatepositionen *a priori* höhere Risiken ein. Aus diesem Grund hat sich der Gesetzgeber schon früh für eine gesonderte aufsichtsrechtliche Behandlung von Termingeschäften mit Barausgleich entschieden. Während Termingeschäfte mit physischer Lieferung aufsichtsrechtlich wie Spotgeschäfte (Rdn. 2) behandelt werden, reguliert der Gesetzgeber Termingeschäfte im Energiebereich, bei denen Barausgleich vereinbart ist, prinzipiell wie Finanzgeschäfte. Daher können für Teilnehmer am Energiegroßhandel, welche Termingeschäfte mit Barausgleich schließen, insbesondere die Vorschriften des Kreditwesengesetzes (KWG) sowie des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG)⁹ relevant werden. Weitere Anforderungen können bei Handel des Derivats mit Barausgleich über eine Handelsplattform aus der Marktmissbrauchsverordnung (MAR¹⁰) sowie – auch im OTC-Bereich mit Blick auf Risikomanagementanforderungen – aus der EMIR¹¹ folgen.

7 Vgl. § 1 XI S. 4 KWG.

8 Scherer, Corporate Finance Law, 2010, S. 93.

9 Das Wertpapierhandelsgesetz setzt in Deutschland unter anderem die Vorgaben der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II), RL 2014/65/EU, ABl. L 173, S. 349 ff, vom 12. 06. 2014, um.

10 Market Abuse Regulation (MAR), VO 596/2014/EU vom 16. 04. 2014, ABl. L 173, S. 1 vom 12. 06. 2014.

11 European Market Infrastructure Regulation (EMIR), VO 648/2012/EU vom 04. 07. 2012, ABl. L 201, S. 1 ff vom 27. 07. 2012.

II. Erlaubnispflicht nach dem Kreditwesengesetz

Wer im Inland gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, **Bankgeschäfte** betreiben oder **Finanzdienstleistungen** erbringen will, bedarf zuvor der Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (**BaFin**)¹² (§ 32 I KWG). Die Erbringung von Bankgeschäften oder Finanzdienstleistungen ohne die erforderliche Erlaubnis ist eine Straftat und wird (i) im Falle einer vorsätzlichen Verletzung dieser Pflicht mit bis zu 5 Jahren Freiheitsstrafe oder (ii) im Falle einer fahrlässigen Verletzung mit bis zu 3 Jahren Freiheitsstrafe, oder alternativ jeweils mit Geldstrafe abgestraft.

Die Durchführung eines Erlaubnisverfahrens gem. § 32 I KWG ist mit erheblichem zeitlichen und finanziellen **Aufwand** für das entsprechende Unternehmen verbunden. Die dem Antrag beizufügenden Nachweise betreffen gem. § 14 AnzV insbesondere einen Nachweis ausreichender Eigenmittel, Angaben zu den Geschäftsleitern und Verwaltungs- oder Aufsichtspersonen (jeweils Lebenslauf, Führungszeugnis, Straffreiheitserklärung), einen tragfähigen Geschäftsplan (einschließlich eines Organisationshandbuchs, in welchem die Erfüllung der umfassenden organisatorischen Anforderungen an ein Institut mit der angestrebten Geschäftsausrichtung dargelegt wird) sowie Angaben zur Zuverlässigkeit der Antragsteller und der Inhaber bedeutender Beteiligungen. Die Erstellung dieser Unterlagen bindet beim Unternehmen oft erhebliche interne Kapazitäten und benötigt monatelangen Vorlauf vor der Antragstellung. Die **Dauer eines Erlaubnisverfahrens** ist abhängig von der Qualität der eingereichten Unterlagen, aber auch von den im Erlaubnisverfahren noch zu klarenden Fragen. Als Daumenregel kann ein Zeitraum von ca. vier Monaten ab dem Zeitpunkt, in dem die erforderlichen Unterlagen vollständig vorliegen, angesetzt werden.

Für Teilnehmer am Energiegroßhandel stellt sich daher insbesondere die Frage, ob sie zum Adressatenkreis der Erlaubnispflicht gehören, ob die konkrete angestrebte Tätigkeit erlaubnispflichtig ist, ob Ausnahmen greifen und/oder ob eine Befreiung beantragt werden kann.

1. Adressatenkreis

Die Erlaubnispflicht gem. § 32 I KWG erfasst grundsätzlich einen weiten Adressatenkreis („Wer“) und betrifft sämtliche **Unternehmen**. Unternehmen sind dabei jeder auf Dauer angelegte und durch einen allgemeinen Plan kaufmännisch organisierte Geschäftsbetrieb, der grundsätzlich keiner konkreten Rechts-

12 Im Rahmen des europäisch geregelten einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) ist die Europäische Zentralbank für die Aufsicht (einschließlich Erlaubniserteilung) über Kreditinstitute zuständig, welche sowohl das Einlagengeschäft als auch das Kreditgeschäft kumulativ betreiben. Dies sollte für Teilnehmer an den Energiegroßhandel nicht spezifisch sein, sodass regelmäßig von einer Zuständigkeit der BaFin auszugehen ist.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

form bedarf.¹³ Der Adressatenkreis wird allerdings durch den erforderlichen **Inlandsbezug** („im Inland“) eingeschränkt.

a) *Unternehmen mit Sitz im Inland*

- 10 Die Voraussetzung des Inlandsbezugs ist unproblematisch dann erfüllt, wenn das Unternehmen seinen Sitz im deutschen Inland hat.

b) *Ausländische Unternehmen mit physischer Präsenz im Inland*

aa) *Rechtliche Behandlung*

- 11 Auch **Tochterunternehmen** oder rechtlich unselbständige Zweigstellen (**Zweigniederlassungen**, engl. *Branch*) ausländischer Unternehmen im Inland hat der Gesetzgeber nach Maßgabe des § 53 KWG ausdrücklich der staatlichen Aufsicht unterstellt.

- 12 Rückausnahmen dazu enthalten § 53a bis § 53c KWG. Von der Erlaubnispflicht freigestellt sind insbesondere gem. § 53b KWG CRR-Kreditinstitute¹⁴ mit Zweigniederlassung in der BRD, die ihren Sitz in einem anderen Mitgliedstaat des Europäischen Wirtschaftsraums haben und bereits dort der Bankenaufsicht unterstehen (**Europäischer Pass**). Allerdings besteht eine Anzeigepflicht (**Notifizierungspflicht**) gegenüber der zuständigen Aufsichtsbehörde. Für bedeutende CRR-Kreditinstitute enthalten die Art. 11 bis 16 SSM-Rahmen-VO ergänzende Vorschriften.

- 13 Durch diese Ausnahmen soll eine doppelte Aufsicht durch mehrere europäische Mitgliedstaaten vermieden und die Verwirklichung eines europäischen Binnenmarktes für Bank- und Finanzdienstleistungen gefördert werden.¹⁵ Die Regelung ist damit Teil des Systems zur Harmonisierung der Mindeststandards zur Bankenaufsicht, das durch einzelne EU-Richtlinien¹⁶ sowie die CRD IV und MiFID II¹⁷ umzusetzen war. Das System ist durch das Prinzip der **Herkunftsstaatenkontrolle** und der gegenseitigen Anerkennung der Aufsichtsmaßnahmen anderer Mitgliedstaaten gekennzeichnet.¹⁸ Hat ein Unternehmen seinen Sitz in einem Drittstaat (§ 53c KWG), so können die freistellenden Vorschriften des KWG ganz oder teilweise angewendet werden, wenn ein entsprechendes

13 Köhler in: Schwintowski, HB Bankrecht, 4. Aufl. 2014, Kap. 5, Rn. 139.

14 Gem. Art. 4 I CRR (VO 575/2013/EU vom 26.06.2013, ABl. L 176, S. 1 ff.) sind Kreditinstitute legaldefiniert als Unternehmen, deren Tätigkeit darin besteht, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums entgegenzunehmen *und* Kredite für eigene Rechnung zu gewähren.

15 Vahldiek, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 53b KWG, Rn. 5.

16 Dazu die umfassende Darstellung Stehl, Inkohärenz des IPR der Bank- und Versicherungsverträge, 2008, S. 96 ff.

17 Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II) vom 15.05.2014, ABl. 173, S. 349 ff. vom 12.06.2014.

18 Stehl, Inkohärenz des IPR der Bank- und Versicherungsverträge, 2008, S. 98.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

Abkommen der Europäischen Union oder ein bilaterales Abkommen der BRD mit einem Drittstaat besteht.¹⁹

bb) Abgrenzungsfragen („physische Präsenz“)

Praxisrelevant ist die Frage, ab wann eine physische Präsenz im Inland vorliegt, welche potentiell Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen tätigt. Diese Frage stellt sich beispielsweise dann, wenn ausländische Unternehmen ausländische Mitarbeiter ins Inland schicken, um hier tätig zu werden. 14

Bloße **Repräsentanztätigkeiten** (§ 53a KWG) sind lediglich anzeigenpflichtig. Als Repräsentanz gelten solche Vertretungen ausländischer Unternehmen, die selbst **keine** – auch nicht in **Teilakten** – erlaubnispflichtigen Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen ausüben, eben auch keine Geschäfte vermitteln oder abschließen, und allenfalls allgemein repräsentative und beobachtende Funktionen wahrnehmen.²⁰ 15

Ein Teilakt für den Abschluss von Bankgeschäften oder Finanzdienstleistungen kann nach der Verwaltungspraxis der BaFin – abhängig vom relevanten Bankgeschäft oder der relevanten Finanzdienstleistung – bereits bei unterstützenden Tätigkeiten (z. B. der **Anbahnung** oder **Abwicklung**) mit Blick auf ein spezifisches Geschäft vorliegen.²¹ Darunter fallen bereits Tätigkeiten als Stellvertreter oder als Bote (sowohl Empfangs- als auch Erklärungsbote). 16

Sofern die im Inland tätigen ausländischen Mitarbeiter Teilakte von erlaubnispflichtigen Bankgeschäften oder Finanzdienstleistungen ausführen, stellt sich die Frage, ob im Inland bereits eine physische Präsenz vorliegt, mit der Folge, dass § 53 KWG anwendbar wäre, oder ob (ohne physische Präsenz) bloß eine grenzüberschreitende Dienstleistung (*cross border*) durch die ausländischen Mitarbeiter im Inland erbracht wird.²² Hier geht es im Kern um die Angrenzung zwischen europäischer Niederlassungsfreiheit und Dienstleistungsfreiheit. 17

c) Ausländische Unternehmen, die grenzüberschreitende Dienstleistungen erbringen

Unterhält ein Unternehmen mit Sitz im Ausland keine dauerhafte physische Präsenz im Inland und strebt an, grenzüberschreitend Dienstleistungen im Inland zu erbringen (*cross border*), so ist die Rechtslage strittig. 18

19 Nach den Verordnungen des Bundesministeriums für Finanzen vom 21.04.1994, 13.12.1995 und 02.06.1999 sind US-amerikanische Zweigniederlassungen, japanische Zweigniederlassungen und australische Zweigniederlassungen derzeit freigestellt.

20 Ähnlich *Fischer*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, 4. Aufl. 2011, § 127, Rn. 66; vgl. *Freiwald*, WM 2008, 1537, (1545).

21 BVerwG vom 22.04.2009, Az. 8 C 2.09, WM 2009, 1553 (*Fidium Finanz AG*).

22 Mit der Folge, dass beispielsweise die passive Dienstleistungsfreiheit (*Reverse Solicitation*) in Anspruch genommen werden könnte, soweit es die Umstände des Einzelfalls zulassen.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

- 19 Ursprünglich vertrat die deutsche Bankenaufsicht die sog. Teilakttheorie mit Fiktion einer Zweigstelle.²³ Danach wurden schon solche Geschäfte als erlaubnispflichtig angesehen, bei denen nicht nur Anbahnung, Abschluss und Abwicklung vollständig im Inland erfolgten, sondern lediglich Teilakte davon. Die ausführende Stelle im Inland wurde – selbst wenn sie rechtlich vollkommen unabhängig vom ausländischen Unternehmen war – als Zweigstelle fingiert.²⁴ Schon bald erkannte man jedoch, dass diese Ansicht nicht alle Fälle grenzüberschreitender Dienstleistungen erfassste.²⁵ Spätestens mit der Einführung des § 25a II KWG wurde die Teilakttheorie mit Zweigstellenfiktion obsolet²⁶ und wird heute wohl auch nicht mehr vertreten.²⁷
- 20 Heute verfolgt die BaFin in *ständiger Verwaltungspraxis* einen **vertriebsbezogenen Regulierungsansatz**. Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen sind danach schon dann gem. § 32 I KWG erlaubnispflichtig, wenn der Erbringer der Dienstleistung seinen Sitz oder gewöhnlichen Aufenthalt im Ausland hat und sich im Inland **zielgerichtet** an den Markt wendet, um gegenüber Unternehmen und/oder Personen, die ihren Sitz oder gewöhnlichen Aufenthalt im Inland haben, wiederholt und geschäftsmäßig Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen anzubieten.²⁸ Ein Unternehmen wendet sich dann zielgerichtet an den Markt, wenn die **Initiative zum Vertragsschluss vom Kreditinstitut bzw. Finanzdienstleister** ausgeht und es sich aktiv werbend Kunden im Inland zuwendet.
- 21 Umgekehrt greift diese Verwaltungspraxis nicht, wenn die Initiative vom Kunden ausgeht (**passive Dienstleistungsfreiheit**).²⁹ Die passive Dienstleistungsfreiheit ist Ausfluss der allgemeinen Handlungsfreiheit aus Art. 2 I GG, die im Hinblick auf den Empfänger der Dienstleistung – anders als beim Dienstleistungserbringer – nicht durch Regelungen der Wirtschaftsaufsicht eingeschränkt werden darf. Insbesondere im Bereich institutioneller Anleger geht die Initiative nicht selten vom Kunden aus, sodass dann eine Erlaubnispflicht nicht besteht. Diese Verwaltungspraxis wurde von der Rechtsprechung anerkannt³⁰ und ist

23 BAKred vom 24.06.1996 – Z 5–173–20/95.

24 Vahldiek, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 53, Rn. 23.

25 Vgl. Granzow, Die Aufsicht über den Handel mit Energiederivaten, 2006, S. 59.

26 Vgl. Hanten, WM 2003, 1412, (1415); Granzow, Die Aufsicht über den Handel mit Energiederivaten, 2006, S. 59.

27 Vgl. Schwintowski, in: FS Nobbe, 2009, S. 1027 ff.

28 BaFin vom 01.04.2005 – Merkblatt Hinweise zur Erlaubnispflicht nach § 32 I KWG in Verbindung mit § 1 I und Ia KWG von grenzüberschreitend betriebenen Bankgeschäften und/oder grenzüberschreitend erbrachten Finanzdienstleistungen.

29 BaFin vom 01.04.2005 – Merkblatt Hinweise zur Erlaubnispflicht nach § 32 I KWG in Verbindung mit § 1 I und Ia KWG von grenzüberschreitend betriebenen Bankgeschäften und/oder grenzüberschreitend erbrachten Finanzdienstleistungen.

30 VG Frankfurt vom 07.05.2004, Az. 9 G 6496/03, ZIP 2004, 1259; BVerwG vom 22.04.2009, Az. 8 C 2.09, WM 2009, 1553 (*Fidium Finanz AG*).

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

mit Blick auf die Kapitalverkehrsfreiheit vom EuGH als unbedenklich akzeptiert.³¹

Die BaFin nimmt deshalb eine Erlaubnispflicht nicht an, wenn **bestehende Kundenbeziehungen** mit gleichgelagerten Geschäften weitergeführt werden oder die Initiative zum Abschluss der Kreditverträge von vornherein vom Kunden ausgeht (**Reverse Solicitation**). Die **Initiative des Kunden** sollte stets gut dokumentiert werden (z.B. E-Mails, interne Vermerke, ggf. vertragliche Klauseln oder Bestätigungen usw.), sodass ein zufriedenstellender Nachweis auf Nachfrage der BaFin erbracht werden kann. Beispielsweise kann der deutsche Kunde schriftlich bestätigen, dass er an das ausländische Unternehmen auf eigene Initiative herangetreten ist, mit der bestehenden Absicht, die Dienstleistungen des ausländischen Unternehmens in Anspruch zu nehmen oder Informationen zu einem Finanzinstrument vom ausländischen Unternehmen zu erhalten und dass zuvor weder das ausländische Unternehmen selbst noch eine für dieses Unternehmen handelnde Person an den Investor herangetreten ist. Als Ausnahme von einer etwaigen Erlaubnispflicht eignet sich Reverse Solicitation jedoch nur in eng umgrenzten Einzelfällen. Sofern ausländische Unternehmen wiederholt in Deutschland tätig werden, sollte eine Freistellung im Einzelfall gem. § 2 IV bzw. V KWG erwogen werden.

Bei **Internetangeboten** erachtet die BaFin als maßgeblich, ob die über Internet angebotenen Dienstleistungen nach der inhaltlichen Ausgestaltung der Website auf den deutschen Markt erkennbar zugeschnitten sind. Indizien für den Zuschmitt auf den deutschen Markt bilden der Disclaimer auf der Website und deren Sprache, die Produktbeschreibung, die Preisangaben und Zahlungsmodalitäten sowie die Nennung nationaler Ansprechpartner.

Die Rechtmäßigkeit dieser Verwaltungspraxis war lange Zeit strittig. Der VGH Kassel³² hatte in Übereinstimmung mit der überwiegenden Literatur³³ erhebliche rechtliche Bedenken dagegen vorgebracht, dass ausländische Unternehmen, die grenzüberschreitend tätig werden, von der Aufsicht erfasst würden. In den Gesetzesmaterialien³⁴ zum KWG habe der Gesetzgeber bewusst einen engen Regulierungsansatz gewählt, indem das KWG gerade nicht für ausländische Institute gelten solle. Teilweise wird auch der Umstand angeführt, dass im Referentenentwurf zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz die Erlaubnispflicht ausdrücklich schon dann vorgesehen wurde, wenn bei grenzüberschreitenden Geschäften der Erbringer oder Empfänger seinen Sitz oder gewöhnlichen Aufenthalt im Inland hat. Diese Regelung wurde aber gerade nicht umgesetzt. Insgesamt stelle – so der VGH – der Einbezug von Tochterunternehmen und Zweigniederlassungen in die Erlaubnispflicht (§§ 53 ff. KWG) Ausnahmen von

31 EuGH vom 03.10.2006, Az. C-452/04, WM 2006, 1949 ff.

32 VGH Kassel vom 21.01.2005, Az. 6 TG 1568/04, WM 2005, 1123.

33 Hanten, EWIR 2004, 717; Granzow, Die Aufsicht über den Handel mit Energiederivaten, 2006, S. 60 ff. m. w. N.

34 Regierungsentwurf vom 25.05.1959, BT-Drucks. 3/1114, S. 45; Bericht des Wirtschaftsausschusses vom 13.03.1961, BT-Drucks. 3/2563, S. 17.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

der Regel dar, dass ausländische Institute von der deutschen Aufsicht nicht erfasst werden.³⁵

25 Zwingend ist diese Interpretation jedoch nicht. Der Wortlaut des § 32 I KWG („Wer [...] betreiben will“) verweist nicht auf den Betreiber als Person, sondern ausdrücklich auf das Geschäft selbst.³⁶ Dies spricht zunächst für die Anknüpfung an das Geschäft. Nach der Systematik der §§ 53 ff. KWG liegt jedenfalls dann eine gewerbliche Betätigung im Inland vor, wenn und soweit eine inländische Zweigstelle existiert. Dies schließt jedoch nicht aus, dass der Inlandsbezug auch dann vorliegt, wenn keine inländische Zweigstelle vorhanden ist.³⁷ Die §§ 53 ff. KWG regeln – so auch das BVerwG³⁸ – keine Erlaubnispflicht, sondern setzen diese voraus. Entstehungsgeschichtlich wurde der Gesetzentwurf nur deshalb nicht übernommen, weil beliebige von Inländern in Anspruch genommene Bankdienstleistungen – also auch solche, die bei einem ausländischen Anbieter im Internet abgerufen werden – ohne Weiteres der Erlaubnispflicht unterworfen worden wären. Diese Regelung war unpraktikabel. Die Nichtübernahme dieses Entwurfs war deshalb kein gesetzgeberisches Statement, nur Unternehmen mit physischer Inlandspräsenz erfassen zu wollen, sondern bloße wirtschaftspolitische Notwendigkeit.

26 Die Praxis des vertriebsbezogenen Ansatzes der BaFin steht auch nicht im Widerspruch zu den völkerrechtlichen Verpflichtungen, die durch das General Agreement on Trade in Services (GATS) gesetzt wurden.³⁹ Die Pflichten aus der dem GATS beigefügten Vereinbarung über Verpflichtungen bei Finanzdienstleistungen werden nicht verletzt, da in Abschnitt B Nr. 3 lediglich eine Gleichstellung nicht Gebietsansässiger mit Inländern gefordert wird, die durch die Verwaltungspraxis gewährleistet ist. Auch der verfassungsrechtliche Grundsatz völkerrechtsfreundlicher Interpretation nationalen Rechts steht der Verwaltungspraxis nicht entgegen, da Beschränkungen des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs zum Schutz von Gemeinwohlzielen – insbesondere der Integrität und Stabilität nationaler Kapitalmärkte – gedeckt sind.⁴⁰ Entsprechend hat das BVerwG⁴¹ den vertriebsbezogenen Regulierungsansatz der BaFin als rechtmäßig anerkannt.

2. Erlaubnispflichtige Geschäfte

27 Erlaubnispflichtig ist nur, wer gewerbsmäßig oder in einem Umfang handelt, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Der in kaufmännischer Weise eingerichtete Geschäftsbetrieb ist von unterge-

35 VGH Kassel vom 21.01.2005, Az. 6 TG 1568/04, WM 2005, 1123, juris-Rn. 9.

36 BVerwG vom 22.04.2009, Az. 8 C 2/09, WM 2009, 1553, juris-Rn. 44.

37 VG Frankfurt vom 07.05.2004, Az. 9 G 6496/03, WM 2004, 1917, juris-Rn. 8.

38 BVerwG vom 22.04.2009, Az. 8 C 2/09, WM 2009, 1553, juris-Rn. 45 (*Fidium Finanz AG*).

39 BGBI II 1994 S. 1473, 1643.

40 Grundsatz des sog. Prudential Carve-Out gem. Art. XIV GATS i. V. m. Abschnitt 2a) der Anlage zu Finanzdienstleistungen.

41 BVerwG vom 22.04.2009, Az. 8 C 2/09, WM 2009, 1553.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

ordneter Bedeutung, weil die gewerbsmäßige Ausübung oftmals früher greift. Gleichwohl kann er bei fehlendem Merkmal der Gewinnerzielungsabsicht relevant werden. In der Praxis sind beide Merkmale als Ausschlusskriterium für eine potentielle Erlaubnispflicht der angestrebten Tätigkeit nur von untergeordneter Bedeutung.

a) *Gewerbsmäßigkeit*

Gewerbsmäßig handelt, wer den Betrieb der Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen auf gewisse Dauer anlegt und mit Gewinnerzielungsabsicht handelt.⁴² Der Umfang der Geschäfte und die tatsächliche Gewinnrealisierung sind unerheblich. An der erforderlichen Dauer der Geschäftstätigkeit fehlt es nach Ansicht des LG München bei Entgegennahme eines Kreditportfolios, um es eine logische Sekunde später auf Dritte abzutreten.⁴³ Die Gewinnerzielungsabsicht wird durch äußere Tatsachen indiziert, insbesondere die **Entgeltlichkeit der Leistungserbringung** oder wenn durch die Leistungserbringung nachweisbar indirekte **geldwerte Vorteile** vermittelt werden. Bloß vereinzelte Geschäftstätigkeit ohne erkennbare Wiederholungsabsicht stellt dagegen ein gewichtiges Indiz gegen Gewinnerzielungsabsicht dar.⁴⁴ Allerdings hat die BaFin bisweilen keine weiteren spezifischen Voraussetzungen veröffentlicht, unter denen die Durchführung von vereinzelten, unentgeltlichen Bankgeschäften oder Finanzdienstleistungen mangels Gewerbsmäßigkeit nicht erlaubnispflichtig sind.

Da die Gewerbsmäßigkeit neben dem Erfordernis eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs steht und oftmals früher greift, sollte sie insbesondere bei unentgeltlichen Gelegenheitsgeschäften nicht leichtfertig verneint werden. In jedem Fall ist angemessen zu dokumentieren. Vor dem Hintergrund der Strafbewehrung des unerlaubten Betriebs von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen (§ 54 KWG) ist es ratsam, die Erlaubnispflicht nicht allein aufgrund fehlender Gewerbsmäßigkeit abzulehnen.

b) *In kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb*

Ein in kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb setzt statt der Gewinnerzielungsabsicht einen gewissen Umfang der Geschäftstätigkeit voraus, der das Führen von Handelsbüchern (§§ 238 ff. HGB) und das Aufstellen eines Jahresabschlusses erforderlich macht.⁴⁵ Der erforderliche Umfang ist objektiv im konkreten Einzelfall zu bestimmen und muss über bloße Bagatelfälle hinausgehen. Die BaFin hat die Bagatellgrenze in ihren Merkblättern für einige Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen konkretisiert. In diesem Zusammenhang hält die BaFin in ständiger Verwaltungspraxis die Bagatellschwelle beim

42 Vgl. BR-Drucks. 963/96, S. 62; BGH vom 11.07.2006, Az. VI ZR 339/04, ZIP 2006, 1761, juris-Rn. 20.

43 LG München vom 29.03.2007, Az. 5 HK O 11176/06, 5 HKO 11176/06, AG 2007, 830, juris-Rn. 36.

44 Regierungs begründung, BT-Drucks. 13/7142, S. 62.

45 OLG Celle vom 14. 10. 2004, Az. 4 U 114/04, OLGR 2005, 96, juris-Rn. 28.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

Einlagengeschäft noch nicht für überschritten, wenn das vermittelte Einlagenvolumen bei mehr als 5 Einlagen die Summe von 12.500 EUR nicht überschreitet oder – unabhängig vom Volumen – weniger als 25 Einlagen vermittelt werden.⁴⁶ Werden nur Kreditgeschäfte betrieben, so liegt die Bagatellgrenze bei einem Gesamtdarlehensvolumen von 500.000 EUR bei 21 Darlehen oder – unabhängig vom Gesamtvolume – bei 100 Darlehen.⁴⁷ Konkrete Hinweise auf Bagatellschwellen für andere Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen, welche für den Energiehandel relevant sind, gibt es teils in weiteren Merkblättern der BaFin zu einzelnen Bankgeschäften oder Finanzdienstleistungen. Im Zweifelsfall besteht die Möglichkeit, die BaFin auf Antrag gem. § 4 KWG verbindlich entscheiden zu lassen, ob die Vorschriften des KWG anwendbar sind.

3. Erlaubnispflichtige Geschäfte

- 31 Der Kreis der erlaubnispflichtigen Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen, welche für Teilnehmer am Energiegroßhandel relevant werden, wird im Folgenden näher erörtert. Dabei dürften die üblicherweise für Teilnehmer im Energiegroßhandel in Betracht kommenden Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen an den Begriff des Finanzinstruments ansetzen.
 - a) *Finanzinstrumente*
- 32 Der Begriff der Finanzinstrumente ist in § 1 XI KWG durch eine abschließende Aufzählung legaldefiniert. Diese Definition geht auf den Begriff der Finanzinstrumente gem. Anhang 1 Abschnitt C der MiFID II zurück, welcher mit Blick auf Energiederivate durch Art. 5 – 7 Delegierten Verordnung 2017/565 konkretisiert wird.
- 33 Der Begriff der Finanzinstrumente umfasst Aktien, Vermögensanlagen im Sinne des § 1 II des Vermögensanlagengesetzes, Schuldtitle, sonstige Rechte, Anteile an Investmentvermögen im Sinne des § 1 I des Kapitalanlagegesetzbuches, Geldmarktinstrumente, Devisen und Rechnungseinheiten sowie Derivate und Emissionszertifikate.
- 34 Für Teilnehmer am Energiehandel relevant, erfassen Finanzinstrumente insbesondere Derivate, Schuldverschreibungen sowie Emissionszertifikate.
 - aa) *Derivate*
- 35 Zentraler Begriff für die Bestimmung von Derivaten ist das Termingeschäft. Demnach sind Derivate definiert als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind

46 BaFin, Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand des Einlagengeschäfts (Stand: März 2014), [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt\(mb_140311_tatbestand_einlagengeschaeft.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt(mb_140311_tatbestand_einlagengeschaeft.html)) (Abruf am: 14.01.2021) [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt\(mb_140311_tatbestand_einlagengeschaeft.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt(mb_140311_tatbestand_einlagengeschaeft.html)) (Abruf am: 22.12.2020).

47 Ebenso VG Berlin, WM 1997, 218.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

und deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Preis oder Maß eines Basiswertes ableitet (*Termingeschäfte*).

(1) Termingeschäft

Der aufsichtsrechtliche Begriff des Termingeschäfts wird folglich durch den hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt (*zeitlich verzögert zu erfüllen*) sowie der Ableitung von einem Basiswert charakterisiert und erfasst die drei folgenden Grundformen der Derivate.

Entsprechende Basiswerte werden danach umfassend aufgezählt.

36

- Das **Festgeschäft** ist die wohl einfachste Grundform eines Derivats und kann als Kauf auf Termin charakterisiert werden.⁴⁸ Der Verkäufer verspricht bereits heute, zum Fälligkeitszeitpunkt den Basiswert zu liefern (*Physical Settlement*) oder einen Barausgleich i.H.d. dann aktuellen Marktpreises des Basiswertes zu zahlen (*Cash Settlement*). Der Käufer verspricht dagegen, zum Fälligkeitszeitpunkt eine fixe Zahlung zu leisten. Steigt der Marktpreis des Basiswertes während der Laufzeit, so ist das Geschäft für den Käufer vorteilhaft; fällt der Marktpreis, so ist es für den Verkäufer vorteilhaft.
- Das **Swapgeschäft** stellt wirtschaftlich eine Serie aus hintereinander geschalteten Festgeschäften dar,⁴⁹ beispielsweise den Austausch von Zahlungen alle drei Monate für die Laufzeit von zwei Jahren. Bei einem klassischen Zinsswap verspricht eine Vertragspartei, einen fixen Zinssatz auf einen Nennbetrag zu leisten, während die andere Vertragspartei einen variablen Zinssatz auf den Nennbetrag zu leisten hat.
- Bei einer **Option** erlangt der Käufer das Recht – aber nicht die Pflicht – zum Fälligkeitszeitpunkt (*Europäische Option*) oder während eines Zeitraumes vor der Fälligkeit (*Amerikanische Option*) eine bestimmte Menge des Basiswertes zu einem fixen Preis (Basispreis/Strike) zu kaufen (**Call-Option**) oder zu verkaufen (**Put-Option**). Die Einräumung dieses Rechts lässt sich der Verkäufer der Option (*Stillhalter*) zu Beginn der Laufzeit durch eine fixe Zahlung (**Optionsprämie**) vergüten.⁵⁰

37

Für die Einordnung als Derivat unternimmt die BaFin grundsätzlich eine wirtschaftliche Betrachtungsweise. In **Zweifelsfällen** (d.h. insbesondere bei neuartigen Geschäftstypen) ist die „derivatespezifische Gefährlichkeit“ maßgeblich. Diese macht sowohl die BaFin in ihrer Aufsichtspraxis, als auch Vertreter der Literatur⁵¹ vom Vorliegen bestimmter, typusbildender Merkmale eines Derivats abhängig. Neben einem Kernbereich zwingender Merkmale – namentlich dem hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt und der Abhängigkeit von einem der in § 1 XI S.4 KWG aufgezählten Basiswerte – muss zusätzlich eines oder mehrere

38

48 Hull, Optionen Futures und andere Derivate, 2009, S. 942.

49 Reiner, Derivative Finanzinstrumente, 2002, S. 56.

50 Hull, Optionen Futures und andere Derivate, 2009, S. 232.

51 Canaris, WM, 1988, SoB 10, 3 ff.; Casper, WM, 2003, 161, (163); Casper, Der Optionsvertrag, 2005, S. 309; Granzow, Aufsicht über den Handel mit Energiederivaten, 2006, S. 109.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

der folgenden Merkmale vorliegen, welche das Erscheinungsbild des Geschäfts als Derivat prägen:

- *Hebeleffekt*: Die Möglichkeit, im Vergleich zu Direktinvestitionen in den Basiswert überproportional an Marktpreisänderungen des Basiswertes zu partizipieren
- *Totalverlust*: Ein über das allgemeine Insolvenzrisiko hinausgehende Risiko des Totalverlusts
- *Nachschusspflicht*: Das Risiko, planwidrig zusätzliche Geldmittel nachschießen zu müssen
- *Glattstellungsmöglichkeit*: Die Möglichkeit, das Geschäft nicht nur zu Spekulations- sondern zumindest potentiell auch zu Absicherungszwecken nutzen zu können bzw. die jederzeitige Glattstellbarkeit der Terminposition am Kassamarkt

Unabhängig für die Beurteilung, ob ein Derivat vorliegt, ist hingegen, ob das Geschäft an einer Börse, einer Handelsplattform oder außerbörslich gehandelt wird bzw. werden kann.

(2) Basiswerte

- 39 Der Katalog möglicher Basiswerte ist inzwischen in § 1 XI KWG umfassend geregelt und wurde in der Vergangenheit sukzessiv erweitert. Neben den aufgezählten finanziellen Basiswerten (Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Devisen, Zinssätze, Indices) zählen zu den möglichen Basiswerten auch Emissionzertifikate sowie andere nichtfinanzielle Basiswerte, sofern weitere Voraussetzungen erfüllt sind. Für den Energiehandel relevant dürften folgende nichtfinanzielle Basiswerte sein:
- Waren (dies sind vertretbare Sachen nach § 91 BGB und andere Wirtschaftsgüter, die im Verkehr nach Zahl, Maß oder Gewicht bestimmt werden, darunter fallen **Strom, Gas oder Fernwärme**),
 - Frachtsätze (Entgelte im Güterverkehr),
 - **Klimavariablen** und andere physikalische Variablen,
 - sonstige Indices,
 - sonstige **Messwerte** (z. B. von Behörden hinsichtlich Radioaktivität, Wasserqualität, Luftverschmutzung).
- 40 Mit Bezug auf diese nichtfinanziellen Basiswerte enthalten § 1 XI S.4 Nr. 2a-c KWG weitere Merkmale, von denen eines vorliegen muss, damit ein Geschäft, welches kein Kassageschäft ist, sich als Derivat im Sinne des KWG qualifiziert. Dabei wurde der Tatbestandsumfang durch Einführung der MiFID II weiter ausgedehnt.
- 41 Nach § 1 XI S.4 Nr. 2 lit. a KWG ist ein Termingeschäft bezogen auf einen dieser nichtfinanziellen Basiswerte ein Derivat, wenn es durch **Barausgleich** zu erfüllen oder einer Partei das Recht gibt, einen **Barausgleich zu verlangen**, ohne dass dieses Recht durch Ausfall oder durch ein Beendigungsergebnis begründet

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

ist.⁵² Diese Tatbestandsalternative erfasst sämtliche Derivate auf die vorgenannten Basiswerte (z.B. Stromderivate, Wetterderivate), bei denen cash settlement vereinbart ist, unabhängig vom Handelsort (am geregelten Markt, an einer Plattform (MTF/OTF) oder OTC) und zwar auch dann, wenn grundsätzlich physische Lieferung vereinbart ist, aber eine Partei auch das Wahlrecht hat, Erfüllung mittels Barausgleich zu verlangen.

Alternativ (§ 1 XI S. 4 Nr. 2 lit. b KWG) genügt für die Qualifizierung des entsprechenden Termingeschäfts als Derivat auch, dass das Geschäft auf einem **organisierten Markt** oder in einem **multilateralen oder organisierten Handelssystem (MTF/OTF)** geschlossen wird. Ausgenommen davon sind allerdings ausdrücklich **Energiegroßhandelsprodukte mit physischer Lieferverpflichtung**, die über ein MTF/OTF gehandelt werden. Diese Tatbestandsalternative setzt grundsätzlich am Handelsort an und erfasst damit auch Termingeschäfte mit physischer Liefervereinbarung, ausgenommen Energiegroßhandelsprodukte.

Schließlich kommt noch nach § 1 XI S. 4 Nr. 2 lit. c KWG in Betracht, dass das entsprechende Termingeschäft Merkmale anderer Derivate nach Art. 7 der Delegierten Verordnung 2017/565 aufweist und nichtkommerziellen (d.h. **spekulativen Zwecken** dient und (somit) nicht die Voraussetzungen des Artikels 7 IV der Delegierten Verordnung 2017/565 gegeben sind.

Dazu muss das Termingeschäft die beiden folgenden Voraussetzungen kumulativ erfüllen:

- Es wird entweder auf einem Handelsplatz eines **Drittlands** gehandelt, der eine einem geregelten Markt oder einem MTF **ähnliche Aufgabe** wahrnimmt, oder es ist ausdrücklich für den Handel an einem geregelten Markt, über ein MTF, ein OTF oder an einem gleichwertigen Handelsplatz eines Drittlands bestimmt oder es unterliegt den Regeln eines solchen Marktes oder Systems oder es ist **einem Kontrakt** gleichwertig, der an einem geregelten Markt, über ein MTF, ein OTF oder an einem gleichwertigen Handelsplatz eines Drittlands gehandelt wird, im Hinblick auf Preis, Handelseinheit, Liefertermin oder andere vertragliche Bedingungen und es ist so **standardisiert**, dass der Preis, die Handelseinheit, der Liefertermin und andere Bedingungen hauptsächlich durch Bezugnahme auf regelmäßig veröffentlichte Preise, Standardhandels-einheiten oder Standardliefertermine bestimmt werden (Art. 7 I Delegierte Verordnung 2017/565); und
- es dient **spekulativen Zwecken**, d.h., es wird nicht mit oder von einem Betreiber oder einem Verwalter eines Energieübertragungsnetzes, eines Energieausgleichssystems oder eines Rohrleitungsnetzes abgeschlossen und es muss nicht der Ausgleich von Energieangebot und -verbrauch zu einem bestimmten Zeitpunkt aufrecht erhalten werden, einschließlich der Fälle, in denen die Reservekapazität, über die ein Vertrag mit dem Betreiber eines

52 Gemeint sind evtl. Schadensersatzansprüche, die sich kraft Gesetzes z.B. wegen einer Leistungsstörung ergeben.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

Elektrizitätsübertragungsnetzes gemäß Art. 2 IV RL 2009/72/EG abgeschlossen wurde, mit der Zustimmung des relevanten Übertragungsnetzbetreibers von einem vorqualifizierten Anbieter von Ausgleichsdienstleistungen auf einen anderen vorqualifizierten Anbieter von Ausgleichsdienstleistungen übertragen wird (Art. 7 IV Delegierte Verordnung 2017/565).

bb) Schuldverschreibungen

- 47 Zu den Finanzinstrumenten zählen auch als Inhaberschuldverschreibung (*bearer bonds*) oder Namensschuldverschreibung (*registered bonds*) verbrieft Rechte.
- 48 Börsengehandelte Schuldtitel sind regelmäßig als **Inhaberschuldverschreibung** gem. § 793 BGB verbrieft. Dazu zählen auch börsengehandelte Derivate (z.B. Optionsscheine, Futures) unabhängig von der Erfüllungsart. Als Inhaberschuldverschreibung gestaltete Wertpapiere sind bereits Finanzinstrumente gem. § 1 XI S. 1 Nr. 3 KWG.
- 49 Als **Namensschuldverschreibungen** ausgestaltete Schuldtitel sind zwar grundsätzlich – mangels Umlauffähigkeit – nicht börsengehandelt. Sie stellen allerdings Vermögensanlagen gem. § 1 II Nr. 6 VermAnlG dar und sind damit Finanzinstrumente gem. § 1 XI S. 1 Nr. 2 KWG.

cc) Emissionszertifikate

- 50 Berechtigungen, Emissionsreduktionseinheiten und zertifizierte Emissionsreduktionen im Sinne des § 3 Nr. 3, 6 und 16 TEHG, soweit sie im EU-Emissionshandelsregister gehalten werden dürfen, (**Emissionszertifikate**) sind seit Inkrafttreten des 2. FiMaNoG nach § 1 XI S. 1 Nr. 9 KWG Finanzinstrumente.

b) Bankgeschäfte

- 51 Die für den Energiehandel relevanten Bankgeschäfte gem. § 1 I KWG setzen an den Begriff des Finanzinstruments an. In Betracht kommt insbesondere das Finanzkommissionsgeschäft.

aa) Finanzkommissionsgeschäft

- 52 Gem. § 1 I S. 2 Nr. 4 KWG ist das Finanzkommissionsgeschäft (früher: *Effektengeschäft*) definiert als die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten im eigenen Namen für fremde Rechnung.
- 53 Beim Kommissionsgeschäft werden der Verkaufsgegenstand, eine Provision sowie typischerweise weitere Bedingungen – etwa ein Mindestpreis – im Voraus vereinbart. Durch das spätere Anschaffungs- oder Veräußerungsgeschäft erwirbt der Kommissionär den Kaufpreisanspruch zunächst selbst, ist jedoch im Verhältnis zum Kommittenten regelmäßig zur Abtretung verpflichtet. Nach Zahlung des Kaufpreises an den Kommissionär gibt dieser ihn an den Kommittenten gegen Zahlung der vereinbarten Provision heraus. Wirtschaftlich trägt

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

der Kommittent letztlich das Kredit- und das Marktrisiko.⁵³ Dem Kommissionär kommt es seinerseits nicht auf einen Kursgewinn, sondern auf die Provision an.

Das Finanzkommissionsgeschäft ist ein Fall der **verdeckten Stellvertretung**, der in § 383 ff. HGB als Kommissionsgeschäft zivil- und handelsrechtlich geregelt ist. In der Praxis ist das Finanzkommissionsgeschäft häufig abzugrenzen vom Tatbestand der Abschlussvermittlung, des Eigenhandels oder der Anlagevermittlung.

54

(1) Anschaffung und Veräußerung

Der Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäfts erfordert – ausweislich des klaren Wortlauts der Norm („die“) – lediglich die Anschaffung **oder** Veräußerung eines Finanzinstruments gem. § 1 XI KWG, nicht aber eine kumulative Erfüllung beider Varianten. Der Tatbestand erfasst auch Tauschgeschäfte oder den Bezug von Wertpapieren aus Emissionen.

55

(2) Im eigenen Namen

Die Anschaffung oder Veräußerung muss im eigenen Namen erfolgen. Bei Handeln im fremden Namen kommt hingegen eine Anlage- oder Abschlussvermittlung in Betracht.

56

(3) Für fremde Rechnung

Die Anschaffung oder Veräußerung der Finanzinstrumente erfolgt für fremde Rechnung, wenn die wirtschaftlichen Vor- und Nachteile aus diesem Geschäft den Auftraggeber treffen. Daraus leitete die **BaFin früher eine weite Auffassung** ab, derzufolge es – durch Schutzerwägungen für die öffentlichen Interessen begründet – allein auf eine wirtschaftliche Betrachtungsweise des Geschäfts ankommen sollte. Diese Verwaltungspraxis wurde von der Rechtsprechung⁵⁴ inzwischen korrigiert, um zu vermeiden, dass das Finanzkommissionsgeschäft zu einem – verfassungsrechtlich bedenklichen – konturlosen Auffangtatbestand kupiert wird. Stattdessen sei das Finanzkommissionsgeschäft grundsätzlich anhand der Merkmale des handelsrechtlichen Kommissionsgeschäfts zu ermitteln. Allerdings folgt die Einordnung nicht allein der zivilrechtlichen Ausgestaltung eines handelsrechtlichen Kommissionsgeschäfts⁵⁵, sondern eigenständigen und dem Bankenaufsichtsrecht immanenten **typologischen Wertungen**.

57

⁵³ BVerwG vom 27.02.2008, Az. 6 C 11/07, BVerwGE 130, 262, juris-Rn. 45.

⁵⁴ Hessischer VGH vom 13.12.2006, Az. 6 UE 3038/05, ZPI 2007, 999; BVerwG vom 27.02.2008, Az. 6 C 11/07, BVerwGE 130, 262 ff., zuletzt Beschluss vom 18.01.2017, BVerwG 8 B 16.16, juris-Rn. 13 ff.

⁵⁵ So aber VG Frankfurt vom 27.10.2005, Az. I E 1159/05, ZPI 2006, 415, juris-Rn. 36 ff. in Anlehnung an die herrschende Literatur, vgl. Dreher, ZIP 2004, 2161, (2162); *Fülbier*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, 2. Auflage, § 1, Rn. 57; Fock, ZBB 2004, 365, (368).

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

- 58 Das *BVerwG*⁵⁶ begründete diese typologische Betrachtung neben dem Wortlaut („Finanzkommissionsgeschäft“) und der Gesetzesystematik insbesondere mit dem Sinn und Zweck der Norm, diejenigen Geschäfte der Aufsicht zu unterstellen, die die Anlegerschaft in ihrer Gesamtheit und die Stabilität des Finanzsystems gefährden. Der Sinn und Zweck gebiete eine nicht starr am handelsrechtlichen Kommissionsgeschäfts ausgerichtete Begriffsbestimmung, erfordere jedoch auch keine rein wirtschaftliche Betrachtung, sodass eine rein typologische Beurteilung zur Erreichung des Schutzzwecks geeignet und das mildeste Mittel sei.⁵⁷ Typusbildene Merkmale des Finanzkommissionsgeschäfts nennt das BVerwG die Weisungsbefugnis des Kammittenten (§ 384 I HGB), die Benachrichtigungs- und Rechenschaftspflicht des Kommissionärs sowie die Pflicht, das Eigentum an den angeschafften Finanzinstrumenten zu übertragen (§ 384 Abs. II HGB).
- 59 Die BaFin hatte ihre Verwaltungspraxis auf Grundlage dieser Rechtsprechung angepasst. Nunmehr sei das Finanzkommissionsgeschäft durch folgende typusbildenden Merkmale gekennzeichnet:
- *Auftrag* an einen anderen, bestimmte Finanzinstrumente im eigenen Namen anzuschaffen oder zu veräußern
 - *Weisungsbefugnis* des Auftraggebers gegenüber Auftragnehmer
 - *Wirtschaftliche Vor- und Nachteile* des Geschäfts treffen den Auftraggeber
 - *Pflichten des Auftragnehmers* zur Rechenschaft, Benachrichtigung und Eigentumsübertragung der Finanzinstrumente an den Auftraggeber
- 60 Soweit beim fraglichen Geschäft eines dieser Merkmale nicht vorliege, kann dies durch das entsprechend höhere Gewicht eines anderen Merkmals wieder aufgewogen werden, sofern insgesamt noch eine hinreichende Ähnlichkeit zum handelsrechtlichen Kommissionsgeschäft besteht. Bei der Beurteilung ist die rechtliche Ausgestaltung der Geschäftsbeziehungen maßgeblich und nicht die davon abweichende Praxis.⁵⁸
- 61 Die BaFin qualifiziert in folgenden Fallgruppen das Finanzkommissionsgeschäft:
- An den **Börsen zugelassene Händler**, die auf Kundenorder oder gegenüber dem Kunden abrechnungspflichtig im eigenen Namen für fremde Rechnung börsengehandelte Finanzinstrumente anschaffen oder veräußern, wobei die Ausnahmeregelung des § 2 I Nr. 8 KWG einschlägig sein kann. Dagegen betreiben die an den Börsen zugelassenen freien **Makler** nicht das Finanzkommissionsgeschäft, da sie regelmäßig lediglich Finanzinstrumente im Namen anderer Börsenteilnehmer und für deren Rechnung anschaffen und veräußern

56 BVerwG vom 27.02.2008, Az. 6 C 11/07, BVerwGE 130, 262 ff., zuletzt Beschluss vom 18.01.2017, BVerwG 8 B 16.16, juris-Rn. 13 ff.

57 Der Gesetzgeber hat auf das Urteil des BVerwG durch Einführung der Anlageverwaltung als Tatbestand der Finanzdienstleistung reagiert, um potentiell entstandenen Schutzlücken für kollektive Anlagemodele zu begegnen.

58 BVerwG, Beschluss vom 18.01.2017, BVerwG 8 B 16.16, juris-Rn. 13 ff.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

(*Abschlussvermittlung*). Ausländische sog. **Remote Member**, d. h. Handelsteilnehmer, die mittels elektronischer Systeme am Handel an einem deutschen geregelten Markt (z. B. der Terminbörsche der EEX) teilnehmen, fallen gar nicht unter die Erlaubnispflicht, solange sie ihre Börsengeschäfte (im Wege des Eigenhandels oder der Finanzkommission) nicht zielgerichtet den in Deutschland ansässigen Kunden anbieten.

- Auch die **treuhänderische Vermögensverwaltung** (sog. **Treuhändermodell**), bei der der Anleger sein Vermögen auf den Verwalter zur weiteren Vermögensbetreuung überträgt, ist bei Anlage in Finanzinstrumente, regelmäßig als Finanzkommissionsgeschäft zu qualifizieren⁵⁹. Der Treuhandverwalter betreibt gleichzeitig auch das Depotgeschäft i. S. d. § 1 I 2 Nr. 5 KWG, wenn Wertpapiere auf ein von ihm eingerichtetes und auf seinen Namen lautendes (treuhänderisch verwaltetes) Depotkonto verwahrt werden.
- **Direktbanken** werden im Effektengeschäft in der Regel als Kommissionär und nicht als Eigenhändler tätig.
- Im Rahmen eines sog. **Begebungskonsortiums** (*„best effort underwriting“*) übernimmt das Unternehmen keine feste Übernahmeverpflichtung, sodass das Absatz- und Platzierungsrisiko beim Emittenten verbleibt. Hier führt das Unternehmen den Vertrieb der emittierten Finanzinstrumente typischerweise **kommissonsweise** durch. Andernfalls kommt ein Platzierungsgeschäft gem. § 1 Ia Nr. 1c KWG in Betracht.
- Ein **Managed Account-Modell**, dem eine Vielzahl paralleler Geschäftsbesorgungsverträge mit einzelnen Kunden zum Handel mit Finanzinstrumenten in eigenem Namen und für deren Rechnung gegen Ausführungsprovision zugrunde liegt, ist auch dann als Finanzkommissionsgeschäft einzuordnen, wenn die Kundenaufträge faktisch gebündelt oder die treuhänderisch getrennt zu verwahrenden Gelder der einzelnen Kunden (rechtswidrig) auf Omnibuskonten mit Geldern anderer Kunden vermischt verwendet werden.⁶⁰

bb) Sonstige Bankgeschäfte

Für Energiehandelsunternehmen kann das Einlagen-, Kredit- oder Garantiegeschäft i. S. d. § 1 I 2 Nr. 1, 2 oder Nr. 8 KWG relevant werden, insbesondere, wenn Unternehmen neben dem Finanzkommissionsgeschäft im Rahmen einer bestehenden Konzerninnenfinanzierung (ggf. in Form eines Zentralen Cash-Management-Systems – **Cash Pooling**) für andere Konzernunternehmen Garantien übernehmen oder an diese Darlehen gewähren. Allerdings sind solche Geschäfte, sofern sie innerhalb eines Konzernverbundes erfolgen, aufgrund des gesetzlichen Ausnahmentatbestandes in § 2 I Nr. 7 KWG (sog. Konzernprivileg) nicht erlaubnispflichtig.

62

59 Schwintowski, AJP/PJA 4/2005, 457, 458.

60 BVerwG, Beschluss vom 18.01.2017, BVerwG 8 B 16.16.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

c) Finanzdienstleistungen

- 63 Der Katalog mit – ebenfalls erlaubnispflichtigen – Finanzdienstleistungen ist in § 1 Ia KWG geregelt, wobei die Einordnung als Finanzdienstleistungsinstitut subsidiär zur Einordnung als Kreditinstitut ist.
- 64 Finanzdienstleistungen werden typischerweise als Dienstleistung für andere im Dreipersonenverhältnis erbracht. Eine Ausnahme davon bilden erlaubnispflichtige Eigengeschäfte. Finanzdienstleistungen bergen nach der Wertung des Gesetzes eine geringere Gefährlichkeit als Bankgeschäfte, sodass geringere Anforderungen an die laufende Aufsicht und ein vereinfachtes Erlaubnisverfahren (jeweils im Vergleich zu Bankgeschäften) gerechtfertigt erscheint.
- aa) Anlagevermittlung
- 65 Anlagevermittlung ist gem. § 1 Ia Nr. 1 KWG die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten. Dafür muss eine durch einen Dritten beauftragte **Vermittlertätigkeit** erbracht werden.
- 66 Eine Vermittlertätigkeit ist, nach gefestigter Verwaltungspraxis der BaFin⁶¹ und Rechtsprechung⁶², die zivilrechtliche Tätigkeit als Bote oder Makler.⁶³ Der Anlagevermittler beschränkt sich damit auf die **Entgegennahme und Weiterleitung von Willenserklärungen und Aufträgen**. Selbst wird er nicht Partei des abzuschließenden Geschäfts und hat auch keine Entscheidungsbefugnis, für eine der Parteien den Vertragsschluss herbeizuführen. Jedoch zielt seine Vermittlertätigkeit auf einen Vertragsschluss ab, indem sie ihn vorbereitet oder zumindest fördert (**zielgerichtete Tätigkeit**). Ein Indiz (aber keineswegs notwendig) dafür ist eine Vergütungsleistung im Falle des Abschlusses des Geschäfts (Provision). Erfasst ist damit nicht nur die Weiterleitung von final auf den Vertragsschluss gerichteten Angeboten und Dokumenten,⁶⁴ sondern bereits die Weiterleitung von Wissenserklärungen im frühen Verhandlungsstadium (z. B. Vorschläge zur Konditionen- und Preisgestaltung). Unerheblich ist dabei, ob die Weiterleitung mündlich, schriftlich oder elektronisch erfolgt. Der Anlagevermittler handelt **weder als offener Stellvertreter** für eine der (künftigen) Vertragsparteien (dann ggf. Abschlussvermittlung), noch hat er einen eigenen **Ermessensspielraum** beim Abschluss des Geschäfts (dann ggf. Finanzportfolioverwaltung).
- 67 Keine Vermittlertätigkeit für die Zwecke der Anlagevermittlung ist hingegen die bloße **Nachweistätigkeit**, bei der lediglich der Kontakt zwischen Anleger und Anbieter des Finanzinstruments hergestellt und auf die bloße Gelegenheit hin-

61 BaFin vom 13.07.2017, Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung, Nr. 1, a).

62 Hessischer VGH vom 26.05.2010, Az. 6 A 1676/08, ZIP 2010, 1841.

63 Weber-Rey/Baltzer, WM 1997, 2288, 2289.

64 BGH, WM 2014, 121 (122 Rn. 14); BGH, WM 2014, 2310 Rn. 36 = ZIP 2014, 2398 = BB 2014, 2945; VGH Kassel, NJW 2003, 3578, 3579.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

gewiesen wird.⁶⁵ Wer daher nur einen Hinweis auf ein bestimmtes Geschäft über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten gibt, ohne bewusst und final auf den Anleger einzuwirken, um dessen Abschlussbereitschaft herbeizuführen, erbringt nicht die Anlagevermittlung. Das Gleiche gilt für die bloße Benennung von an einem Erwerb von Finanzinstrumenten interessierten Anlegern gegenüber Anbietern von Finanzinstrumenten. Ein für die Anlagevermittlung **erforderliches Einwirken zur Herbeiführung der Abschlussbereitschaft** liegt in aller Regel nur vor, wenn ein **konkretes Geschäft** über die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten Gegenstand der Kommunikation zwischen Vermittler und Anleger ist.

Anlagevermittlung betreiben jedenfalls Terminbörsen selbst und Börsenmakler, sowie andere Vermittler von Finanzinstrumenten im Freiverkehr.⁶⁶ Die häufig elektronische Vermittlung von Schwarmfinanzierungen (**Crowdfunding**) ist nur dann eine Anlagevermittlung, wenn keine Darlehen, sondern Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzierung sind. Allerdings ist in diesem Zusammenhang die Ausweitung des Begriffs des Finanzinstruments (§ 1 Abs. 11 KWG auf Vermögensanlagen im Sinne des § 1 II des Vermögensanlagengesetzes) zu beachten.

bb) Abschlussvermittlung

Wird ein Vermittler nicht nur als Bote, sondern als offener Stellvertreter tätig, kommt die **Abschlussvermittlung** in Betracht. Abschlussvermittlung ist definiert als die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten im fremden Namen für fremde Rechnung. Entsprechend gibt der Abschlussvermittler (im Gegensatz zum Anlagevermittler) stets eine **eigene Willenserklärung** als Vertreter seines Kunden ab. Die Abschlussvermittlung ist auch von der Finanzportfolioverwaltung (zivilrechtlich: Vermögensverwaltung) abzugrenzen. Auch der Finanzportfolioverwalter wird regelmäßig als Vertreter des Kunden tätig, sodass sich die Erlaubnistatbestände überschneiden. Ein möglicher Unterschied kann der für die Finanzportfolioverwaltung eingeräumte Ermessensspielraum sein.

cc) Finanzportfolioverwaltung

Finanzportfolioverwaltung (zivilrechtlich: Anlageverwaltung) ist die Verwaltung einzelner in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere **mit Entscheidungsspielraum**. Der Verwalter handelt für seinen Kunden als offener Stellvertreter. Der Kunde wird selbst Partei der Erwerbs- und Veräußerungsgeschäfte über Finanzinstrumente.

⁶⁵ Dies ist ein wesentlicher Unterschied zwischen Anlagevermittlung und **Darlehensvermittlung**, die gem. § 34c GewO erlaubnispflichtig ist und **bloße Nachweismaklerie** erfasst. Sofern der Vermittler neben Finanzinstrumenten auch Darlehen vermitteln wird, ist dies in der Beratungspraxis zu berücksichtigen.

⁶⁶ Jung, WM 1998, 649, (651).

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

(1) Verwaltung einzelner Vermögen

- 71 Bei der Finanzportfolioverwaltung möchte der Vermögensinhaber typischerweise die Aufgabe der Verwaltung seines Vermögens auf einen Dienstleister auslagern. Zwingend erforderlich ist ein auf Dauer angelegtes Mandat des Vermögensverwalters jedoch nicht, so dass nach der Verwaltungspraxis der BaFin auch eine einmalige Verwaltungstätigkeit den Tatbestand erfüllen kann. Zudem muss sich die Verwaltungstätigkeit auf einzelne Kundenvermögen beziehen (**Einzelkundenbasis**). Dies bedeutet jedoch nicht, dass jedes Kundenvermögen in ein eigenes Portfolio aufgeteilt sein muss. Vielmehr können in einem Portfolio die Vermögen verschiedener Kunden gebündelt werden.⁶⁷ Zudem muss das Portfolio nicht ausschließlich aus Finanzinstrumenten bestehen. Finanzportfolioverwaltung kommt daher auch bei **verwalteten Stromportfolios** in Betracht, welche sowohl Verträge mit physischer Lieferpflicht als auch Barausgleich zusammenfassen.

(2) Für andere

- 72 Der Finanzportfolioverwalter handelt für seinen Kunden, typischerweise als Stellvertreter des Kunden im Rahmen eines Mandats. Es ist nicht erforderlich, dass der Vertragspartner des Kunden das Handeln des Verwalters für den Kunden erkennt.
- 73 Bei der Anlage des Gesellschaftsvermögens ist nach der Verwaltungspraxis der BaFin zu differenzieren. Verwalten Gesellschafter von Personengesellschaften oder Organmitglieder von Kapitalgesellschaften das Gesellschaftervermögen durch Anlage in Finanzinstrumente, so scheidet Finanzportfolioverwaltung aus.⁶⁸ Bei der Gesellschaft bürgerlichen Rechts (z. B. **Investmentclubs**) handelt der verwaltende Gesellschafter aufgrund der beschränkten Rechtsfähigkeit für die anderen Gesellschafter,⁶⁹ sodass der Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung in Betracht kommt, wenn hinreichender Entscheidungsspielraum besteht.

(3) Mit Entscheidungsspielraum

- 74 Der Finanzportfolioverwalter muss einen **eigenen Ermessensspielraum** haben, d. h. der Vermögensverwalter muss die Möglichkeit haben, selbst Einfluss auf die konkrete Anlageentscheidung zu nehmen. Hier kommt es in der Praxis auf die vertragliche Ausgestaltung der Befugnisse des Verwalters an. Ein eigener Entscheidungsspielraum ist bei einem vereinbarten **Zustimmungsvorbehalt** aus-

67 BVerwG vom 22. September 2004 – BVerwG 6 C 29.03 und vom 24.02.2010 – BVerwG 8 C 10.09.

68 Möglich bleiben jedoch insbesondere das Finanzkommissionsgeschäft, Anlageverwaltung oder Eigenhandel.

69 BVerwG vom 24.02.2010 – BVerwG 8 C 10.09.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

geschlossen, nicht aber bei einem bloßen **Vetorecht** des Kunden.⁷⁰ Dabei reicht es, wenn dem Verwalter dieser Spielraum über die ihm obliegende Auswahl weiterer Dienstleister zuteilwird. Fehlt allerdings ein solcher – wenn **auch nur mittelbarer** – Spielraum, können möglicherweise andere Finanzdienstleistungen einschlägig sein.

dd) Anlageberatung

Anlageberatung ist gem. § 1 Ia Nr. 1a KWG die Abgabe von persönlichen Empfehlungen an Kunden oder deren Vertreter, die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten beziehen, sofern die Empfehlung auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt oder als für ihn geeignet dargestellt wird und nicht ausschließlich über Informationsverbreitungskanäle oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben wird.

Eine **Empfehlung** liegt immer dann vor, wenn dem Anleger in seinem Interesse zu einer bestimmten Handlung im Zusammenhang mit einem Finanzinstrument geraten wird (Kauf, Verkauf, Bezug, Übernahme, Halten, Ausübung von Rechten usw.).⁷¹ Unerheblich ist, ob die Empfehlung umgesetzt wird. Die Empfehlung ist von der **bloßen Informationsgabe**, ohne konkrete Handlungsvorschläge für die Anlage in Finanzinstrumente zu unterbreiten, abzugrenzen.

Die Empfehlung muss sich zudem auf **bestimmte Finanzinstrumente** beziehen. Dies erfasst sowohl die Bezeichnung von einem als auch mehreren Finanzinstrumenten als mögliche Anlagealternativen, wobei die konkrete Auswahl letztlich dem Kunden überlassen bleibt. Keine Anlageberatung ist hingegen die bloße Empfehlung einer bestimmten Art von Finanzinstrumenten (z. B. festverzinsliche Anleihen, Zertifikate), die Anlage in bestimmten Branchen (z. B. Energieversorgeraktien) oder der Erwerb von Finanzinstrumenten bei einem bestimmten Institut.⁷²

Die Empfehlung muss auf eine Prüfung der **persönlichen Umstände des Kunden** gestützt oder zumindest als für ihn geeignet dargestellt werden. Eine Prüfung der persönlichen Umstände liegt bereits dann vor, wenn der Kunde den betreffenden Dienstleister lediglich in allgemeiner Form über seine finanzielle Situation unterrichtet und der Dienstleister diese Information bei der folgenden Empfehlung berücksichtigt. Für die Anlageberatung reicht es alternativ bereits aus, dass der Berater zurechenbar den Eindruck erweckt, diese persönlichen

70 Vgl. BaFin „Merkblatt–Hinweise zum Tatbestand Finanzportfolioverwaltung“ (Stand: Juli 2018) – abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt\(mb_091208_tatbestand_finanzportfolioverwaltung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt(mb_091208_tatbestand_finanzportfolioverwaltung.html) (Abruf am: 14.01.2021) [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt\(mb_091208_tatbestand_finanzportfolioverwaltung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt(mb_091208_tatbestand_finanzportfolioverwaltung.html) (Abruf am: 23.12.2020).

71 Vgl. BaFin vom Februar 2019, Gemeinsames Informationsblatt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der Deutschen Bundesbank zum Tatbestand der Anlageberatung.

72 BaFin vom Februar 2019, Gemeinsames Informationsblatt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der Deutschen Bundesbank zum Tatbestand der Anlageberatung, S. 2.

75

76

77

78

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

Umstände berücksichtigt zu haben, wobei die BaFin die Schwelle hierfür eher gering ansetzt.

- 79 Ein **Tatbestandsausschluss** der Anlageberatung greift, wenn die Empfehlung ausschließlich über Informationsverbreitungskanäle oder für die Öffentlichkeit (d.h. einem nicht bestimmbaren Personenkreis) bekannt gegeben wird. Erfasst werden durch diese Ausnahme insbesondere Empfehlungen, welche in Presse, Rundfunk oder Internet sowie in öffentlichen Veranstaltungen erteilt werden. Diese Ausnahme wird regelmäßig bei allgemeinen **Werbemaßnahmen** vorliegen. Auch **Finanzanalysen** i.S.d. § 34b I WpHG stellen keine Anlageberatung dar, solange bei einer Finanzanalyse die betreffende Information einem unbekannten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll und keine persönlichen Umstände eines Kunden berücksichtigt werden.⁷³ Nicht von der Ausnahme erfasst sind hingegen Empfehlungen, welche lediglich einem bestimmten Personenkreis mitgeteilt werden (z.B. Postsendungen an bestimmte Personen, Newsletter an Personen auf einer E-Mailliste, Empfehlungen in einen nicht-öffentlichen Mitgliederbereich einer Website oder auf einer nicht-öffentlichen Veranstaltung).

ee) Eigenhandel und Eigengeschäft

- 80 Eigenhandel und Eigengeschäft sind jeweils Finanzdienstleistungen. Der Tatbestand des **Eigenhandels** (§ nach § 1 Ia Nr. 4 KWG) wurde mehrmals erheblich geändert und erweitert, sodass heute nicht nur die Tätigkeit „für andere“ erfasst wird. Vielmehr besteht der Eigenhandel nunmehr aus vier möglichen Tatbestandsalternativen. Charakteristisch für den Tatbestand des Eigenhandels ist der bessere Marktzugang des Händlers im Vergleich zum Kunden.⁷⁴
- 81 Der Tatbestand des **Eigengeschäfts** gem. § 1 Ia S. 3 KWG erfasst die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung, die nicht Eigenhandel im Sinne des § 1 Ia S. 2 Nr. 4 KWG ist. Damit will die Aufsicht sämtliche Anschaffungen und Veräußerungen von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung – vorbehaltlich einschlägiger Ausnahmeregelungen – lückenlos entweder als Dienstleistung in Form des Eigenhandels oder als Anlagetätigkeit in Form des Eigengeschäfts erfassen.

(1) Eigenhandel

- 82 Zunächst ist Eigenhandel das kontinuierliche Anbieten des Kaufs oder Verkaufs von Finanzinstrumenten an einem organisierten Markt oder in einem multilateralen Handelssystem zu selbst gestellten Preisen (lit. a). Damit ist die klassische Funktion als **Market-Maker** – sowohl an einer Börse, als auch an einem multilateralen Handelssystem – erfasst.⁷⁵

73 Vgl. dazu *Balzer*, ZBB 2007, 333 (335).

74 BaFin, Merkblatt – Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts (Stand: Mai 2019).

75 BT-Drucks. 16/4028, S. 58.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

Diese wirtschaftliche Funktion erfüllt auch ein sog. **systematischer Internalisierer**, der die zweite Alternative des Eigenhandels bildet (lit. b). Darunter ist das häufige, organisierte und systematische Betreiben von Handel für eigene Rechnung außerhalb eines organisierten Marktes oder eines multilateralen Handelssystems zu verstehen, indem ein für Dritte zugängliches System angeboten wird, um mit ihnen Geschäfte durchzuführen. Die Voraussetzungen der systematischen Internalisierung sind aber nach § 1 Ia S. 5 KWG erst dann erfüllt, wenn sowohl die in den Art. 12 bis 17 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 bestimmten Obergrenzen für häufigen systematischen Handel als auch für den Handel in erheblichem Umfang überschritten werden. 83

Auch jedes sonstige Anschaffen oder Veräußern von Finanzinstrumenten **für eigene Rechnung als Dienstleistung für andere** ist Eigenhandel (lit. c).⁷⁶ Diese Alternative ist Auffangtatbestand zu lit. a und lit. b. Durch das Merkmal „für eigene Rechnung“ grenzt die BaFin den Eigenhandel vom Finanzkommissionsgeschäft ab. Beim Eigenhandel trägt demnach der Dienstleister das Preis- und Erfüllungsrisiko. Durch das Merkmal der „Dienstleistung für andere“ wird der Eigenhandel zum Eigengeschäft abgegrenzt, welchem der Dienstleistungsscharakter fehlt. Als Beispiele für diese Tatbestandsalternative führt die BaFin an: den Generalclearer an der Terminbörse, ohne den für den einfachen Handelsteilnehmer ein Geschäft an dieser Börse nicht möglich ist, das Kreditinstitut, welches über Festpreisgeschäfte dem Privatanleger überhaupt erst die Investition und Spekulation in Wertpapieren ermöglicht, sowie die Aufgabegeschäfte, mit denen der Börsenmakler temporäre Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage in weniger liquiden Werten ausgleicht. 84

Das Betreiben von **Hochfrequenzhandel** ist ebenfalls Eigenhandel (lit. d). Darunter ist das Kaufen oder Verkaufen von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung mittels einer hochfrequenten algorithmischen Handelstechnik zu verstehen. Die computergestützte Handelstechnik muss (1) darauf abzielen, die Latenzzeiten zu minimieren, (2) die Entscheidung über die Einleitung, das Erzeugen, das Weiterleiten oder die Ausführung eines Auftrags ohne menschliche Intervention selbstständig übernehmen und (3) zu einem hohen untertägigen Mitteilungsaufkommen in Form von Aufträgen, Quoten oder Stornierungen führen. Eine Dienstleistung für andere muss dagegen nicht vorliegen. 85

(2) Eigengeschäft

Sofern die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung nicht schon Eigenhandel ist, wird die Tätigkeit als Eigengeschäft (§ 1 Ia S. 3 KWG) erfasst. Hier **fehlt der Dienstleistungscharakter** für andere. Allerdings führt ein Betreiben des Eigengeschäfts nur unter den in § 32 Ia S. 1 bis 3 KWG genannten Bedingungen zu einer Erlaubnispflicht.⁷⁷ 86

76 BaFin, Merkblatt – Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts (Stand: Mai 2019).

77 BaFin, Merkblatt – Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts (Stand: Mai 2019).

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

- 87 Gem. § 32 Ia S. 1 bis 3 KWG besteht grundsätzlich eine Erlaubnispflicht, wenn:
- Eigengeschäfte ausgeführt werden, **zusätzlich zu** dem Betreiben von weiteren erlaubnispflichtigen **Bankgeschäften oder Finanzdienstleistungen**, mit Ausnahme von Finanzierungsleasing, Factoring, Sortengeschäft (betreffend Währungen) sowie Kryptoverwahrgeschäften oder Verwahrgeschäften in Verbindung mit AIF, oder
 - das Eigengeschäft als **Mitglied oder Teilnehmer** eines organisierten Marktes oder eines multilateralen Handelssystems betrieben wird, oder
 - das Eigengeschäft mit einem direkten elektronischen Zugang zu einem Handelsplatz oder mit **Warenderivaten, Emissionszertifikaten** oder Derivaten auf Emissionszertifikaten betrieben wird.

Die beiden letzten Alternativen sind selbst dann erlaubnispflichtig, wenn darüber hinaus kein zusätzliches Bankgeschäft oder keine Finanzdienstleistung betrieben wird.

- 88 Die Erlaubnispflicht für Eigengeschäfte steht wiederum unter zahlreichen **Ausnahmen**, insbesondere wenn:
- das Geschäft, ohne dass weitere Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen betrieben werden, nachweisbar dem eigenen oder konzerninternen **Risiko- oder Liquiditätsmanagement** dient, oder
 - das Eigengeschäft mit **Emissionszertifikaten** von einem Betreiber im Sinne des § 3 Nr. 4 des Treibhausgas-Emissionshandelsgesetzes betrieben wird, der keine Bankgeschäfte betreibt und bestimmte Finanzdienstleistungen erbringt, oder
 - das Eigengeschäft ausschließlich mit **Waretermingeschäften, Emissionszertifikaten und Derivaten auf Emissionszertifikate** betrieben wird und das Unternehmen weder Teil einer Bankengruppe ist, das Eigengeschäft mit Blick auf das operative Geschäft lediglich eine Nebentätigkeit ist und das Unternehmen der BaFin die Inanspruchnahme dieser Ausnahme **jährlich anzeigt**.

d) Ausnahmen von der Erlaubnispflicht

- 89 Sofern eine erlaubnispflichtige Tätigkeit erbracht werden soll und keine Tatbestandsausnahme greift, könnte eine Ausnahme gem. § 2 I bzw. VI KWG greifen.
- aa) Konzernprivileg
- 90 In der Praxis ist zunächst das Konzernprivileg gem. § 2 I Nr. 7 KWG sowie § 2 VI S. 1 Nr. 5 KWG von hoher Bedeutung für Unternehmen außerhalb des Finanzsektors. Danach gelten Unternehmen, die Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen ausschließlich für ihre Mutter-, Tochter- oder Schwesterunternehmen betreiben, nicht als Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsunternehmen. Konzernen wird dadurch ermöglicht, ihr Kapital an zentraler Stelle zusammen-

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

zuführen (**Cash-Pooling**), um einen konzerninternen Liquiditätsausgleich herbeizuführen und die Zinskosten zu senken.⁷⁸

Teils wird das Konzernprivileg mit dem Argument kritisiert, eine gesamtwirtschaftliche Gefahr könne auch durch die Tätigkeit von Inhouse-Banken induziert werden.⁷⁹ Das Argument ist zweifelhaft.⁸⁰ Realisiert sich die Bestandsgefahr der von dieser Ausnahme erfassten Inhouse-Bank, so beschränken sich die Auswirkungen weitestgehend auf den Konzern, da lediglich konzerninterne Bankgeschäfte bestehen. Denn das Konzernprivileg greift nach Ansicht der BaFin nur bei Ausschließlichkeit ein: Soweit das Unternehmen auch nur ein weiteres Bankgeschäft mit einem nicht konzernverbundenen Vertragspartner tätigt (ausgenommen ist die Bereichsausnahme für die Verwaltung eines Systems von Arbeitnehmerbeteiligungen), werden seine Geschäfte insgesamt erlaubnispflichtig.⁸¹ Eine systemische Ausbreitung ist daher unwahrscheinlich.

Der mit **Mutter-, Tochter- und Schwesterunternehmen** umschriebene Konzernbegriff folgt aus Art. 4 I Nr. 15 und 16 der CRR⁸² in Verbindung mit Art. 22 und 23 Bilanzrichtlinie.⁸³ Maßgeblich ist demzufolge eine gesetzlich oder vertraglich begründete **Beherrschung** durch die Mutter, welche eine **Konsolidierungspflicht** begründet. Übliche und durch die BaFin anerkannte Beherrschungsmechanismen sind Anteils- oder Stimmrechtsmehrheit, Beherrschungsvertrag oder das Recht, die Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans zu bestellen oder abzuberufen, wenn es gleichzeitig Gesellschafter des Tochterunternehmens ist. Denkbar sind aber auch Sachverhalte mit rein wirtschaftlicher Abhängigkeit.⁸⁴ Gleichordnungskonzerne sind hingegen nicht anerkannt. Dagegen steht die sog. Mehrmüutterschaft der Ausnahme nach Ansicht der BaFin⁸⁵ und der herrschenden Literatur⁸⁶ nicht entgegen. Auch hier fehlt es am öffentlichen Interesse.⁸⁷ Auf die Rechtsform und den Sitz der Unternehmen kommt es nicht an. Mutterunternehmen kann auch eine natürliche Person sein.

91

92

78 Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 2 KWG, Rn. 27.

79 Zerwas/Hanten, ZBB 2000, 44, (50).

80 Wieland, BB 2012, 917, (920).

81 BaFin, Merkblatt – Hinweise zur Erlaubnispflicht von Geschäften im Zusammenhang mit Stromhandelsaktivitäten, IV, Nr. 1 (Stand: Juni 2011); kritisch dazu: Wieland, BB 2012, 917, (921).

82 Bankenäquivalenzverordnung (CRR), VO 575/2013/EU vom 26. 06. 2013.

83 CRD IV, RL 2013/34/EU vom 26. 06. 2013.

84 Art. 4 I Nr. 15 lit. a und 16 S. 1 lit. a CRR i. V. m. Art. 22 II Bilanz-RL.

85 BAKred, Schreiben vom 20. 01. 1992 (I 3-236-2/85), abgedruckt bei Consbruch/Fischer, KWG, B 61.30 (zu § 19 II Nr. 1 KWG).

86 Zustimmend: Wenzel, NZG 2013, 161, (163) m. w. N.; a. A. Schäfer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 2 KWG, Rn. 32.

87 Wieland, BB 2012, 917, (922).

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

bb) Komplementärgeschäfte (Nebentätigkeitsausnahme)

- 93 Die Nebentätigkeitsausnahme gem. § 2 I Nr. 9 und VI S. 1 Nr. 11 KWG setzt Art. 2 I lit. i) der MiFID um.⁸⁸ Sie stellt Unternehmen von der Erlaubnispflicht frei, die als **Nebengeschäft (ancillary activities)** zu ihrer kapitalmarktfernen Haupttätigkeit Finanzkommissionsgeschäfte, Emissionsgeschäfte⁸⁹ oder ausgewählte Finanzdienstleistungen⁹⁰ in Bezug auf Waretermingeschäften, Emissionszertifikaten und mit Derivaten auf Emissionszertifikate tätigen. Für Geschäfte mit anderen als diesen Finanzinstrumenten kann die Nebentätigkeitsausnahme nicht greifen.
- 94 Der Gesetzgeber hatte bei der Ausnahme insbesondere **Energieversorgungsunternehmen** im Blick, die ihren Kunden neben dem originären, kapitalmarktfernen Tätigkeitsschwerpunkt zusätzliche **Absicherungsgeschäfte** aus einer Hand anbieten können sollen. Deshalb stehen die Ausnahmetatbestände unter folgenden, einschränkenden Voraussetzungen:
- Zunächst darf das Unternehmen kein Teil einer Unternehmensgruppe sein, deren Haupttätigkeit in der Erbringung von Bankgeschäften oder ausgewählten Finanzdienstleistungen besteht.
 - Zudem muss sich das relevante Geschäft auf individueller und aggregierter Basis als **Nebentätigkeit** im Sinne von Art. 1 DelVO (EU) 2017/592 darstellen.
 - Dieses Geschäft muss als **Dienstleistung** für die Kunden oder Zulieferer ihrer Haupttätigkeit betrieben werden; und
 - es muss eine **jährliche Anzeige** an die BaFin erfolgen, welche mitteilt, dass von dieser Ausnahme Gebrauch gemacht wurde.
- Im Rahmen einer Änderung der MiFID II, die von den Mitgliedstaaten noch umzusetzen und voraussichtlich ab Februar 2022 anwendbar sein wird, werden die Anforderungen an die Bestimmung der **Nebentätigkeit** geändert und die **jährliche Anzeige** an die BaFin wird entfallen.
- 95 Die zentrale Frage, wann eine Nebentätigkeit vorliegt, ist in DelVO (EU) 2017/592 geregelt. Demnach liegt eine bloße Nebentätigkeit vor, wenn ein Überschreiten der **Schwellenwerte** nach Art. 2 und Art. 3 ergibt, dass die Tätigkeit des Unternehmens in Bezug auf Warederivate, Emissionszertifikate oder Derivate auf Emissionszertifikate eine Nebentätigkeit zur Haupttätigkeit der Unternehmensgruppe ist. Die DelVO sieht zwei nacheinander durchzuführende Testreihen vor.

88 Vgl. BaFin, Merkblatt über Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts, Nr. 3 lit. a) dd) (Stand: Mai 2019).

89 BaFin, Merkblatt über Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts, Nr. 3 lit. a) bb) (Stand: Mai 2019).

90 Anlagevermittlung, Anlageberatung, Betrieb eines multilateralen Handelssystems (MTF) oder Betrieb eines organisierten Handelssystems (OTF), Platzierungsgeschäft, Abschlussvermittlung, Finanzportfolioverwaltung, Eigenhandel als Market Maker oder systematische Internalisierer.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

(1) Auf die Haupttätigkeit bezogene Schwellenwerte (Main Business Test)	96
Art. 3 der DelVO (EU) 2017/592 betrifft die Tätigkeit des Unternehmens selbst und gibt wiederum zwei Alternativen vor, nämlich den Trading Activity Test und den Kapitaltest.	
Für den Trading Activity Test ist jeweils das Verhältnis der spekulativen Handelstätigkeit der Unternehmensgruppe in einer bestimmten Warenderivateklasse bzw. mit Emissionszertifikaten bzw. mit Derivaten auf Emissionszertifikate zu der gesamten Handelstätigkeit der Unternehmensgruppe in der Warenderivateklasse bzw. mit Emissionszertifikaten bzw. mit Derivaten auf Emissionszertifikate (sog. Bruttonennwert) zu bilden. Die spekulative Handelstätigkeit wird ermittelt, indem vom Bruttonennwert der Unternehmensgruppe bestimmte, privilegierte Tätigkeiten (Absicherungsgeschäfte, Intra-Gruppen-Geschäfte, Liquiditätsbereitstellung an Handelsplätzen, Geschäfte lizenzierter Gruppengesellschaften) abgezogen werden. Auf Grundlage dieses Verhältnisses (spekulative Handelstätigkeit/Bruttonennwert) wird eine Einordnung in Klassen unternommen (Klasse 1: <10 %, Klasse 2: 10 %-50 %, Klasse 3: >50 %), welche beim nachfolgenden Marktanteilstest relevant werden.	97
Alternativ zum Trading Activity Test sieht Art. 3 DelVO (EU) 2017/592 den Kapitaltest vor. Beim Kapitaltest ist das Verhältnis des geschätzten eingesetzten Kapitals der Unternehmensgruppe für die spekulative Handelstätigkeit mit Warenderivaten bzw. Emissionszertifikaten bzw. Derivaten auf Emissionszertifikate zu dem eingesetzten Kapital für die Haupttätigkeit der Unternehmensgruppe zu bilden. Dabei ist das geschätzte eingesetzte Kapital für die spekulative Handelstätigkeit anhand einer vorgegebenen Berechnungsmethode zu ermitteln. Liegt das Ergebnis bei nicht mehr als 10 % erfolgt eine Einordnung in die Klasse 1 beim Marktanteilstest. Weitere Klassen gibt es beim Kapitaltest nicht.	98
(2) Marktanteilstest	99
Auf der zweiten Stufe sieht Art. 2 der DelVO (EU) 2017/592 den Marktanteilstest vor. Beim Marktanteilstest ist jeweils pro Anlageklasse/Warenderivateklasse das Verhältnis der spekulativen Handelstätigkeit der Unternehmensgruppe zu dem Bruttonennwert aller Kontrakte in der EU, also zu der gesamten Markthandeltätigkeit in der EU, zu bilden. Die European Securities and Markets Authority (ESMA) veröffentlicht Marktdaten zu der Markthandelstätigkeit in der EU, welche die Grundlage der Berechnung bilden. Tätigt eine Unternehmensgruppe nur Absicherungsgeschäfte oder andere privilegierte Tätigkeiten, ist der Zähler null und die Schwellenwerte werden nicht erreicht.	
Abhängig von der Klassifizierung, welche auf Grundlage des zuvor durchgeföhrten Main Business Test vorgenommen wurde, ergeben sich unterschiedliche Schwellenwerte zwischen 0.5 % und 20 %, abhängig von der Warenterminkontrakte bzw. Emissionszertifikate. Näheres regelt die DelVO (EU) 2017/592.	100

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

(3) Künftige Anpassung der Nebentätigkeitsausnahme

- 100a Der europäische Gesetzgeber hat zum Redaktionsschluss eine inhaltliche Änderung der Nebentätigkeitsausnahme vorgesehen, welche in der sog. *MiFID II quick fix*-Richtlinie⁹¹ verortet ist. Demnach sollen künftig qualitative und quantitative Kriterien zur Beurteilung der Nebentätigkeit herangezogen werden, welche in einem noch zu erlassenen delegierten Rechtsakt spezifiziert werden. Dabei soll berücksichtigt werden, ob der ausstehende Nominalbetrag von Warenderivaten, Emissionszertifikaten und Derivaten darauf für ein finanzielles Settlement in der EU (mit Ausnahme von Derivaten, die auf einem Handelsplatz gehandelt werden) unterhalb des jährlichen Schwellenwertes von EUR 3 Mrd. liegt, oder ob das eingesetzte Kapital überwiegend der Haupttätigkeit der Unternehmensgruppe zuzuordnen ist, oder ob der Umfang dieser (spekulativen) Aktivitäten nicht den Umfang der anderen Handelsaktivitäten auf Ebene der Unternehmensgruppe übersteigt. Darüber hinaus soll auch die derzeit erforderliche jährliche Anzeige bei der BaFin zur Nutzung der Ausnahme entfallen. Die Änderungen der MiFID II quick fix sind von den Mitgliedstaaten bis zum November 2021 national umzusetzen und sind voraussichtlich ab 28. Februar 2022 anwendbar.

cc) Warenprivileg

- 101 Einige Teilnehmer am Energiegroßhandel, nämlich **Übertragungsnetzbetreiber**,⁹² Dienstleister für Übertragungsnetzbetreiber oder **Betreiber** oder Verwalter eines **Energieausgleichssystems**, eines **Rohrleitungsnetzes** oder eines **Systems zum Ausgleich von Energieangebot und -verbrauch** können gem. § 2 I Nr. 13 sowie VI S. 1 Nr. 21 KWG freigestellt werden, wenn sie Finanzkommissonsgeschäfte, Emissionsgeschäfte⁹³ oder ausgewählte Finanzdienstleistungen⁹⁴ in Bezug auf **Warenderivate** betreiben, welche mit ihrer jeweiligen Haupttätigkeit in Zusammenhang stehen. Im Gegensatz zur Nebentätigkeitsausnahme kann die erlaubnispflichtige Tätigkeit hier nicht nur von untergeordneter Bedeutung sein. Der erforderliche Zusammenhang wird durch den Basiswert des Warenderivats hergestellt. Unerheblich für die Inanspruchnahme dieser Ausnahme ist, ob physische Lieferung oder Barausgleich im Warenderivat vereinbart wurde.

e) Freistellungen im Einzelfall

- 102 Sofern das Unternehmen anstrebt, eine erlaubnispflichtige Tätigkeit gem. § 1 I bzw. Ia KWG auszuüben und keine Ausnahme gem. § 2 I bzw. VI KWG greift, und im Fall von ausländischen Unternehmen auch die passive Dienstleistungs-

91 RL 2021/338/EU vom 16.02.2021, Abl. L 68, S. 14 ff.

92 Vgl. Art. 2 Nr. 4 RL 2009/72/EG oder Art. 2 Nr. 4 RL 2009/73/EG.

93 BaFin, Merkblatt über Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts, Nr. 3 lit. a) bb) (Stand: Mai 2019).

94 Anlagevermittlung, Anlageberatung, Betrieb eines multilateralen Handelssystems (MTF) oder Betrieb eines organisierten Handelssystems (OTF), Platzierungsgeschäft, Abschlussvermittlung, Finanzportfolioverwaltung, Eigenhandel.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

freiheit (Reverse Solicitation) nicht in Anspruch genommen werden kann, kommt eine Freistellung im Einzelfall in Betracht. Um die Möglichkeit einer Freistellung im Einzelfall in Anspruch zu nehmen, ist ein Antrag an die BaFin zu stellen.

aa) Freistellung für im Inland ansässige Unternehmen (§ 2 IV KWG)

Die BaFin kann ein im **Inland ansässiges Unternehmen** auf dessen **Antrag** von einzelnen Vorschriften freistellen, wenn das Unternehmen wegen der Art der von ihm betriebenen Geschäfte insoweit nicht der Aufsicht bedarf (§ 2 IV KWG).

Für die BaFin sind einige Geschäfte schon von vornherein **nicht freistellungsfähig**. Dazu zählen das Einlagengeschäft sowie die durch die MiFID zwingend zu beaufsichtigenden Finanzgeschäfte.⁹⁵ Die Freistellung durch die BaFin erfolgt immer dann, wenn das gegenständliche Geschäft anderen, erlaubnispflichtigen Geschäften qualitativ nicht entspricht, mithin **atypisch** ist.⁹⁶ Leitende Erwägung der Behörde ist die Gefährdung des individuellen Unternehmens und des Marktumfeldes durch das Geschäft. Die BaFin gewährt die Freistellung insbesondere in Bezug auf **Komplementärgeschäfte**, die nicht (oder nicht sicher) durch § 2 I Nr. 9 und VI S. 1 Nr. 11 KWG freigestellt sind. Können die Geschäfte als **Hilfsgeschäfte** für die Haupttätigkeit des Unternehmens qualifiziert werden, können sie freigestellt werden. Der Umfang des Geschäfts allein ist als solcher für die Behörde kein hinreichender Grund zur Annahme eines Hilfsgeschäfts.⁹⁷ Erforderlich ist vielmehr, dass das Geschäft die – nicht erlaubnispflichtige – Haupttätigkeit des Unternehmens sachlich unterstützt.⁹⁸

Weiterhin prüft die BaFin, ob das Unternehmen **wegen dieser Art der Geschäfte und mit Blick auf einzelne Bestimmungen des KWG der Aufsicht nicht bedarf**. Die BaFin hat auf der Tatbestandsseite für jede einzelne Bestimmung aus dem Freistellungskatalog des § 2 IV KWG im Hinblick auf das fragliche Geschäft, das fehlende Aufsichtsbedürfnis positiv festzustellen und ihr ist von vornherein kein Ermessen für eine Freistellung eröffnet.

bb) Freistellung für ausländische Unternehmen (§ 2 V KWG)

Für **ausländische Unternehmen** aus Drittstaaten und EU-Mitgliedstaaten, welche nur in begrenztem Umfang in Deutschland tätig werden wollen, wurde die Freistellungsmöglichkeit gem. § 2 V KWG geschaffen. Demnach kann die BaFin im Einzelfall und auf **Antrag** bestimmen, dass ausländische Unternehmen, die im Inland im Wege des **grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs** (*cross border*) tätig werden, von den Katalogbestimmungen gem. § 2 V KWG freigestellt sind, sofern das Unternehmen mit Blick auf die fraglichen Geschäfte

95 BaFin, Merkblatt zum Verfahren der Freistellung nach § 2 IV KWG für im Inland ansässige Unternehmen, A., Nr. 1 (Stand: Nov. 2015).

96 Wieland, BB 2012, 917, (924).

97 BaFin, Merkblatt zum Verfahren der Freistellung nach § 2 IV und V KWG für im Inland ansässige Unternehmen, A., Nr. 1.

98 Wieland, BB 2012, 917, (924).

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

wegen der Aufsicht im Herkunftsstaat nicht der zusätzlichen Aufsicht durch die BaFin bedarf. Dabei setzt die BaFin im Einzelfall voraus, dass das Institut in seinem Herkunftsstaat von der dort zuständigen Behörde effektiv so beaufsichtigt wird, wie es **internationalen Standards** entspricht, und dass die zuständige Behörde des Herkunftsstaates mit der **BaFin befriedigend zusammenarbeitet**.

- 107 Nach der Verwaltungspraxis der BaFin müssen die Geschäfte, die das Unternehmen im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs in Deutschland betreiben möchte, weiterhin in seinem Herkunftsstaat unter **Erlaubnisvorbehalt** stehen, das Institut muss eine entsprechende Erlaubnis haben, die die Möglichkeit des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs nach Deutschland einschließt, und diese Geschäfte müssen in die laufende Aufsicht über das Institut durch die zuständige Herkunftsstaatsbehörde einbezogen werden. Das lässt sich die Bundesanstalt von dieser bestätigen; beibringen lässt sie sich die Erklärung indes regelmäßig von dem Antragsteller.

III. Integrität der Energiemarkte

1. Marktmissbrauchsverordnung (MAR)

- 108 Seit dem 3. Juli 2016 ist das deutsche und europäische Marktmissbrauchsrecht für Finanzinstrumente (einschließlich Warenauditive) und Emissionszertifikate auf eine neue Grundlage gestellt. Die Marktmissbrauchsverordnung⁹⁹ (**MAR**) löste die Marktmissbrauchsrichtlinie (2003/6/EG) aus dem Jahr 2003 ab und ist seither in den Mitgliedstaaten unmittelbar anwendbares Recht. Das Verbot der Marktmanipulation und das Insiderrecht wurden dabei einer umfassenden Revision unterzogen. Die MAR enthält daneben weitere Regelungen, insbesondere zur Ad-hoc Publizität, Führen von Insiderlisten, Eigengeschäften von Führungskräften sowie Marktsondierungen. Die BaFin ist als zuständige Aufsichtsbehörde für die Überwachung der Einhaltung von Pflichten der MAR in Deutschland zuständig. Da die MAR unmittelbar anwendbares europäisches Recht ist, werden Auslegungsentscheidungen (Leitlinien, FAQs) von der ESMA veröffentlicht.

a) Anwendungsbereich

- 109 Für Teilnehmer am Energiegroßhandel können die Regelungen der MAR dann relevant werden, wenn Finanzinstrumente (wie in MiFID II definiert) sowie Treibhausemissionszertifikate an bestimmten Handelsplätzen gehandelt werden oder ein Antrag auf den dortigen Handel gestellt wurde.

aa) Erfasste Handelsorte

- 110 Die MAR erfasst zunächst lediglich Geschäfte, welche an einem **geregelten Markt**, einem multilateralen Handelssystem (**MTF**) oder organisierten Handelsystem (**OTF**) gehandelt werden. Der Begriff des geregelten Markts erfasst dabei die Segmente des regulierten Markts an Börsen.

⁹⁹ VO 596/2014/EU vom 16.04.2014, ABl. L173, S. 1 ff.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

Ein MTF ist definiert als ein von einem Marktbetreiber betriebenes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären (festen) Regeln zusammenführt. Als MTF erfasst sind beispielsweise auch Freiverkehrssegmente an Börsen.	111
Der Tatbestand des OTFs wurde eingeführt als Auffangtatbestand und erfasst solche Handelssysteme, bei dem es sich nicht um einen geregelten Markt oder ein MTF handelt und das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems zusammenführt. Dabei hat der Plattformbetreiber folglich einen gewissen Ermessensspielraum (diskretionär), unter welchen Bedingungen Kauf- und Verkaufsaufträge zusammengeführt werden.	112
Der Anwendungsbereich der MAR ist im Falle eines geregelten Markts und eines MTFs bereits dann eröffnet, wenn ein Antrag auf Zulassung des Finanzinstruments gestellt wurde.	113
<i>bb) Erfasste Geschäfte</i>	
Der Kreis der erfassten Geschäfte umfasst zunächst Treibhousemissionszertifikate sowie Finanzinstrumente . Der relevante Begriff bezieht sich dabei auf die in Anhang I, Abschnitt C der MiFID II (2014/65/EU) genannten Geschäfte. Die hier relevante Definition des Finanzinstruments nach MiFID II ist enger als die entsprechende Definition im KWG ¹⁰⁰ und umfasst insbesondere nicht Vermögensanlagen (Namensschuldverschreibungen). Für die Teilnehmer am Energiegroßhandel relevant sind insbesondere als Inhaberschuldverschreibung verbrieftete Geschäfte und Emissionszertifikate erfasst sowie Termingeschäfte (Optionen, Futures, Swaps), welche sich als Basiswert Wertpapiere, Klimavariablen oder Emissionszertifikate beziehen, egal ob sie als Erfüllungsart physische Lieferung oder Barausgleich vorsehen. Warenderivate sind dann erfasst, wenn sie als Lieferung einen Barausgleich (egal ob obligatorisch oder optional) vorsehen oder – im Falle der physischen Lieferpflicht – an einem geregelten Markt, einem multilateralen Handelssystem (MTF) oder organisierten Handelssystem (OTF) gehandelt werden. Ausgenommen davon sind wiederum Energiegroßhandelsprodukte, welche effektiv geliefert werden und an einem OTF gehandelt werden. Die ESMA hat Leitlinien ¹⁰¹ zur Frage veröffentlicht, unter welchen Voraussetzungen Warenderivate mit physischer Lieferpflicht als Finanzinstrumente erfasst sind.	114
Zudem gilt die MAR auch für Differenzgeschäfte und weiterhin für Waren-Spot-Kontrakte , die keine Energiegroßhandelsprodukte sind und bei denen die Transaktion, der Auftrag oder die Handlung eine Auswirkung auf den Kurs oder	115

100 Vgl. Rdnr. 32 ff. oben.

101 ESMA, Leitlinien für die Anwendung der Definitionen in Abschnitt C Nummern 6 und 7 Anhang 1 MiFID II, 6. Mai 2019, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-70-156-869_guidelines_on_c6_c7_application_of_mifid_ii_annex_1_de.pdf (Abruf am 14.01.2021).

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

den Wert eines Finanzinstruments hat, und zwar selbst dann, wenn der Waren-Spot-Kontrakt nicht an einem der oben genannten Handelsorte gehandelt wird.

b) *Insiderrecht*

aa) *Insiderinformation*

- 116 Ein **Insidergeschäft** liegt vor, wenn eine Person über **Insiderinformationen** verfügt und unter Nutzung derselben für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt Finanzinstrumente, auf die sich diese Informationen beziehen, erwirbt oder veräußert. Auch die Nutzung von Insiderinformationen in Form der Stornierung oder Änderung in Bezug auf ein Finanzinstrument, auf das sich die Informationen beziehen, wenn der Auftrag vor Erlangen der Insiderinformation erteilt wurde, gilt als Insidergeschäft (Art. 8 MAR).

(1) Finanzinstrumente

- 117 Nach Art. 7 I lit. a) MAR sind **Insiderinformationen** grundsätzlich nicht öffentlich bekannte, präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder Finanzinstrumente betreffen und die geeignet wären, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs dieser Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Da die im Energiegroßhandel relevanten Finanzinstrumente als Fremdkapitalinstrumente Forderungen gegen die Emittentin des Instruments darstellen (**Nicht-Dividendenwerte**), dürfte das für eine Insiderinformation erforderliche erhebliche Kursbeeinflussungspotential voraussichtlich nicht vorliegen, solange die Information nicht geeignet ist, die Emittentin in Insolvenznähe zu bringen oder die Kreditwürdigkeit der Emittentin erheblich zu beeinflussen.

- 118 Denkbare Fälle mit erheblichem Kursbeeinflussungspotential sind beispielsweise der Verdacht auf Bilanzmanipulation, Zahlungsverzug eines großen Schuldners, eine wesentliche Veränderung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder des Ratings sowie wesentliche Kapital- und Restrukturierungsmaßnahmen, wobei jeder dieser Fälle die Liquidität oder den Fortbestand der Gesellschaft gefährden muss. Die BaFin gibt in ihrem Emittentenleitfaden¹⁰² (Modul C) einen umfassenden Überblick über mögliche Insiderinformationen, wobei die Einschränkungen für Nicht-Dividendenwerte zu beachten sind.

(2) Emissionszertifikate

- 119 Für Emissionszertifikate können Insiderinformationen nach Ansicht der BaFin auf Ereignissen beruhen, „die den unmittelbaren Betrieb einer Anlage bzw. der Luftverkehrstätigkeit eines Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate betreffen. Dazu gehören z. B. der (ungeplante) Ausfall, die teilweise Stilllegung oder endgültige Betriebsstilllegung von Anlagen, Investitionsentscheidungen im Hinblick auf die Errichtung neuer Anlagen, Änderungen in der Energieeffizi-

¹⁰² BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul3/emittentenleitfaden_node.html (Abruf am 14.01.2021).

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

enz von großen Anlagen etwa durch Entscheidung zur Modernisierung zur effizienteren Nutzung von Energie oder der Wechsel von Brennstoffen innerhalb einer Anlage. Im Hinblick auf die Luftverkehrstätigkeit könnten als veröffentlichtungspflichtige Insiderinformationen ein (teilweiser) Flottenausfall (Strecke, Flugzeug), eine Flottenaufstockung (Strecke, Flugzeug) oder ein Wechsel der Flugzeuge (z. B. neue Modelle, die erheblich weniger CO₂ emittieren) in Betracht kommen.“¹⁰³

(3) Warenderivate

In Bezug auf **Warenderivate** sind Insiderinformationen definiert als nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt ein oder mehrere Derivate dieser Art oder direkt damit verbundene Waren-Spot-Kontrakte betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Derivate oder damit verbundener Waren-Spot-Kontrakte erheblich zu beeinflussen, und bei denen es sich um solche Informationen handelt, die nach Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Union oder der Mitgliedstaaten, Handelsregeln, Verträgen, Praktiken oder Regeln auf dem betreffenden Warenderivate oder Spotmarkt offengelegt werden müssen bzw. deren Offenlegung nach vernünftigem Ermessen erwartet werden kann. Die ESMA hat die Anforderungen an Insiderinformationen bei Warenderivaten in Leitlinien¹⁰⁴ präzisiert.

120

bb) Handels-, Empfehlungs- und Offenlegungsverbot

Gemäß Art. 14 MAR ist es verboten, Insidergeschäfte zu tätigen oder dies zu versuchen, Dritten zu empfehlen oder Dritte anzustiften, Insidergeschäfte zu tätigen sowie Insiderinformationen unrechtmäßig offenzulegen.

121

Einschränkend dazu sieht die MAR sog. **Legitime Handlungen** (Art. 9 MAR) vor, bei deren Vorliegen widerlegbar vermutet wird, dass die Insiderinformation beim Erwerb oder der Veräußerung von Finanzinstrumenten nicht genutzt wurde. Insbesondere können **Absicherungsgeschäfte** (Hedging), **Erfüllungsgeschäfte für bestehende Verpflichtungen** oder Wertpapiererwerbs- und Übernahmegeschäfte bei öffentlichen Angeboten den Tatbestand der Legitimen Handlungen erfüllen.

122

Eine **unrechtmäßige Offenlegung** von Insiderinformationen liegt vor, wenn eine Person über Insiderinformationen verfügt und diese Informationen gegenüber einer anderen Person offenlegt, es sei denn, die Offenlegung geschieht im

123

103 BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, I.2.2.2, Stand: 25.03.2020, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C.html (Abruf am 14.01.2021).

104 ESMA, Informationen über Warenderivatmärkte oder verbundene Spotmärkte im Hinblick auf die Definition von Insiderinformationen über Warenderivate, ESMA/2016/1480, Stand: 17.01.2017, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1480_de.pdf (Abruf am 14.01.2021).

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben (Art. 10 I MAR).

- 124 Werden Insiderinformationen an Dritte weitergegeben, so müssen diese im Falle der absichtlichen Weitergabe gleichzeitig mit der Veröffentlichung durch den Dritten veröffentlicht werden, im Falle einer versehentlichen Weitergabe an Dritte muss dies unverzüglich nachgeholt werden. Dies gilt nicht, wenn die die Informationen erhaltende **Person zur Verschwiegenheit verpflichtet** ist, unabhängig davon, aus welcher rechtlichen Grundlage sich die Verschwiegenheitspflicht ergibt (z. B. Satzung oder Vertrag).

cc) Veröffentlichung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Pflicht)

- 125 Emittenten von Finanzinstrumenten, Warenderivaten oder Emissionszertifikaten müssen Insiderinformationen, die unmittelbar den Emittenten betreffen, gemäß Art. 17 I MAR **so bald wie möglich** (ohne schuldhaftes Zögern, d. h. regelmäßig am selben Tag) veröffentlichen. Zudem richtet sich die Ad-hoc-Publizitätspflicht grundsätzlich auch an Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate (Art. 17 II MAR). Im Einzelfall kann eine Veröffentlichung der Insiderinformation aufgeschoben werden (**Selbstbefreiung**).

(1) Adressaten der Veröffentlichungspflicht

- 126 Die Insiderinformation muss von der **Emmittentin** von Finanzinstrumenten, Warenderivaten oder Emissionszertifikaten nur dann veröffentlicht werden, wenn sie die Emittentin **unmittelbar betrifft**. Die Emittenten von derivativen Finanzinstrumenten, einschließlich Warenderivaten, werden von Insiderinformationen auf diese Finanzinstrumente regelmäßig nur mittelbar betroffen sein, so dass eine Ad-hoc-Pflicht gem. Art. 17 I MAR oft ausscheidet. Ein nur mittelbares Betreffen liegt insbesondere vor, wenn die Insiderinfomation:
- Kauf- und Verkaufsaufträge in das Finanzinstrument des Emittenten betrifft.
 - Entscheidungen der Wettbewerbs- und Marktüberwachungsbehörden betrifft.
 - den Basiswert von derivativen Finanzinstrumenten betrifft, sofern die Emittentin nicht zugleich auch Emittentin des Basiswertes ist.

Eine die Emittentin nur mittelbar betreffende Insiderinformation ist zwar nicht ad-hoc-pflichtig, löst aber dennoch die Verbote des Art. 14 MAR aus.

- 127 **Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate** ist jede Person, die Geschäfte, einschließlich der Erteilung von Handelsaufträgen, mit Emissionszertifikaten und darauf beruhenden Auktionsobjekten oder Derivaten betreibt. Die Veröffentlichungspflicht betrifft dabei auch Insiderinformationen in Bezug auf Emissionszertifikate, welche vom Mutterunternehmen oder einem verbundenen Unternehmen gehalten oder kontrolliert werden. Allerdings sind nur solche Teilnehmer zur Veröffentlichung von Insiderinformationen verpflichtet sind,

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

die zusätzlich **Anlagen oder Luftverkehrstätigkeiten betreiben**¹⁰⁵ und bei denen die Emissionen der Anlagen oder Luftverkehrstätigkeiten eine **Kohlendioxidäquivalent-Mindestschwelle** auf Konzernebene von sechs Millionen Tonnen oder, sofern dort eine Verbrennung erfolgt, die thermische Nennleistung von 2.430 MW überschreiten.¹⁰⁶ Sonstige Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate (z. B. Kreditinstitute oder Broker), die keine Anlagen oder Luftverkehrstätigkeiten betreiben oder die diese Mindestschwellen nicht überschreiten, unterliegen nicht der Ad-hoc-Pflicht gem. Art. 17 II MAR.

(2) Selbstbefreiung

Emittenten können die Veröffentlichung von Insiderinformationen gemäß Art. 17 IV MAR aufschieben (Selbstbefreiung). Voraussetzung dafür ist neben einem berechtigten Interesse des Emittenten, dass keine Irreführung der Öffentlichkeit zu erwarten und die Vertraulichkeit der Information sichergestellt ist. Das Vorliegen dieser Voraussetzungen ist zu dokumentieren. Sobald der Grund für den Aufschub weggefallen ist, muss die Veröffentlichung der Insiderinformation nachgeholt werden und die zuständige Aufsichtsbehörde ist zu benachrichtigen. Die ESMA hat Leitlinien¹⁰⁷ zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen sowie FAQs dazu veröffentlicht.

(3) Art der Veröffentlichung

Die Veröffentlichung von Insiderinformationen im Rahmen einer Ad-hoc-Mitteilung muss festgelegte **Mindestangaben**¹⁰⁸ (insbesondere Angaben zur Emittentin, zum Finanzinstrument, Insiderinformation usw.) und darf **keine werbenden Aussagen** (Marketingmeldungen) enthalten.

Die Veröffentlichung hat in einer Weise zu erfolgen, die einen schnellen Zugang und eine vollständige, korrekte und zeitnahe Beurteilung der Informationen durch die Öffentlichkeit ermöglicht. Um diese Voraussetzungen zu erfüllen, muss die Veröffentlichung der Insiderinformation sowohl über ein zertifiziertes Informationsverbreitungssystem als auch auf der Website der Emittentin erfolgen.¹⁰⁹

105 BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, I.3.2.1.3, Stand: 25.03.2020, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C.html (Abruf am 14.01.2021).

106 Art. 5 Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 vom 17.12.2015.

107 ESMA, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen (ESMA/2016/1478DE), Stand: 20.10.2016, https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma-2016-1478_de.pdf (Abruf am 14.01.2021) sowie zugehöriger Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings on delay of disclosure of inside information (ESMA/2016/1130), Stand: 13.07.2016, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1130_final_report_on_mar_guidelines.pdf (Abruf am 14.01.2021).

108 Form und Inhalt von Ad-hoc-Mitteilungen richten sich nach Art. 17 I MAR, Art. 2 II Lit. b) MAR-Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 sowie – auf nationaler Ebene – § 26 IV WpHG und § 4 WpAV.

109 Art. 2 I DVO (EU) 2016/1055.

128

129

130

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

- 131 Die notwendige Veröffentlichung über ein **zertifiziertes Informationsverbreitungssystem** soll sicherstellen, dass die Insiderinformation in einer festgelegten Sequenz zunächst der zuständigen Aufsichtsbehörde und ggf. der Börse zugeleitet wird, die eine gewisse Reaktionszeit haben sollen. Im Anschluss wird die Insiderinformation zeitgleich bei Nachrichtenportalen veröffentlicht. Am Markt haben sich einige Dienstleister (z. B. EQS) etabliert, welche durch die ESMA zertifiziert wurden und gewährleisten, dass die regulatorischen Voraussetzungen für die Veröffentlichung eingehalten werden.
- 132 Gem. Art. 2 II DVO (EU) 2016/1055 können **Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate**, die zugleich nach REMIT veröffentlichtungspflichtig sind, ihre Veröffentlichungspflicht nach MAR dadurch erfüllen, dass sie lediglich eine Veröffentlichung nach REMIT vornehmen. Voraussetzung dafür ist jedoch, dass die offenzulegenden Insiderinformationen im Wesentlichen den gleichen Inhalt haben und die für die Offenlegung verwendeten technischen Mittel gewährleisten, dass die Insiderinformationen an die einschlägigen Medien übermittelt werden.
- 133 Zusätzlich muss die Emittentin Insiderinformationen, die öffentlich bekannt gemacht werden, auf ihrer **Website** veröffentlichen und dort für **fünf Jahre verfügbar halten**. Website-Veröffentlichungen müssen folgende Voraussetzungen erfüllen:¹¹⁰
- Die Nutzer müssen die Insiderinformation diskriminierungsfrei und unentgeltlich erreichen können;
 - Insiderinformationen müssen leicht zu finden, d. h. in einer einfach erkennbaren Sektion auf der Website auffindbar sein; und
 - die offengelegten Insiderinformationen müssen klar erkennbar das Datum und die Uhrzeit der Bekanntgabe anzeigen und chronologisch aufgelistet werden.
- 134 Die Veröffentlichung auf der Website der Emittentin hat zwingend nach der Veröffentlichung durch das zertifizierte Informationsverbreitungssystem (ad-hoc-Veröffentlichung) zu erfolgen.
- dd) Führen von Insiderlisten*
- 135 Emittenten von Finanzinstrumenten (einschließlich Warenderivaten) und Teilnehmer am Markt für Emissionshandelszertifikate sowie jeweils alle in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnden Personen sind verpflichtet, eine stets zu aktualisierende Liste aller Personen zu erstellen, die Zugang zu Insiderinformationen haben. Neben Vorständen, Aufsichtsräten und Mitarbeitern im gehobenen Management zählen insbesondere Rechtsanwälte, Ratingagenturen oder Wirtschaftsprüfer zu dem erfassten Personenkreis (Art. 18 MAR).
- 136 Die Insiderlisten müssen anlassbezogen (deal-specific) sein, jedoch können unter einem eigenständigen Abschnitt permanente Insider aufgenommen wer-

110 Art. 3 DVO (EU) 2016/1055.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

den. Insiderlisten sind für einen Zeitraum von mindestens **fünf Jahren** aufzubewahren.

Als **Mindestangaben** sind u.a. die Identität der Person mit Zugang zur Insiderinformation, Datum und Uhrzeit des Zugangs und Ende des Zugangs zur Insiderinformation sowie geschäftliche und private Telefonnummern anzugeben. Die inhaltlichen Anforderungen werden durch eine delegierte Verordnung¹¹¹ konkretisiert.

Emittenten und Teilnehmer am Markt für Emissionshandelszertifikate müssen zusätzlich dafür sorgen, dass die erfassten Personen ihre Pflichten und einschlägigen Sanktionen schriftlich anerkennen.

c) *Eigengeschäfte von Führungskräften*

Personen, die Führungsaufgaben bei einer Emittentin oder einem Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate wahrnehmen¹¹² oder mit solchen Personen in enger Beziehung stehen (insbesondere Ehepartner und Kinder sowie Verwandte im selben Haushalt), müssen Eigengeschäfte mit Finanzinstrumenten bzw. Emissionszertifikaten oder jeweils damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten an die Emittentin bzw. den Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate und die BaFin spätestens drei Geschäftstage nach dem Datum des Geschäfts melden. Diese Meldepflicht gilt nur, wenn das Geschäft einen **Schwellenwert von derzeit EUR 5.000 pro Jahr** übersteigt (Art. 19 MAR). Bei Derivaten ist als relevanter Preis der Fest- bzw. Optionspreis maßgeblich.

Meldepflichtige Geschäfte sind dabei sowohl Erwerb und Veräußerung, als auch Verpfändung, Erbschaft oder Schenkungen.

Die Emittenten bzw. Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate müssen die gemeldeten Geschäfte ihrerseits sowohl auf ihrer Webseite, als auch im Unternehmensregister veröffentlichen.

Die Emittenten bzw. Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate müssen zudem Führungskräfte schriftlich belehren und entsprechende fortlaufende Listen mit sämtlichen Führungskräften und den mit ihnen in enger Beziehung stehenden Personen führen. Führungskräfte müssen ihrerseits die mit ihnen in enger Beziehung stehenden Personen schriftlich belehren und entsprechende Aufzeichnungen über die Belehrung aufzubewahren.

d) *Marktmanipulation*

Marktmanipulation und der Versuch hierzu sind verboten (Art. 15 MAR). Die in der MAR aufgeführten Regelbeispiele einschlägiger Handlungen erfassen u.a. den Abschluss von Geschäften, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments,

111 Durchführungsverordnung 2016/347/EU vom 10.03.2016.

112 Mitglieder des Leitungsorgans, Verwaltungsorgans oder Aufsichtsorgans, persönlich haftende Gesellschafter und sonstige Führungskräfte, die befugt sind, unternehmerische Entscheidungen zu treffen.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder Emissionszertifikats geben oder bei denen dies wahrscheinlich ist sowie die Verbreitung von Informationen, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots oder des Kurses eines Finanzinstruments, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder Emissionszertifikats geben, einschließlich der Verbreitung falscher oder irreführender Gerüchte. Die MAR enthält in Anhang I Indikatoren für manipulatives Handeln, welches den Tatbestand der Marktmanipulation erfüllen könnte.¹¹³

- 144 Für Derivate können folgende Indizien für eine Marktpreismanipulation sprechen:¹¹⁴

- Die Kassapreise des Basiswerts zwischen dem im Derivat festgelegten Lieferort und allen anderen Handelsplätzen des Basiswerts unterscheiden sich erheblich.
- Der Kassapreis eines Basiswerts mit der im Derivat spezifizierten Lieferqualität unterscheidet sich ungewöhnlich stark vom Kassapreis des gleichen Gutes, das der Lieferqualität gerade nicht mehr entspricht.
- Es besteht ein ungewöhnlicher Kassapreisunterschied zwischen dem im Derivat qualifizierten Basiswert und einem Substitutionsgut.
- Es besteht ein ungewöhnlicher Preisunterschied zwischen dem manipulierten Derivat und einem vergleichbaren, aber vermeintlich nicht manipulierten Derivat.
- Die Lieferströme des vertraglich spezifizierten Basiswerts konzentrieren sich unmittelbar vor oder am Fälligkeitszeitpunkt auf den vereinbarten Lieferort.

- 145 Handlungen, die einen legitimen Grund haben und eine zulässige Marktpraxis darstellen, können von der BaFin nach einem Konsultationsverfahren mit der ESMA festgelegt werden und von dem Verbot ausgenommen werden.

2. Verordnung über die Integrität und Transparenz auf Energiegroßhandelsmärkten (REMIT)

- 146 Mit der Verordnung über die Integrität und Transparenz auf Energiegroßhandelsmärkten¹¹⁵ (**REMIT**) werden das Marktmisbrauchsrecht sowie zusätzliche Transparenzanforderungen auf **Energiegroßhandelsmärkten** auf eine einheitliche europäische Grundlage gestellt. Die REMIT soll auf den Großhandelsmärkten für Strom und Gas Transparenz schaffen und das Vertrauen in einen fairen und wettbewerbskonformen Energiegroßhandel stärken. Zudem wurde die REMIT-Durchführungsverordnung¹¹⁶ (**REMIT-DVO**) erlassen. Die REMIT ist in den Mitgliedstaaten unmittelbar anwendbares Recht. Die Einhaltung und

113 Vgl. auch Art. 4 der Delegierten Verordnung 2016/522/EU vom 17. 12. 2015, ABl. L88, S. 1 ff., welcher die in Anhang I, A lit. a – g sowie B lit. a und b der MAR genannten Verhaltensweisen festlegt.

114 *Kolb/Overdahl*, Understanding futures markets, 2006, S. 81.

115 VO 1227/2011/EU vom 25. 10. 2011, ABl. L326, S 1 ff.

116 Durchführungsverordnung 1348/2014/EU vom 17. 12. 2014, ABl. 363, S. 121 ff.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

Durchsetzung der REMIT erfolgt auf europäischer Ebene durch die Agency for the Cooperation of Energy Regulators (**ACER**) sowie national durch die Bundesnetzagentur (**BNetzA**) und die Markttransparenzstelle bei der BNetzA.

a) Anwendungsbereich

Die REMIT gilt für den Handel mit **Energiegroßhandelsprodukten** (Art. 1 II REMIT). Energiegroßhandelsprodukte sind gemäß Art. 2 IV REMIT die folgenden Verträge und Derivate unabhängig davon, wo und wie sie gehandelt werden:

- Verträge für die Versorgung mit Strom oder Erdgas, deren Lieferung in der Union erfolgt;
- Derivate, die Strom oder Erdgas betreffen, der/das in der Union erzeugt, gehandelt oder geliefert wurde;
- Verträge, die den Transport von Strom oder Erdgas in der Union betreffen;
- Derivate, die den Transport von Strom oder Erdgas in der Union betreffen.

Verträge über die Lieferung und die Verteilung von Strom oder Erdgas zur Nutzung durch Endverbraucher sind keine Energiegroßhandelsprodukte. Verträge über die Lieferung und die Verteilung von Strom oder Erdgas an Endverbraucher mit einer **höheren Verbrauchskapazität als 600 KWh pro Jahr** sind hingegen Energiegroßhandelsprodukte.

Der Anwendungsbereich der REMIT ist weiter als der der MAR. Abgedeckt sind grundsätzlich alle Handelszeiträume (insbes. Intraday, Day-Ahead sowie längerfristige Verträge), alle Handelsarten (kontinuierlicher Handel und Auktionen) sowie alle Handelsorte (geregelte Märkte, MTFs, OTFs, sonstige OTC-Geschäfte und bilaterale Verträge, die direkt oder über Broker abgewickelt werden).¹¹⁷

Grundsätzlich stehen REMIT und MAR nebeneinander. Soweit Energiegroßhandelsprodukte zugleich Finanzinstrumente i. S. d. MAR sind, gelten für sie allerdings die **Vorschriften der MAR** hinsichtlich Insiderhandelsverbot und Marktmanipulation. Die übrigen Vorschriften der REMIT bleiben in diesem Fall anwendbar (Art. 1 II REMIT).

b) Registrierungspflicht und Meldepflicht

Gemäß Art. 8 REMIT müssen Marktteilnehmer bestimmte **Transaktions- und Fundamentaldaten** im Zusammenhang mit Energiegroßhandelsprodukten der ACER übermitteln. Art. 3 der REMIT-DVO spezifiziert die zu meldenden Verträge. Gemäß Art. 9 I REMIT sind diese Teilnehmer vor Abschluss einer meldepflichtigen Transaktion verpflichtet, sich bei der national zuständigen Behörde (BNetzA) zu registrieren. Die BNetzA verweist auf das von der ACER bereitgestellte Registrierungsportal (CEREMP).¹¹⁸

¹¹⁷ BNetzA, REMIT-Leitfaden, 2019, Rn. 72, <https://remit.bundesnetzagentur.de> (Abruf am 14.01.2021).

¹¹⁸ Vgl. <https://remit.bundesnetzagentur.de> (Abruf am 14.01.2021).

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

Ausgenommen von der Meldepflicht sind gruppeninterne Verträge, Verträge über Regelenergieleistungen sowie Verträge über die physische Lieferung von Strom bzw. Gas aus Erzeugungs- bzw. Förderanlagen mit einer Kapazität von höchstens 10 MW im Strombereich bzw. höchstens 20 MW im Gasbereich, soweit diese Verträge nicht an organisierten Marktplätzen gehandelt werden.

- 152 Die **Registrierungspflicht hingegen gilt auch** für Marktteilnehmer, die ausschließlich gruppeninterne Verträge oder Verträge über Regelenergieleistungen in den Bereichen Strom und Erdgas abschließen sowie für Endverbraucher, die Verträge über die Lieferung von Strom oder Erdgas an einzelne Verbrauchseinheiten mit der technischen Möglichkeit, mindestens 600 GWh/Jahr zu verbrauchen, abgeschlossen haben.

c) *Insiderrecht*

aa) *Insiderinformation*

- 153 Eine Insiderinformation ist gemäß Art. 2 I REMIT jede nicht öffentlich bekannte, präzise Information, die direkt oder indirekt ein oder mehrere Energiegroßhandelsprodukte betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, die Preise dieser Energiegroßhandelsprodukte wahrscheinlich erheblich beeinflussen würde. Die Definition unterscheidet sich nur unerheblich von dem in der MAR verwendeten Begriff der Insiderinformation. Für Teilnehmer im Energiegroßhandel wird es auch hier schwerpunktmäßig um die Frage gehen, ob die Information präzise ist oder erhebliches Kursbeeinflussungspotential des Energiegroßhandelsprodukts hat. Beispiel für eine mögliche Insiderinformation ist ein unerwarteter Anlagenausfall, der nicht kompensiert werden kann.

bb) *Handels-, Empfehlungs- und Offenlegungsverbot*

- 154 Art. 3 I REMIT untersagt es grundsätzlich, Insidergeschäfte in Energiegroßhandelsprodukte zu tätigen oder dies zu versuchen, Dritten zu empfehlen oder Dritte anzustiften, Insidergeschäfte in Energiegroßhandelsprodukte zu tätigen sowie Insiderinformationen unrechtmäßig offenzulegen.

- 155 Für den Energiemarkt spezifisch sieht Art. 3 IV lit. b REMIT eine **Ausnahme vom Handelsverbot** vor. Demnach sind Transaktionen von Stromerzeugern und Erdgasproduzenten, Betreibern von Erdgasspeicheranlagen oder Betreibern von Flüssiggaseinfuhranlagen zulässig, die ausschließlich der Deckung direkter physischer Verluste infolge unvorhergesehener Ausfälle dienen, wenn die Marktteilnehmer andernfalls nicht in der Lage wären, die geltenden Vertragsverpflichtungen zu erfüllen, oder wenn dies im Einvernehmen mit dem/den Übertragungs-/Fernleitungsnetzbetreiber(n) erfolgt, um den sicheren Netzbetrieb zu gewährleisten. Wird die Ausnahme in Anspruch genommen, werden die einschlägigen Informationen über die Transaktionen der ACER sowie der BNetzA übermittelt. Die Veröffentlichungspflicht nach Art. 4 I REMIT bleibt von der Inanspruchnahme der Ausnahme allerdings unberührt. Auch kann diese Ausnahme nicht zusammen mit einem Aufschub der Veröffentlichung in Anspruch genommen werden.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

cc) Veröffentlichung von Insiderinformationen

Gemäß Art. 4 I REMIT sind Insiderinformationen in Bezug auf das Unternehmen oder auf Anlagen, die sich im Eigentum des betreffenden Marktteilnehmers oder seines Mutterunternehmens oder eines verbundenen Unternehmens befinden oder von diesem kontrolliert werden oder für deren betriebliche Angelegenheiten dieser Marktteilnehmer oder dieses Unternehmen ganz oder teilweise verantwortlich ist, **effektiv und rechtzeitig bekanntzugeben**. 156

Zu den bekanntgegebenen Informationen zählen Informationen über die Kapazität und die Nutzung von Anlagen zur Erzeugung und Speicherung, zum Verbrauch oder zur Übertragung/Fernleitung von Strom oder Erdgas bzw. Informationen, die die Kapazität und die Nutzung von Flüssiggasanlagen, einschließlich der geplanten oder ungeplanten Nichtverfügbarkeit dieser Anlagen, betreffen. Die BNetzA hat Mindestanforderungen zum Inhalt der zu veröffentlichten Informationen veröffentlicht.¹¹⁹ 157

Bei der Art und Weise der Veröffentlichung sieht es die BNetzA¹²⁰ als **effektiv** an, 158

- wenn die Insiderinformation der Öffentlichkeit auf eine **gebührenfreie und nichtdiskriminierende Weise** bereitgestellt wird sowie ein web feed bereitgestellt wird, das einen schnellen und einfachen Zugriff auf die Daten ermöglicht;
- wenn die Insiderinformation in englischer und deutscher Sprache oder nur in englischer Sprache veröffentlicht wird; und
- mindestens **zwei Jahre** öffentlich verfügbar bleibt.

Die Veröffentlichung von Insiderinformationen über eine **internetbasierte, zentrale Informationsplattform**, die jedem Marktteilnehmer barrierefrei zugänglich ist, wird grundsätzlich als effektiv angesehen.¹²¹ 159

Rechtzeitig erfolgt die Veröffentlichung der Insiderinformation nach REMIT, 160 wenn sie **unverzüglich** (spätestens eine Stunde nach Eintritt des Ereignisses) erfolgt und zusätzlich erfolgt ist, bevor der Marktteilnehmer auf Grundlage der Insiderinformation mit Produkten des Energiegroßhandelsmarktes handelt, dies empfiehlt oder die Insiderinformation an einen Dritte weitergibt.

119 BNetzA, Merkblatt 1, Effektive und rechtzeitige Veröffentlichung von Insider-Informationen gemäß Art. 4 Abs. 1 REMIT, Stand: 04. Juni 2020, Ziff. 1.2, https://remit.bundesnetzagentur.de/SharedDocs_MTS/Downloads/DE/REMIT/Merkblatt%201%20Insider-Informationen.pdf?__blob=publicationFile&v=4 (Abruf am 14.01.2021).

120 BNetzA, Merkblatt 1, Effektive und rechtzeitige Veröffentlichung von Insider-Informationen gemäß Art. 4 Abs. 1 REMIT, Stand: 04. Juni 2020, Ziff. 1.1, https://remit.bundesnetzagentur.de/SharedDocs_MTS/Downloads/DE/REMIT/Merkblatt%201%20Insider-Informationen.pdf?__blob=publicationFile&v=4 (Abruf am 14.01.2021).

121 BNetzA, Merkblatt 1, Effektive und rechtzeitige Veröffentlichung von Insider-Informationen gemäß Art. 4 Abs. 1 REMIT, Stand: 04. Juni 2020, Ziff. 1.1, https://remit.bundesnetzagentur.de/SharedDocs_MTS/Downloads/DE/REMIT/Merkblatt%201%20Insider-Informationen.pdf?__blob=publicationFile&v=4 (Abruf am 14.01.2021).

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

dd) Aufschub der Veröffentlichung

- 161 Ein Marktteilnehmer darf die Bekanntgabe von Insiderinformationen auf eigene Verantwortung ausnahmsweise aufschieben, wenn diese Bekanntgabe seinen berechtigten Interessen schaden könnte, sofern diese Unterlassung nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen, und der Marktteilnehmer in der Lage ist, die Vertraulichkeit der Information zu gewährleisten und er auf Grundlage dieser Information keine den Handel mit Energiegroßhandelsprodukten betreffende Entscheidungen trifft. Anders als unter der MAR übermittelt der Marktteilnehmer diese Information zusammen mit einer Begründung für den Aufschub der Bekanntgabe unverzüglich und obligatorisch an die ACER sowie die BNetzA.
- 162 Die Ausnahme vom Insiderhandelsverbot nach Art. 3 IV Lit. b REMIT kann nicht mit dem Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation nach Art. 4 II REMIT zusammenfallen.

d) Marktmanipulation

- 163 Gemäß Art. 5 REMIT ist Marktmanipulation sowie der Versuch dazu auf Energiegroßhandelsmärkten verboten. Das Marktmanipulationsverbot nach REMIT folgt im Grundsatz dem der MAR, bezieht sich allerdings auf Energiegroßhandelsprodukte.¹²² Entsprechend liegt gemäß Art. 2 II REMIT Marktmanipulation vor, wenn der Abschluss einer Transaktion oder das Erteilen eines Handelsauftrages:
- falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Energiegroßhandelsprodukten, die Nachfrage danach oder ihren Preis gibt oder geben könnte,
 - den Preis eines oder mehrerer Energiegroßhandelsprodukte so beeinflusst, dass ein künstliches Preisniveau entsteht, oder
 - unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung erfolgt, die falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Energiegroßhandelsprodukten, die Nachfrage danach oder ihren Preis geben oder geben könnten,
- oder die Verbreitung von Informationen über die Medien einschließlich dem Internet oder auf anderem Wege, die falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Energiegroßhandelsprodukten, die Nachfrage danach oder ihren Preis geben oder geben könnten, u.a. durch Verbreitung von Gerüchten sowie falscher oder irreführender Nachrichten, wenn die diese Informationen verbreitende Person wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren.
- 164 Ein Signal kann nach Einschätzung der BNetzA irreführend sein, wenn „es einen verständigen Marktteilnehmer bezüglich des Angebots von Energiegroßhan-

¹²² Vgl. Erwägungsgrund 13 REMIT.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

delsprodukten, der Nachfrage danach oder ihres Preises täuscht oder hierzu geeignet ist".¹²³

Ein künstliches Preisniveau bedeutet das manipulative Herbeiführen eines 165 Marktpreises, der oberhalb oder unterhalb des Marktpreises liegt, der sich ohne diese Manipulation eingestellt hätte. Die BNetzA nimmt stets eine einzelfallbezogene Betrachtung vor. Anhaltspunkte für eine weitergehende Analyse können Transaktionen oder Handelsaufträge sein, die:

- einen signifikanten Anteil des Handelsvolumens eines Produkts ausmachen,
- eine signifikante Preisänderung bewirken,
- den wirtschaftlichen Eigentümer nicht ändern,
- innerhalb einer kurzen Zeitspanne getätigt werden und zu kurzfristigen Preisausschlägen führen,
- eine steigende/sinkende Nachfrage/ein steigendes/sinkendes Angebot suggerieren und später mit entsprechenden Gegengeschäften umgekehrt werden,
- in zeitlich engem Zusammenhang mit dem Zeitpunkt der Festlegung von Referenzpreisen erfolgen.

Auch Verlustgeschäfte, die für sich genommen irrational erscheinen und preisbeeinflussend wirken, sieht die Bundesnetzagentur als einen Indikator für einen möglichen Verstoß.¹²⁴ 166

IV. EMIR

Für Teilnehmer am Energiegroßhandel, die mit Derivaten handeln, können die 167 Regelungen der European Market Infrastructure Regulation (**EMIR**)¹²⁵ sowie den begleitenden Technischen Standards und dem nationalen EMIR-Ausführungsgesetz¹²⁶ beachtlich sein.

Die EMIR geht zurück auf den Beschluss der G20 in Pittsburgh (2009), in welchem die G20 erklärt haben, künftig standardisierte OTC-Derivatekontrakte über eine zentrale Gegenpartei abwickeln zu wollen (zentrales Clearing) und Register über Derivatetransaktionen einzuführen.¹²⁷ Entsprechend enthält die 168

123 BNetzA, REMIT-Leitfaden, 2019, Rn. 86, https://www.bundesnetzagentur.de/SharedDocs/Downloads/DE/Sachgebiete/Energie/Unternehmen_Institutionen/HandelundVertrieb/Marktueberwachung_REMIT/Leitfaden_Missbrauchsaufsicht.pdf?blob=publicationFile&v=2 (Abruf am 14.01.2021).

124 BNetzA, REMIT-Leitfaden, 2019, Rn. 90, https://www.bundesnetzagentur.de/SharedDocs/Downloads/DE/Sachgebiete/Energie/Unternehmen_Institutionen/HandelundVertrieb/Marktueberwachung_REMIT/Leitfaden_Missbrauchsaufsicht.pdf?blob=publicationFile&v=2 (Abruf am 14.01.2021).

125 EMIR, VO 648/2012/EU vom 04.07.2012, ABl. L 201, S. 1 ff. (EMIR), zuletzt geändert durch die VO 2019/834/EU vom 20. Mai 2019, ABl. 141, S. 42 ff. (EMIR-REFIT).

126 EMIR-Ausführungsgesetz zur VO 648/2012/EU über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister vom 13.02.2012, BGBl. I 2013, S. 174 ff.

127 Abschlusserklärung der G20 vom 25.09.2009, [http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009commrique0925.html](http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html), 29.11.2011 (Abruf am 14.01.2021); Gstädtner, RdF 2011, 145, (146).

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

EMIR im Kern Regelungen zum zentralen Clearing von standardisierten OTC Derivaten sowie Risikomanagementpflichten von bilateralen OTC-Derivaten und zu Meldungen am Transaktionsregister.

1. Anwendungsbereich

a) Sachlich

- 169 Sachlich bezieht sich der Anwendungsbereich der EMIR grundsätzlich auf alle **derativen Finanzinstrumente** nach Anhang 1, Abschnitt C, Nr. 4–10 MiFiD II. Waren-Spot-Geschäfte – z. B. im **Stromhandel** – sind daher nicht erfasst. Zudem erfasst die EMIR auch keine Geschäfte, welche lediglich derivative Elemente (z. B. Wandlungs-, Options- oder Kündigungsrechte) enthalten, im Übrigen aber nicht unter die Definition fallen.
- 170 Die Pflicht zum zentralen Clearing sowie Risikomanagementpflichten nach EMIR sind sachlich zudem auf außerbörsliche (OTC) Derivate beschränkt. **Außerbörsliche Derivate** sind gemäß Art. 2 VII EMIR Derivate, deren Ausführung nicht an einem geregelten Markt oder einem entsprechenden Markt eines Drittstaates erfolgt. Daher sind auch Derivate, welche an einem **MTF** oder **OTF** oder nicht anerkannten Drittstaatenbörsen gehandelt werden, von der Pflicht zum zentralen Clearing bzw. Risikomanagementpflichten erfasst.

b) Persönlich

- 171 Personell ist die EMIR auf zentrale Gegenparteien und deren Clearing-Mitglieder, finanzielle Gegenparteien sowie Transaktionsregister anwendbar. Für nicht-finanzielle Gegenparteien und Handelsplätze ist die EMIR anwendbar, wenn dies ausdrücklich vorgesehen ist (z. B. bei Überschreiten von Schwellenwerten).
- 172 **Finanzielle Gegenparteien** sind insbesondere Kreditinstitute (einschließlich zentrale Gegenparteien)¹²⁸ sowie Wertpapierfirmen¹²⁹ sowie alternative Investmentfonds (AIF). Alle anderen Unternehmen mit Sitz in der EU sind für die Zwecke der Verordnung als **nicht-finanzielle Gegenparteien** zu klassifizieren. Teilnehmer am Energiegroßhandel, die weder als Kreditinstitut (§ 1 I KWG) noch als Finanzdienstleistungsinstitut (§ 1 Ia KWG) zugelassen sind, werden regelmäßig als nicht-finanzielle Gegenparteien einzuordnen sein.

2. Zentrales Clearing

- 173 Die Pflicht zum zentralen Clearing betrifft grundsätzlich nur standardisierte und hinreichend liquide Derivate, für die eine zuverlässige Preisinformation verfügbar ist.¹³⁰ Nicht-standardisierte Derivate können den Risikomanagementpflichten unterliegen. Die Pflicht zum zentralen Clearing ist weiterhin grundsätzlich auf finanzielle Gegenparteien und auf nicht-finanzielle Gegenparteien, die je-

128 Nach RL 2013/36/EG.

129 Nach MiFID II.

130 Art. 5 IV EMIR.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

weils einen Schwellwert überschreiten, anwendbar. Hinsichtlich der Schwellenwerte besteht eine Überwachungspflicht.

a) *Clearingpflichtige Derivateklassen*

Die Kommission hat in den DelVO 2015/2205, DelVO 2016/592 sowie DelVO 174 2016/1178 bestimmte Derivateklassen beschrieben, auf welche die Clearingpflicht überhaupt Anwendung finden kann.

Die Clearingpflicht erfasst demnach bestimmte **OTC-Zinsderivate** und **OTC-Kreditderivate**. Warenderivate sind demnach nicht vom zentralen Clearing erfasst, selbst wenn sie von einer finanziellen Gegenpartei gehandelt werden. Die Einbeziehung bestimmter Eigenkapitalderivate sowie Fremdwährungsderivate wird derzeit auf EU-Ebene abgestimmt. 175

b) *Erfasste Marktteilnehmer*

Die Clearingpflicht kann finanzielle und nicht-finanzielle Gegenparteien erfassen, welche die oben genannten OTC-Derivate handeln. Ob diese Marktteilnehmer clearingpflichtig sind, hängt weiterhin davon ab, ob sie ein **Wahlrecht** für die Berechnung des Schwellenwerts für die Clearingpflicht ausüben und, wenn ja, ob der relevante Schwellenwert für die entsprechende OTC-Derivateklasse überschritten wird. 176

Finanzielle Gegenparteien (FC) sind gem. Art. 2 VIII EMIR insbesondere zugelassene Kreditinstitute und Wertpapierfirmen, aber auch Investmentfonds (OGAW/AIF). Durch die Änderungen der EMIR-REFIT wurde auch für FC eine Clearingschwelle eingeführt. Gem. Art. 4a EMIR haben FCs die BaFin und die ESMA zu **unterrichten**, wenn sie die Clearingschwelle überschritten haben bzw. wenn sie keine Berechnung durchführen. Sofern FCs keine Berechnung durchführen, oder Berechnungen durchführen und oberhalb der Clearingschwelle liegen, werden sie für **alle** OTC-Derivateklassen clearingpflichtig. 177

Teilnehmer am Energiegroßhandel werden überwiegend als **nicht-finanzielle Gegenparteien (NFC)** einzurichten sein. NFCs haben gemäß Art. 10 EMIR die BaFin und die ESMA zu unterrichten, wenn sie die **Clearingschwelle** für mehr als 30 Tage **überschritten** haben¹³¹ bzw. wenn sie **keine Berechnung durchführen**. Sofern NFCs keine Berechnung durchführen, werden sie für **alle** OTC-Derivateklassen clearingpflichtig. 178

Wenn NFCs hingegen Berechnungen durchführen und die Clearingschwelle überschritten wird, werden sie nur in der Derivateklasse clearingpflichtig, in der die Clearingschwelle überschritten wurde. Zudem können NFCs bei der Berechnung OTC-Derivatekontrakte abziehen, die objektiv messbar zur Reduzierung der wirtschaftlichen Risiken ihrer Geschäftstätigkeit (**Absicherungsgeschäfte**) dienen. 179

¹³¹ Entsprechend hat sich in der Marktpraxis der Begriff der NFC+ (Schwelle überschritten) und NFC- (Schwelle unterschritten) durchgesetzt.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

- 180 **Gruppeninterne OTC-Derivategeschäfte** stellen nach der Wertung des Verordnungsgebers spezielle Risiken ohne hohe Systemrelevanz dar, die das konzerninterne Liquiditäts- und Risikomanagement betreffen. Sie sind nach Maßgabe des Art. 3 EMIR sowohl bei FCs als auch NFCs freigestellt, wenn die gruppeninternen Vertragspartner derselben bilanzrechtlichen Vollkonsolidierung unterliegen und geeignete Risikobewertungs-, Risikomess- und Kontrollverfahren auf Gruppenebene unterhalten. Von der Berechnung der Schwellenwerte sind die gruppeninternen Geschäfte indes nicht ausgenommen.

c) *Clearingschwellen*

- 181 Die relevanten Clearingschwellenwerte unterscheiden sich je nach OTC-Derivateklasse und wurden von der ESMA derzeit wie folgt festgelegt:

Kreditderivate	EUR 1 Mrd.*
Zinsderivate	EUR 3 Mrd.*
Eigenkapitalderivate	EUR 1 Mrd.*
Fremdwährungsderivate	EUR 3 Mrd.*
Warenderivate und andere	EUR 3 Mrd.*

* jeweils bezogen auf den Bruttonominalwert

d) *Meldepflicht und Clearingpflicht*

- 182 Sofern FCs oder NFCs keine Berechnung der Clearingschwellenwerte durchführen oder, im Falle der Durchführung einer Berechnung, die relevante Clearingschwelle überschritten wird, ist unverzüglich sowohl die BaFin und die ESMA **zu benachrichtigen**. Die Clearingpflicht setzt **vier Monate nach dieser Mitteilung** ein.

- 183 Sofern die Berechnung zeigt, dass die Clearingschwelle nicht überschritten worden ist, wird keine Mitteilung an die BaFin und die ESMA erforderlich und die Clearingpflicht entsteht nicht. Der jeweilige Marktteilnehmer hat allerdings nach **einem Jahr** erneut zu überprüfen, ob die Clearingschwellen nicht überschritten werden.

3. Risikomanagement

- 184 Die Geschäftsführung leitet eine Gesellschaft zwar in eigener Verantwortung (§ 76 AktG), hat dabei aber die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters einzuhalten (§ 93 I AktG). Ausprägung dieser Sorgfaltspflicht ist die Pflicht zur Einrichtung eines Risikofrüherkennungssystems (§ 91 II AktG). Bei Instituten wird das Risikofrüherkennungssystem durch ein umfassendes – branchenspezifisches – Risikomanagementsystem ersetzt (§ 25aff. KWG). Für Teilnehmer in den OTC-Derivatmärkten konkretisiert die EMIR Sorgfaltspflichten in Gestalt von Risikominderungstechniken (Art. 11 EMIR). Details dazu regelt die DelVO 2016/2251/EU sowie DelVO 149/2013/EU.
- 185 Ziel der Anforderungen an Risikominderungstechniken für nicht zentral geclearnte OTC-Derivate ist es, **Gegenpartei- und operationelle Risiken** zu sen-

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

ken, die durch die bilaterale Abwicklung bei den Vertragsparteien verbleiben.¹³² Die Risikominderungspflichten sollen gezielt die Risiken individueller Vertragsgestaltungen abdecken. Sie gelten nach Maßgabe des Art. 11 XII EMIR auch für OTC-Derivatekontrakte, die zwischen Drittstaatenunternehmen geschlossen werden, die diesen Pflichten unterliegen würden, wenn sie in der Union ansässig wären.¹³³

a) Anwendungsbereich

Die Risikominderungstechniken sind grundsätzlich dann anwendbar, wenn das jeweilige OTC-Derivat nicht der Pflicht zum zentralen Clearing unterliegt. Da Teilnehmer am Energiegroßhandel insbesondere Warenderivate handeln, welche derzeit nicht der Clearingpflicht unterliegen, kann der Anwendungsbereich einzelner Pflichten grundsätzlich eröffnet sein.

Das durch die EMIR geregelte Pflichtenprogramm umfasst die zeitnahe Bestätigung der Geschäfte, eine tagesaktuelle Preisbildung, Verfahren zur Streitbeilegung, Besicherung, Portfoliodatenabgleich, Portfoliokomprimierung sowie Eigenmittelunterlegung. Letzteres ist jedoch abschließend in der Bankenäquivalenzverordnung (CRR) geregelt. Es ergibt sich folgender Überblick zur Anwendbarkeit der Risikominderungstechniken (Tabelle 1):¹³⁴

Tabelle 1: Anwendbarkeit der Risikominderungstechniken

	FC	NFC+	NFC-
Bestätigung der Geschäfte	T+1	T+1	T+2
Tagesaktuelle Preisbildung	Ja		Nein
Streitbeilegung	Prozeduren + Reporting	Prozeduren	
Portfolioabgleich	Täglich, wöchentlich oder 3-monatlich	3-monatlich oder jährlich	
Portfoliokomprimierung	Ja, sofern mehr als 500 OTC-Derivate zwischen den Parteien ausstehen		
Besicherung	Ja		Nein

b) Bestätigung der Geschäfte

Die Bedingungen eines OTC-Derivategeschäfts müssen rechtzeitig – gegebenenfalls auf **elektronischem Wege** – bestätigt werden. Die Rechtzeitigkeit der Bestätigung wird durch den RTS 149/2013¹³⁵ konkretisiert. Maßgeblich ist jeweils der Beginn der Ausführung des Vertrages (**Closing Date**) oder eine Novation des Geschäfts. OTC-Derivategeschäfte müssen spätestens am **nächsten Werktag** bestätigt werden. Alle OTC-Derivateverträge mit NFCs, die die Schwellenwerte

¹³² Erwägungsgrund 24 EMIR.

¹³³ Der US-amerikanische Dodd-Frank-Act sieht vergleichbare Regelungen vor.

¹³⁴ ESMA, <https://www.esma.europa.eu/regulation/post-trading/otc-derivatives-and-clearing-obligation>, Stand: 05.03.2020 (Abruf am 14.01.2021).

¹³⁵ Art. 12 der DelVO 149/2013/EU.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

nicht überschreiten, sind spätestens am zweiten Werktag nach Ausführung zu bestätigen. Wird der Derivatevertrag nach 16 Uhr oder mit einem Vertragspartner in einer anderen Zeitzone geschlossen, so kann die Bestätigung am darauf folgenden Werktag nachgeholt werden. Zudem müssen Unternehmen Prozeduren vorhalten, um mit Geschäften umzugehen, die mehr als fünf Geschäftstage nicht bestätigt wurden.

c) Tagesaktuelle Preisbildung

- 189 FCs und NFCs, die die Schwellenwerte für zentrale Abwicklung überschreiten (NFC+), müssen gem. Art. 11 II EMIR täglich auf der Basis aktueller Kurse den Wert ausstehender OTC-Kontrakte ermitteln (**Marking-to-Market**). Lassen die Marktbedingungen eine Bewertung zu Marktpreisen nicht zu, wird eine zuverlässige und vorsichtige Bewertung zu Modellpreisen vorgenommen (**Marking-to-Model**).
- 190 Marktbedingungen, die eine Bewertung zu Marktpreisen nicht zulassen, liegen vor, wenn der relevante Markt für diese OTC-Derivate entweder inaktiv ist oder wenn eine größere Bandbreite für Schätzungen der beizulegenden Zeitwerte vorliegt und die Wahrscheinlichkeiten für den Eintritt der einen oder anderen Schätzwerte ihrerseits nicht verlässlich geschätzt werden kann. In der Praxis wird man sich zumeist an einen **inaktiven Markt** orientieren. Ein Markt ist inaktiv, wenn quotierte Marktpreise nur unregelmäßig verfügbar sind und kein ausgewogenes Kräfteverhältnis zwischen Käufer und Verkäufer reflektieren.
- 191 **Anforderungen an das verwendete Bewertungsmodell** regelt Art. 17 der DelVO 149/2013/EU. In der Praxis kann das gem. § 255 IV HGB bzw. IFRS 13 verwendete Bewertungsmodell ggf. mit geringen Modifikationen auch hier verwendet werden.

d) Verfahren zur Streitbeilegung

- 192 Art. 11 I lit. b EMIR sieht formalisierte Prozesse sowohl bei FCs und NFCs vor, um Meinungsverschiedenheiten zwischen Parteien frühzeitig zu erkennen und auszuräumen. Vor Vertragsschluss müssen die Parteien konkrete Verfahren zur Identifizierung, Aufzeichnung und Überwachung von Streitigkeiten über die Bewertung ihrer OTC-Derivate und über den Austausch von Sicherheiten vereinbaren. Die Aufzeichnung sollte zumindest den Streitgegenstand, die Streitparteien sowie die Dauer des ungelösten Konflikts enthalten. Die Vereinbarungen müssen auch die Frage regeln, wie bei einem länger als fünf Werkstage andauernden Streit weiter zu verfahren ist. Möglich ist die Anrufung eines Schiedsgerichts. FCs müssen zudem an die ESMA und BaFin melden.

e) Portfolioabgleich

- 193 Art. 11 I lit. b EMIR begründet eine Pflicht für FCs und NFCs, periodisch Portfoliodaten abzugleichen (*Portfolio Reconciliation*), die in Art. 13 DelVO 149/2013/EU konkretisiert wird. Demnach müssen die Parteien von OTC-Derivate formalis-

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

sierte Prozesse zur Abstimmung von Portfolios und zur Beherrschung der damit verbundenen Risiken unterhalten, die solide, belastbar und prüfbar sind.

Dies bedeutet konkret, dass mit Vertragsschluss des OTC-Derivats ist eine **Vereinbarung über den Portfolioabgleich** zu treffen ist. Der Portfolioabgleich kann durch die Vertragsparteien selbst oder von qualifizierten Dritten durchgeführt werden. Dabei sind die wesentlichen Vereinbarungen aller anderen OTC-Derivate der Vertragsparteien sowie ihre vereinbarten Bewertungsmethoden zu berücksichtigen.

Die Frequenz richtet sich nach der Anzahl der geschlossenen OTC-Derivategeschäfte zwischen den Parteien. Für FCs und NFC, die die Schwellenwerte für zentrale Abwicklung überschreiten (NFC+), hat der Abgleich des Portfolios bei bis zu 50 Verträgen quartalsweise, bei bis zu 499 Verträgen wöchentlich und bei 500 oder mehr Verträgen täglich zu erfolgen. NFC, die die Schwellenwerte nicht überschreiten (NFC-), müssen den Portfolioabgleich bei bis zu 100 Verträgen jährlich, bei mehr als 100 Verträgen quartalsweise vornehmen.

f) Portfoliokomprimierung

FCs und NFCs, die **500 oder mehr nicht zentral geclearten OTC-Derivate** mit anderen Gegenparteien (Gesamtbetrachtung) unterhalten, müssen mindestens zweimal jährlich eine Portfoliokomprimierung vornehmen. Mit Portfoliokomprimierung können Brutto-Positionen in Kauf- und Verkaufpositionen durch **Netting** vor Fälligkeit aufgelöst bzw. reduziert werden (Art. 2 I Nr. 47 MiFIR). Dadurch werden Gegenparteirisiken sowie Verwaltungskosten für das Portfolio gemindert. Die Art und Weise der Portfoliokomprimierung wird in Art. 31 Marktinfrastrukturverordnung¹³⁶ (**MIFIR**) sowie der Art. 17 und 18 MiFID II-DVO¹³⁷ konkretisiert.

g) Besicherung

Die praktisch relevanteste Risikominderungstechnik ist die Besicherung (Art. 11 III EMIR). Demnach müssen FCs und NFCs, die die Schwellenwerte für zentrale Abwicklung überschreiten (NFC+), Verfahren einrichten, die einen **rechtzeitigen und angemessenen Austausch von Sicherheiten** für OTC-Derivate sowie die Trennung von empfangenen Sicherheiten und eigenen Vermögenswerten (*Segregation*) gewährleisten. Diese Pflichten werden in DelVO 2016/2251/EU konkretisiert. Demnach wird der Austausch von Sicherheitsleistungen grundsätzlich durch die typische Leistung von anfänglichen Sicherheiten (*Initial Margin*) und fortlaufenden Sicherheiten im Bedarfsfall (*Variation Margin*) erbracht. Die Pflicht zur Leistung von Sicherheiten kann grundsätzlich durch Vollrechtsübertragung oder Verpfändung erfüllt werden. Die DelVO 2016/2251/EU enthält spezifische Anforderungen insbesondere an die Festlegung zulässiger Sicherhei-

194

195

196

197

136 Marktinfrastrukturverordnung (MIFIR) 600/2014/EU, Abl. L 173, 84 ff.

137 MiFID II-DVO, 2017/565/EU vom 25.04.2016, Abl. L 87, S. 1 ff.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

ten, Berechnung und Bewertung der Sicherheiten sowie Verwahrung (*Segregation*) sowie Netting der Sicherheiten.

- 198 Für **gruppeninterne OTC-Derivate** sehen Art. 11 V bis XI EMIR Freistellungs möglichkeiten von den Pflichten vor, um ein konzernweites Liquiditäts- und Risikomanagement auch weiterhin zu ermöglichen. Die Leistungspflicht für angemessene Sicherheiten gilt insbesondere dann nicht, wenn ein tatsächliches oder rechtliches Hindernis für die unverzügliche Übertragung von Eigenmitteln oder die Rückzahlung von Verbindlichkeiten zwischen den gruppeninternen Gegenparteien weder vorhanden noch abzusehen ist.

4. Meldung an Transaktionsregister

- 199 Teilnehmer in den OTC-Derivatemärkten müssen gem. Art. 9 EMIR sicherstellen, dass Einzelheiten aller von ihnen geschlossenen OTC-Derivate an anerkannte und registrierte Transaktionsregister gemeldet werden, sofern keine Ausnahme greift. Ein Transaktionsregister ist gem. Art. 2 Nr. 2 EMIR eine juristische Person, die die Aufzeichnungen zu Derivaten zentral sammelt und verwahrt. Diese **Meldepflicht** wird bei zentral abgewickelten Derivaten von der zentralen Gegenpartei übernommen. Bei nicht zentral geclearten OTC-Derivaten muss einer der Vertragspartner die Meldung selbst durchführen. Die Meldepflicht kann aber auch durch eine Mitteilung von beauftragten Dritten erfüllt werden. Einzelheiten regeln DelVO 148/2013/EU sowie die DVO 1247/2012/EU.
- 200 Sofern FCs mit bestimmten NFCs OTC-Derivate schließen, gelten für die NFCs folgende **Erleichterungen**: Gemäß Art. 9 Ia lit a EMIR tragen die FCs allein die Verantwortung und haften dafür, die OTC-Derivate zu melden, die mit einer NFC, welche nicht die in Art. 10 I EMIR genannten Bedingungen erfüllt, geschlossen werden. Abweichend davon kann die NFC ihre Meldung auch selbst vornehmen.
- 201 OTC-Derivate zwischen Gegenparteien, die einer **Gruppe** angehören, sind von der Meldepflicht befreit, wenn mindestens eine Gegenpartei eine NFC ist (oder als Drittstaateneinheit als solche angesehen würde, wenn sie in der Union ansässig wäre), beide Gegenparteien in dieselbe Vollkonsolidierung einbezogen sind, beide Gegenparteien geeignete zentralisierte Risikobewertungs-, -mess- und -kontrollverfahren eingerichtet haben und die Muttergesellschaft keine FC ist. Die BaFin muss über die Inanspruchnahme dieser Ausnahme benachrichtigt werden, wobei die Ausnahme erst greift, wenn die BaFin nicht innerhalb von drei Monaten ab dem Tag der Benachrichtigung erklärt, dass die Voraussetzungen nicht vorliegen.

V. Plattformzwang für OTC-Derivate

- 202 Gemäß Art. 28 I MiFIR müssen bestimmte OTC-Derivatekategorien von bestimmten Marktteilnehmern zwingend auf einem geregelten Markt, einem MTF, einem OTF oder einem entsprechenden Drittlandhandelsplatz abgeschlos-

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

sen werden. Dieser Plattformzwang verläuft weitgehend parallel zur Clearingpflicht der EMIR.

1. Erfasster Personenkreis

Der Plattformzwang erfasst personell zunächst finanzielle Gegenparteien (FC) und nicht-finanzielle Gegenparteien oberhalb der Clearingschwellen der EMIR (NFC+). Erfasst sind auch Drittstaatenunternehmen, die bei einer Niederlassung in der EU clearingpflichtig wären, sofern das OTC-Derivat einen direkten, wesentlichen und vorhersehbaren Effekt in der EU hat oder die Erfassung notwendig ist, um Umgehungskonstruktionen zu verhindern. Plattformpflichtig sind nur solche OTC-Derivate, bei denen **beide Parteien** einer dieser Kategorien angehören. 203

2. Erfasste Geschäfte

Zu den vom Plattformzwang erfassten Geschäften zählen standardisierte OTC-Derivate, die einer Clearingpflicht nach EMIR unterliegen **und** zusätzlich von der ESMA als hinreichend liquide qualifiziert werden (Art. 32 I lit. a i. V. m. II lit. b MiFIR). Derzeit unterliegen der Clearingpflicht lediglich bestimmte OTC-Zinsderivate und OTC-Kreditderivate.¹³⁸ Warenderivate sind demnach nicht vom Plattformzwang erfasst, selbst wenn sie von einer FC oder NFC+ gehandelt werden. Die Kriterien und Methodik zur Bestimmung einer ausreichenden Liquidität regelt DelVO 2016/2020/EU sowie eine Stellungnahme der ESMA.¹³⁹ 204

VI. Positionslimite und -meldungen bei Warenderivaten

Sofern keine Ausnahme von der Erlaubnispflicht (z.B. Nebentätigkeitsausnahme) für Teilnehmer am Energiegroßhandel greift, hat ein Derivatekontrahent grundsätzlich Positionslimite für Warenderivate einzuhalten und Positionsmeldungen vorzunehmen. Ziel dieser Regulierung ist es, die Transparenz in den Finanz- und Warenmärkten zu erhöhen. 205

Zudem soll dies Marktmisbrauch verhindern und zu geordneten Preisbildungs- und Abwicklungsbedingungen beigetragen. Marktverzerrende Positionen sollen verhindert werden und eine Konvergenz zwischen den Preisen von Derivaten im Monat der Lieferung und den Spotpreisen für die zugrundeliegende Ware sichergestellt werden, ohne dass die Preisbildung am Markt für die zugrundeliegende Ware davon berührt wird.

(nicht belegt)

206

1. Positionslimite

Grundsätzlich hat (vorbehaltlich des Vorschlags der EU-Kommission) jeder Derivatekontrahent Positionslimite gem. § 54 WpHG zu beachten. Positionslimite 207

¹³⁸ DelVO 2015/2205, DelVO 2016/592 sowie DelVO 2016/1178.

¹³⁹ ESMA/2016/1389 vom 20.09.2016.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

sind durch die BaFin festgelegte maximale Größen einer Position in einem Warenderivat, welches an einem inländischen Handelsplatz gehandelt wird. Die Methode zur Bestimmung des Positionslimits regelte bisher § 56 WpHG i. V. m. DelVO 2017/591/EU.¹⁴⁰

- 208 Der europäische Gesetzgeber hat zum Redaktionsschluss eine inhaltliche Änderung bei den Positionslimits für Warenderivate vorgesehen, welche in der sog. *MiFID II quick fix-Richtlinie*¹⁴¹ verortet ist. Demnach wird der Anwendungsbereich für Positionslimits eingeschränkt. Sie sollen nur noch bei Agrarkontrakten sowie kritischen oder *signifikanten Kontrakten* anwendbar sein. Darunter fallen Warenkontrakte mit einem Open Interest i. H. v. mindestens 300.000 handelbaren Einheiten über eine einjährige Periode betrachtet.

Mit Blick auf die künftige Geltung dieser Regelungen hat die ESMA in einer Stellungnahme¹⁴² vom März 2021 die nationalen Aufsichtsbehörden aufgefordert, mit sofortiger Wirkung nur noch Agrarkontrakte sowie Warenderivate mit einem Open Interest von mindestens 300.000 Einheiten bei der Aufsicht „zu priorisieren“. Zudem sollen auch Positionen in Warenderivate, welche nachweisbar der Bereitstellung von Liquidität an den Handelsplätzen dienen, künftig nicht mehr berücksichtigt werden.

Nach Ansicht der BaFin¹⁴³ erfüllen die neuen Voraussetzungen für die Anwendbarkeit der Positionslimits derzeit in Deutschland lediglich Derivate auf landwirtschaftliche Erzeugnisse sowie *Phelix DE Base Kontrakte*, soweit diese an deutschen Handelsplätzen gelistet sind. Die BaFin weist darauf hin, dass die bestehenden Positionslimits weiterhin zumindest formal in Kraft bleiben und ggf. in Abstimmung mit der ESMA sukzessive abgeändert werden.

Die BaFin hat auf Grundlage von Handelsdaten eine Reihe von **Allgemeinverfügungen**¹⁴⁴ erlassen, welche für einzelne Warenderivateklassen quantitative Positionslimite festsetzen, insbesondere für **Stromderivate**. Erfasst werden beispielsweise folgende Geschäfte (Tabelle 2):

Tabelle 2: Indikative Positionslimite bei Stromderivaten

Geschäft	Limit
Phelix Power DE Future (Peak) der EEX	5.431.272 MWh für den Spot-Monat und 2.424.134 MWh für die anderen Monate
Phelix Power DE Future (Base) und Phelix Power DE Option (Base) der EEX	41.991.030 MWh für den jeweiligen Spot-Monat und 67.437.064 MWh für die anderen Monate
PXE Czech Financial Future (Base) der EEX	1.870.394 MWh für den jeweiligen Spot-Monat und 3.437.644 MWh für die anderen Monate

140 Dazu *Büscher* in: Brömmelmeyer/Ebers/Sauer, FS Schwintowski, 2017, 231, (239 ff.).

141 RL 2021/338/EU vom 16. 02. 2021, Abl. L 68, S. 14 ff.

142 ESMA vom 19 March 2021, ESMA70-154-2365.

143 https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Derivate/PositionslimitsWarenderivate/positionslimits_warenderivate_node.html

144 Veröffentlicht auf: <https://www.bafin.de> (Abruf am 06. 05. 2021).

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

Geschäft	Limit
Spanish Power Future (Base) und Spanish Power Option (Base) der EEX	8.208.692 MWh für den jeweiligen Spot-Monat und 11.793.135 MWh für die anderen Monate
Italian Power Future (Base) und Italian Power Option der EEX	14.672.239 MWh für den jeweiligen Spot-Monat und 17.930.684 MWh für die anderen Monate
French Power Future (Peak) der EEX	4.378.303 MWh für den Spot-Monat und 1.552.656 MWh für die anderen Monate
French Power Future (Base) und French Power Option (Base) der EEX	20.351.999 MWh für den jeweiligen Spot-Monat und 15.805.238 MWh für die anderen Monate
Phelix Power Future DE/AT (Peak) der EEX	2.500 handelbare Einheiten, was 660.000 MWh entspricht, sowohl für den Spot-Monat als auch die anderen Monate
Phelix Power Future DE/AT (Base) und Phelix Option DE/AT (Base) der EEX	9.050.124 MWh für den jeweiligen Spot-Monat und 4.540.085 MWh für die anderen Monate

Da die BaFin die Limite auf Grundlage von erhobenen Handelsdaten festlegt, können sich die Limite kurzfristig ändern.¹⁴⁵

Ausnahmen von den Positionslimiten bestehen ggf. im Falle von **Absicherungsgeschäften** oder wenn sich der Marktteilnehmer auf die **Nebentätigkeitsausnahme**¹⁴⁶ berufen kann. Für NFCs besteht die Möglichkeit, Positionen in Warenaudervaten von der Anrechnung auf das geltende Positionslimit **auf Antrag** bei der BaFin auszunehmen, wenn diese Positionen nachweislich der Reduzierung der mit der originären Geschäftstätigkeit verbundenen Risiken dienen (**Absicherungsgeschäfte**).

209

FCs können Absicherungsgeschäfte von der Anrechnung auf Positionslimits für Warenaudervate hingegen nach derzeit geltendem Recht nicht ausnehmen. Nach Maßgabe der MiFID II quick fix-Richtlinie können FCs sich künftig ebenfalls auf eine Ausnahme für Absicherungsgeschäfte berufen. Eine weitere Ausnahme wird für nachweislich liquiditätsstiftende Warenaudervate eingeführt, welche sowohl für FCs als auch für NFCs verfügbar ist. Die Vorgaben der MiFID II quick-fix ist von den Mitgliedstaaten bis November 2021 umzusetzen und soll spätestens zum 28. Februar 2022 anwendbar sein.

2. Positionsmeldungen

Die Positionslimite werden durch eine Meldepflicht an den jeweiligen Betreiber des Handelsplatzes flankiert, die allerdings weit ausgestaltet ist. Neben Warenaudervaten unterliegen der Berichtspflicht auch Positionen in Emissionszertifikaten und Derivate davon.

210

Die Teilnehmer an Handelsplätzen sowie die **Kunden** von Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind ihrerseits dazu verpflichtet, eigene Positionen in Warenaudervaten sowie die Positionen ihrer Kunden und der Kunden dieser Kunden

211

¹⁴⁵ Zum Redaktionsschluss hatte die BaFin bereits Entwürfe von Allgemeinverfügungen zur Änderung einzelner Limits veröffentlicht.

¹⁴⁶ Vgl. Rdn. 93 ff. oben.

Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

bis zum Endkunden mindestens einmal täglich an den jeweiligen Betreiber des Handelsplatzes zu melden. Als Endkunde gilt dabei der erste nichtfinanzielle Kunde in der Meldekette. Folgen auf diesen Endkunden noch weitere Personen, so ist es für den Meldepflichtigen ratsam, deren spezifische Positionen offenzulegen, um nicht den Eindruck einer eigenen hohen Position zu erwecken.

- 212 Die Meldepflicht ist nach Vorgaben der ESMA nicht anwendbar, wenn das Ausgabevolumen des Warenderivats EUR 2,5 Mio. nicht übersteigt.¹⁴⁷

¹⁴⁷ Büscher in: Brömmelmeyer/Ebers/Sauer, FS Schwintowski, 2017, 231, (253).

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

Ein Tag im Leben des Händlers Arthur Zahn

Der Weg zur Arbeit

Der ehemalige Stromhändler und heutige Portfoliomanager¹ Arthur Zahn² fährt an einem winterlichen Tag zu seinem Arbeitsplatz im Energiehandelshaus der XY Energieversorgung GmbH.

Arthur hat einen wirtschaftswissenschaftlichen Hintergrund und er hat früher bei einer Bank Währungen gehandelt. Während er zur Arbeit fährt, lässt er die Schar seiner Kollegen vor seinem inneren Auge Revue passieren und freut sich einmal mehr darüber, dass er vor drei Jahren den mutigen Schritt von der doch etwas stereotypischen Welt eines Wertpapierhändlers zu einem Handelshaus³ eines Energieversorgers mit eigenen Kraftwerken getan hat. Das bunte Gemisch der Kollegen gefällt Arthur gut und er hat das Gefühl, in einem sich stetig weiter entwickelnden Umfeld zu arbeiten, in dem der bei Unternehmensberatern beliebte Allgemeinbegriff „State of the Art“ noch voller Rätsel steckt. Denn gerade im Energiehandel erscheint „State of the Art“ nur für den Moment Gültigkeit zu haben, da der Markt sich stetig weiterentwickelt.

Etwas ärgerlich ist nur das frühe Aufstehen.⁴ Er hat es bisher nicht vermocht, seine Vorgesetzten dazu zu bringen, ihm Handelsabschlüsse von zu Hause aus

-
- 1 Die Begrifflichkeiten Händler und Portfoliomanager sind nicht eindeutig gegeneinander abgegrenzt. Üblich ist es, jene, die direkten Marktzugang haben, als Händler zu bezeichnen und jene, die die Portfolien z. B. der Erzeugung und des Vertriebes bewirtschaften und sich der Kollegen mit direktem Marktzugang für ihre externen Geschäfte bedienen, als Portfoliomanager. Diese Festlegung ist jedoch nicht zwingend. Zur Abgrenzung des Begriffs „Risikomanager“ gegenüber „Händler“ und „Portfoliomanager“ vgl. Dritter Teil, A. II. 3., Rn. 32 ff.
 - 2 Zur Anonymisierung des realen Händlernamens nutzten wir eine literarische Gestalt, der es gelang, äußerst widrigen Umständen zu trotzen und weiter handelsfähig zu bleiben. So wünschen sich Risikomanager Händler.
 - 3 In unserem Beispiel ist der Stromhandel der XY Energieversorgung GmbH ausgegliedert und damit eine rechtlich selbstständige Gesellschaft. Dies ist keine notwendige Bedingung für die Aufnahmen des Energiehandels, jedoch sinnvoll, wenn Portfolio-management für Dritte als Geschäftsfeld angestrebt wird. Ohne eine juristische Trennung des Handelshauses von der XY Energieversorgung GmbH müsste die komplette XY Energieversorgung GmbH die Auflagen der BaFin erfüllen. Durch die Ausgliederung unterliegt jedoch nur das Energiehandelshaus der Aufsicht durch die BaFin. Vertiefend zu dieser Problematik vgl. Vierter Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen in diesem Handbuch.
 - 4 Der OTC Spotmarkt beginnt recht früh, obwohl die Börsenauktion für Lieferungen am nächsten Tag erst um 12:00 Uhr stattfindet, startet der OTC Handel für den nächsten Tag gegen 07:30 Uhr. Vorher müssen die Händler ihre Informations- und Handelssysteme hochfahren und die aktuellsten Informationen überprüfen. Der Terminhandel beginnt in der Regel lebhaft erst etwas später als der Spothandel, dauert dafür jedoch den ganzen Tag an. Das Spotgeschäft ist spätestens mit der

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

zu erlauben. Dabei wäre dies technisch heutzutage gar kein Problem.⁵ Selbst mit den komplizierten Schnittstellen zu den anderen Unternehmensbereichen wie Erzeugung und Vertrieb wäre das alles dank Online-Technologie in den Griff zu bekommen. Insgesamt ist es dann aber doch befruchtend, mit den vielen Kollegen in einem Handelsraum zu sitzen.

Der Kommunikationsfluss zwischen den Kollegen ist so einfach besser. Und der ist schließlich das Salz in der Suppe des Stromhändlers. Das Kaufen und Verkaufen von Terminkontrakten ist eine wahre Freude und eigentlich nicht anders als das Handeln von Währungskontrakten, Öl oder Schweinehälften. Im Prinzip ein ganz leichtes Geschäft: billig kaufen – teurer verkaufen. Bei genauer Betrachtung gibt es aber doch einiges, auf das sich Arthur einzustellen hatte. Anders als Öl oder Schweinehälften lässt sich Strom im Wesentlichen nicht speichern. Arthur und seine Kollegen können leider nicht Strom am Spot-Markt⁶ kaufen und gleichzeitig im Terminmarkt als Lieferverpflichtung verkaufen, so wie es in anderen Warenterminmärkten üblich ist. Der dort bekannte Cost-of-carry-Ansatz⁷ funktioniert im Strommarkt nicht und stellt alle Marktteilnehmer vor erhebliche Probleme bei der Bewertung von Terminkontrakten. Arthur findet, dass die zuständigen Risikocontroller und Analysten manchmal etwas versponnen wirken, wenn sie versuchen, Methoden zu entwickeln, mit denen die Bewertung von Stromprodukten und deren Risiken jenseits der klassischen Finanzmarktschulen in den Griff zu bekommen ist. Dieser Job wäre wirklich nichts für ihn, denkt Arthur so bei sich. Aufgrund der physikalischen Lieferkomponente des Stroms und der einhergehenden Bewertungsprobleme scheint das Leben eines Risikocontrollers in einer Bank in klareren Bahnen zu verlaufen.

Arthurs Tagewerk hat sich darüber hinaus zusätzlich verkompliziert, seit er nicht mehr als reiner Stromhändler arbeitet, sondern in das Portfoliomangement gewechselt ist. In diesem Bereich kommen ständig Aufträge von der Erzeugung und dem Vertrieb herein. Die Niederungen der physischen Seite des Strommarktes liebte er anfangs wenig. Ständig passen die Kraftwerker ihre

Anmeldung der Lieferfahrpläne zu 14:00 Uhr bei den zuständigen Netzbetreibern abgeschlossen. Der nachgelagerte kurzfristige sog. Intra-Day Handel für einzelne Stunden wird hier aus Gründen der Übersichtlichkeit nicht weiter thematisiert.

5 Das Abhören von Gesprächsaufzeichnungen tangiert jedoch Persönlichkeitsrechte, die zu beachten sind.

6 Zum Begriff Spot-Markt, vgl. Glossar sowie im Dritten Teil, A., Rn. 166.

7 Mit „cost of carry“ werden die Lager- und Kapitalbindungskosten von Commodities beschrieben. Wenn heute auf dem Spotmarkt für beispielsweise Öl ein Preis zu sehen ist, der es erlaubt, das Öl zuzüglich der entstehenden Lager- und Kapitalbindungs-kosten „auf Termin“ zu verkaufen und bei dieser Operation eine positive Marge für den Öl-händler verbleibt, dann wird er dieses auch tun. Diese sog. „Arbitrage“ be-dingt, dass – zumindest in erster Näherung – Öl Spotmarkt- und Öl Terminmarkt-preise in einem direkten kausalen Zusammenhang stehen.

Produktionsplanung⁸ für die kommenden Jahre an und Arthur ist gezwungen, für ihn unvorhersehbare Mengen an Terminkontrakten zu kaufen oder zu verkaufen. Dadurch ist es für ihn schwierig, eine stetige Portfoliostrategie zu verfolgen. Besonders schwierig ist es mit dem Vertrieb. Der ist aus seiner Sicht völlig unberechenbar. Ständig liegen die verschiedenen Vertriebsbereiche seinem Kollegen in den Ohren, dass er den Strom für sie zu teuer beschafft. Aber was soll er machen? Markt ist Markt und Preis ist Preis. Warum sollte er dem Vertrieb Strom unter dem Marktpreis verkaufen? Wenn er mal einen Handelspartner im Markt erwischte, der unaufmerksam ist und zu einem zu niedrigen Preis anbietet, dann wäre es doch sinnlos, dem Vertrieb den Strom zu diesem Dumping-Preis zu überlassen. Die Vertriebskollegen geben diese Zusatzmarge fast vollständig als Geschenk⁹ an einen glücklichen Einzelpersonen, der dies nicht zu schätzen weiß. Als Händler war es doch jedes Mal ein Erfolgserlebnis, in der logischen Sekunde, in der er das Schnäppchen machte, den Terminkontrakt gleich am Markt zum augenblicklich quotierten Preis wieder zu verkaufen.¹⁰ Das war risikoloses Geschäft, über das sich alle freuten. Leider wird es immer schwieriger, solche Schnäppchen zu machen. Alle werden professioneller und das Händlerdasein wird immer schwieriger. Es ist alles nicht mehr so, wie es seine Kollegen aus der Anfangszeit des liberalisierten Strommarktes berichtet haben, resümiert Arthur. Früher konnte man noch ein richtiges Rad drehen.¹¹ Wenn ein Händler eine Idee hatte, dann hat er sie sofort im Markt getestet. Da gab es noch keine Risikocontroller, Risikorichtlinien¹², komplizierte Limitsysteme¹³, Mark-to-Market-Policies¹⁴, interne Richtlinien über die Zulassung neuer

-
- 8 Unter Produktionsplanung wird hier die Optimierung des Kraftwerkseinsatzes verstanden. Das Ziel der Optimierung ist, einen möglichst profitablen Kraftwerkseinsatz bei aktuellen Marktpreisen zu erreichen und die zukünftige Position bei aktuellen Marktpreisen möglichst exakt zu bestimmen.
 - 9 Sofern ein Vertrieb nur eine Richtung der Stromlieferung kennt und keine operative Möglichkeit hat, den einmal beschafften Strom zurück in den Großhandelsmarkt zu verkaufen (dies ist beispielsweise bei Vollversorgung durch Vorlieferanten der Fall), ist es durchaus eine rationale Strategie für den Vertrieb, den Strom unterhalb der Großhandelsmarktpreise den Endkunden anzubieten. Besser eine kleine Marge als überhaupt keinen erzielten Deckungsbeitrag, weil andere Vertriebe noch billiger anbieten. Für die damit einhergehende Problematik vgl. Dritter Teil, A. VII. 2., Rn. 198.
 - 10 Tatsächlich waren in der frühen Phase des Terminmarktes solche „Schnäppchen“ vergleichsweise häufig möglich. Aufgrund der mangelnden Routine der Marktteilnehmer konnte es durchaus vorkommen, gleichzeitig billig auf Termin zu kaufen und teurer zu verkaufen.
 - 11 „Ein Rad drehen“ ist Handelsjargon und bezeichnet das schnelle Kaufen und Verkaufen von Kontrakten im Terminmarkt zu spekulativen Zwecken. Ein wesentliches Problem hierbei ist das Aufladen des Portfolios mit Kreditrisiko.
 - 12 Zur Risikorichtlinie vgl. Dritter Teil, A. V. 3., Rn. 87.
 - 13 Zu Limitsystemen vgl. Dritter Teil, A. VI. 1. a), Rn. 111 ff.
 - 14 Zum Begriff Mark-to-Market-Policy vgl. Dritter Teil, A. V. 3., Rn. 87.

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

Produkte¹⁵ und Risikokomitees¹⁶. So kreisen auf dem Weg zur Arbeit seine Gedanken darum, dass man früher als Händler noch wer war in einem EVU.¹⁷ Heutzutage wollen alle mitreden. Selbst der Leiter der Revision, Herr Vogone, maßt sich neuerdings an, – wie es Arthur sieht – in diesem seltsamen Risikokomitee für Handelsangelegenheiten¹⁸ eine Meinung zu neuen Handels- und Produktideen zu vertreten.

Das alles gegeneinander abwägend zieht Arthur für sich aber den Schluss, dass es die richtige Entscheidung war, vom Eigenhandel¹⁹ in das Portfoliomangement der Erzeugung zu wechseln. Auch wenn seine Handelskollegen ein wenig die Nase darüber rümpfen, dass er sich in die Niederungen der technischen Restriktionen begibt und nun in einen Geschäftsbereich eingebunden ist, dessen Kultur doch etwas weniger liberal erscheint als die der Händler-Bohème. Wenn er es richtig bedenkt, ist es aber trotz der Verkomplizierung seiner täglichen Routinen sogar ein echter Zugewinn für seine Arbeit. Mehr Kontakt innerhalb der Firma zu den unterschiedlichsten Bereichen und die Notwendigkeit, als Moderator zwischen Handel und technischem Kraftwerkseinsatz zu fungieren, haben Arthur dann doch beflügelt. Und er sitzt ja immer noch im Handelsraum, nur wenige Meter entfernt von seinem alten Arbeitsplatz. Die Atmosphäre eines schwirrenden Handelsraumes²⁰ ist ihm also geblieben.

15 Zum Zulassungsprozess für neue Produkte vgl. im Dritten Teil, A. II. 1., Rn. 43, Fußnote 52.

16 Zu den verschiedenen Risikokomitees vgl. Dritter Teil, A. III. 1., Rn. 35 und V. 2. c), Rn. 84 f.

17 Tatsächlich begegneten sich Ende der 90er Jahre in den EVU zwei Welten und diese Kulturgrenzen ziehen sich teilweise bis heute durch die Unternehmen. Auf der einen Seite die gestandenen Energieversorgungsmitarbeiter mit ausgesprochen technischem Fokus und einer Mentalität, die zu dem „öffentlichen Auftrag“ der EVU passte, auf der anderen Seite die handelsorientierten „Newcomer“ aus dem Bankwesen oder anderen Warenterminmärkten mit einer anglo-amerikanisch geprägten Arbeitskultur und vor allem einem ausgeprägtem Hang zu englischsprachigem Handelsjargon. Für die „Newcomer“ waren „Kraftwerke“ und „Fahrplananmeldungen“ letztendlich nur ein Klotz am Bein, der den Spaß am freien Geschäftemachen eingeschränkt hat. Es ist für den Leser sicherlich leicht vorstellbar, dass es teilweise Jahre dauerte, bis sich die Parteien gegenseitig, wenn nicht lieben, so doch mindestens akzeptieren lernten. Und so manchem Kraftwerker treibt es bis heute Tränen in die Augen, wenn der Spothändler darüber verzweifelt, dass das Kraftwerk nur so langsam an- und abfahren kann, wo der Kraftwerker doch findet, dass er das schönste Kraftwerk im Kraftwerkspark dirigiert. Intellektuell wird von den meisten Kraftwerkern zwar das notwendige Diktat der Ökonomie in einem liberalisierten Markt anerkannt, es ist aber gut nachvollziehbar, dass auf der emotionalen Ebene dieser Marktdruck vereinzelt als ökonomischer Terror empfunden werden kann.

18 Zum Risikokomitee für Handelsangelegenheiten vgl. Dritter Teil, A. V. 2. c), Rn. 84 f.

19 Zum Begriff Eigenhandel vgl. Dritter Teil, A. V. 2. b), Rn. 83

20 Durch die gewollte Konzentration von vielen verschiedenen, im Handel benötigten Arbeitsplätzen mit unterschiedlichen Aufgabenstellungen in einem Handelsraum (Stichwort Informationsfluss und Kommunikation) ist das Arbeitsumfeld natürlich von einer gewissen Grundlautstärke geprägt.

Arthur beginnt sein Tagewerk

Angekommen in seinem Trading-Floor²¹ erwartet Arthur einen ruhigen Tag. Der Markt ist ein wenig eingeschlafen, aber das ist normal Anfang Januar. Auch die gesamtwirtschaftliche Situation tut ihr Übriges dazu, den spekulativ agierenden Marktteilnehmern ihre Handelsaktivitäten zu verleidern. Im Dezember war es allerdings noch etwas hektischer. Je näher das Jahresende kommt, desto mehr Marktteilnehmern fällt auf, dass sie ihre Positionen noch nicht ganz abgesichert haben. Richtig schlimm war es allerdings beim Ausbruch von Krisen, so dem Enron-Zusammenbruch²² oder dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008. Manchmal waren alle Marktteilnehmer derart verunsichert, dass keiner mehr mit dem anderen Geschäfte machen wollte. Zum Glück hat sich dieses Problem insgesamt wieder etwas gelegt.

Während Arthur seine drei PCs mit den insgesamt fünf Bildschirmen²³ hochfährt und mit dem neben ihm sitzenden Portfoliomanager vom Vertrieb ein Schwätzchen hält, geht er im Kopf seinen Tag durch: erst mal orientieren, was die Online-Informationsdienste so zu berichten haben. Auch ein Auge auf den großen Fernseher, der im Handelsraum an der Wand hängt, kann nicht schaden. Manchmal berichten die Nachrichtensender von Ereignissen, deren Bedeutung für den Strommarkt bisher von niemandem so richtig wahrgenommen wurde. Neues von den Ölmarkten²⁴, politischer Streit über die Rahmenbedingungen

21 Üblicherweise verabscheuen Händler deutsches Wortgut und hüllen sich in eine Aura sophistizierter Anglizismen. Der Handelsraum wird daher „Trading-Floor“ genannt.

22 Vgl. *Erben*, Analyse ausgewählter Unternehmenskrisen: Swissair, Enron und Kirch-Gruppe, in: *Romeike/Finke*, Erfolgsfaktor Risiko-Management: Chance für Industrie und Handel, Wiesbaden 2003. Die Kernkraftwerkshavarie von Fukushima oder die Covid19 Pandemie sind jüngste Beispiele für unerwartete Ereignisse mit erheblichem Markteinfluss, vgl. *Romeike/Hager*, Erfolgsfaktor Risikomanagement 4.0, 4. Auflage, Wiesbaden 2020.

23 Neben der Tatsache, dass die Anzahl der verfügbaren Bildschirme für manche Händler eine Art Statussymbol darstellt, ist der Bedarf an IT-Infrastruktur erheblich. Ein PC wird benötigt, um auf ihm das Handelssystem laufen zu lassen, ein weiterer für weniger sensitive Softwareanwendungen. Hat ein Händler/Portfoliomanager noch komplizierte Software zur Unterstützung, ist ein dritter Rechner u. U. eine lohnende Investition. Händler müssen Ihre Position im Auge behalten, benötigen Sichtfläche für Online-Informationsdienste wie Reuters oder Bloomberg, betreiben eigene Excel-Tools zur Unterstützung ihrer Aktivitäten und haben die elektronischen Preisinformationen der Broker auf den Bildschirmen.

24 Ölpreise sind starke Signalgeber für den Energiesektor insgesamt. Auch wenn nur ein kleiner Anteil des Stroms aus Öl erzeugt wird, so können Ölpreise in Kontinental-europa preisleitend für Gas sein. Auch andere Brennstoffe wie Kohle stehen, zumindest über längere Zeiträume gesehen, in einem ökonomischen Zusammenhang mit den Ölpreisen.

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

der europäischen Energiemarktliberalisierung²⁵, ein Streik in Frankreich²⁶, das alles kann auf die physikalische Situation oder zumindest die Fantasie der Marktteilnehmer und damit auf die Strompreise wirken. Auch ganz interessant sind die Informationen, die er von den hauseigenen Handelsanalysten bekommt – nichts wirklich Neues, aber immerhin schön strukturiert und aufbereitet. Nach wie vor ist zu großen Teilen unklar, wie die Politik langfristig über das europäische Emissionshandelsschema auf die Preise für die Emissionszertifikate und damit die Strompreise einwirken wird. Ob die Preise für die Terminkontrakte des übernächsten Lieferjahres schon weitere vermutete regulatorische Eingriffe in den CO₂-Preis antizipieren?²⁷ Wenn nicht, dann könnte der Strompreis für diese Kontrakte in Zukunft noch weiter steigen. Vielleicht wäre es gut, nicht zu warten mit der Absicherung der Position für 2023, sondern sofort die geplante Produktion, zumindest teilweise, zu verkaufen. Unangenehm nur, dass die momentane Preislage wenig auskömmlich erscheint. Würden die CO₂-Preise entgegen der Erwartung fallen, sich damit die Ertragslage der thermischen Kraftwerke verbessern während die Kraftwerkserzeugung bereits vermarktet wäre, könnte das unangenehm gegenüber den Kraftwerkern werden. Vielleicht ist die ganze CO₂-Sache aber doch nur heiße Luft?²⁸

Bevor Arthur weiter kommt mit seiner Gedankenkette, öffnet er die E-Mail vom Risikocontrolling, die den morgendlich erstellten Risikobericht²⁹ für sein Erzeugungsportfolio³⁰ enthält. Er erwartet keine Überraschung. Sein Risikomandat hat er nur gering belastet, d.h. sein Value-at-Risk³¹ ist sehr viel kleiner als erlaubt und der Markt ist zurzeit sehr ruhig. Es droht also auch keine Gefahr

-
- 25 Die Auswirkungen der Diskussion über die Ausgestaltung der liberalisierten Energimärkte kann gar nicht überschätzt werden. Die politischen Risiken, denen sich die Marktteilnehmer gegenüber sehen, schlagen sich auf verschlungenen Wegen auch in den Terminpreisen nieder. Insofern ist es nur konsequent, wenn bereits gesprochenes Wort von Politikern die Strompreise zu beeinflussen vermag. Dies kann vom Wirkungsmechanismus sicherlich verglichen werden mit der Auswirkung unbedachter Äußerungen von Notenbankchefs auf die Kapitalmärkte.
 - 26 Tatsächlich kommt es vor, dass ein Streik in einem großen Land in Kontinentaleuropa entweder über verminderte Stromnachfrage oder ein vermindertes Angebot (wenn Kraftwerkspersonal streikt) über die sich dann verändernde Import-Export-Bilanz des Stroms auf die anderen nationalen Strommarktpreise wirken.
 - 27 Sobald CO₂-Emissionen einen Preis bekommen, stellen sie sich im ökonomischen Kalkül eines Stromerzeugers den Brennstoffen vergleichbar dar.
 - 28 Wie die Preisentwicklung im Strommarkt zeigt, hat CO₂-Emissionshandel einen erheblichen Einfluss auf die Strompreise. Anfangs wurden die Zertifikate zwar kostenlos an die Energieversorgungsunternehmen verteilt. Sobald sich aufgrund der Knappheit der Zertifikate ein Preis für sie bildet, wäre es allerdings ökonomisch nicht rational für einen Energieerzeuger, den entstandenen Wiederbeschaffungswert der Zertifikate zu ignorieren. Ein z. B. durch Krisen ausgelöstes Sinken der Industrieproduktion kann jedoch zu einem Nachfragerübergang nach Emissionszertifikaten führen mit einer entsprechenden Wirkung auf die Preise für die Zertifikate.
 - 29 Zu den Risikoberichten und deren Berichtsfrequenz vgl. Dritter Teil, A. VI. 1. c), Rn. 128 ff.
 - 30 Unter Erzeugungsportfolio wird ein Portfolio mit Kraftwerkskapazität verstanden.
 - 31 Zum Begriff Value-at-Risk vgl. Dritter Teil, A. VI. 3. a) bb), Rn. 158 ff.

durch steigende Preisvolatilität³² für sein erlaubtes Risiko. Auch sein Stop-Loss-Limit³³ ist nicht in Gefahr. Aus dem Augenwinkel sieht er noch, dass keine Limitverletzung vorliegt, als er neben sich ein leises Stöhnen hört.

Arthurs Kollege vom Portfolio für den Vertrieb hat ein Problem

Sein Sitznachbar Marvin, der Portfoliomanager für das Vertriebsportfolio, sitzt schreckensbleich vor seinen Bildschirmen. Auf einem Schirm sieht Arthur das ihm bekannte Layout des täglichen Risikoberichts, nur mit der Überschrift „Vertrieb“. Deutlich ist zu erkennen, dass in der Grafik über die zeitliche Entwicklung des Value-at-Risk die betreffende Zeitreihe eine rote fette Linie geschnitten hat. Arthur erkennt sofort: Der Vertrieb hat mal wieder sein Value-at-Risk-Limit verletzt. Er fragt seinen Nachbarn, wie es dazu kommen konnte. Es müsste ihm doch klar sein, dass die Risikocontroller das Vertriebsportfolio argwöhnisch beäugen, seit es mehrfach zu Limitüberschreitungen gekommen ist.

Dieser Risikobericht ist für Marvin wirklich schrecklich, denn es ist klar, dass der Verteilerkreis des Berichtes bis hinauf in die Geschäftsleitungsetage schon für Ungemach sorgen wird.³⁴ Die mittlerweile schmerhaft erprobte Kommunikationskette verläuft üblicherweise vom Risikocontrolling per täglichem Risikobericht zum mittleren Management bzw. bis hinauf zur Geschäftsführung. Danach wird aus der Bottom-up-Information über eine Limitverletzung einen Topdown-Ärger mit sich über die Hierarchiestufen kumulierendem Druckpotenzial.

Da Arthur vertretungsweise auch schon die Widrigkeiten von Vertriebsportfolios erlebt hat, verschiebt er den Start der Aktivitäten für sein eigenes Portfolio um eine Viertelstunde, um sich mit seinem Kollegen auf die Ursachensuche für die Limitüberschreitung zu machen. Aufgrund der ruhigen Marktlage kann sich Arthur das zeitlich auch leisten. Seine Position³⁵ ist so, wie er sie haben will, und für heute ist keine wesentliche Änderung zu erwarten. Die langfristige Kraftwerkseinsatzplanung wird keine Aktualisierung der Produktionsplanung³⁶ vornehmen. Die Erzeugung nutzt die ruhige Marktlage am Jahresanfang, um die Optimierungssoftware zu warten. In hektischen Marktlagen wäre das kritisch, denn dann wird die Produktionsplanung der nächsten Jahre in stündlicher Auflösung täglich neu berechnet. Dieses Wunder ist Arthur immer noch nicht ganz zugänglich. Wie es den Kraftwerkseinsatzplanern wohl gelingt, in ein riesiges Rechenwerkzeug eine ständig aufgelöste Marktpreiskurve³⁷ einzulesen und unter Berücksichtigung aller Restriktionen wie Anfahrkosten, Brennstoff-

32 Zum Begriff Volatilität vgl. im Dritten Teil, A. II. 1., Rn. 18, Fußnote 23

33 Zum Begriff Stop-Loss-Limit vgl. im Dritten Teil, A. VI. 1. a), Rn. 111 ff.

34 Zum Verteiler von Risikoberichten vgl. Dritter Teil, A. VI. 1. c), Rn. 128 ff.

35 Zum Begriff Position vgl. im Dritten Teil, A. II. 3., Rn. 32, Fußnote 40.

36 Unter Produktionsplanung wird hier die Optimierung des Kraftwerkseinsatzes verstanden. Das Ziel der Optimierung ist, einen möglichst profitablen Kraftwerkseinsatz bei aktuellen Marktpreisen zu erreichen und die zukünftige Position bei aktuellen Marktpreisen möglichst exakt zu bestimmen.

37 Zum Begriff Marktpreiskurve vgl. Dritter Teil, A. VI. 2. b) aa), Rn. 143.

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

preisen, Preisen für die Emissionszertifikate, Mindeststillstandszeiten, Mindestbetriebsleistung eine stundenscharfe Produktionsplanung herauszubekommen?

Nach fünf Minuten des Klickens im Handelssystem, das sowohl alle Geschäfte des Handelshauses, die Produktionsplanung der Erzeugung als auch die Absatzposition des Vertriebs erfasst, wird den beiden Portfoliomanagern klar, wie es zu der Limitverletzung im Vertriebsportfolio kommen konnte: Bei der Aktualisierung der prognostizierten Absatzvolumina durch den Vertrieb ist ein Fehler unterlaufen. Anstatt die Absatzerwartung mit täglich 24-Stundenwerten einzulesen, wie es das Handelssystem erfordert³⁸, wurden fälschlicherweise für den letzten Sonntag im März und den letzten Sonntag (Umstellungen Sommer-/Winterzeit) im Oktober 23 bzw. 25 Stunden eingelesen. Dadurch ist nun im 2. und 3. Quartal des Jahres die stündliche Absatzposition um genau eine Stunde verschoben. Arthur staunt mal wieder über die großen Auswirkungen von kleinen Fehlern. Er kennt die notwendigen Regeln zum Berechnen des Deltas³⁹ einer Absatzerwartung im Schlaf und hat sich zur Kontrolle ein Tabellenkalkulations-Tool erstellt. Mit anderen Worten: Ihm ist klar, wie sich ein stündliches Lieferprofil im Sinne einer optimalen Absicherung in handelbare Standardprodukte zerlegen lässt, die dann im Markt beschafft werden können, aber dass eine Stunde Verschiebung des Profils im Sommerhalbjahr gleich dazu führt, dass das Vertriebsportfolio scheinbar eine erheblich andere Absicherung erfordert, ist dann doch wieder eine neue Lektion. Gemeinsam erklären die Portfoliomanager dem zuständigen Risikocontroller die Lage und weisen den Vertrieb auf den Fehler hin. Das Risikocontrolling wird am nächsten Tag in einem kurzen Kommentar die Ursache für die Limitüberschreitung benennen. Damit wäre zumindest der Portfoliomanager rehabilitiert. Offensichtlich bewahrheitet sich mal wieder, dass in den komplexen Arbeitsabläufen des Energiehandels besonders die Schnittstellen zu Fehleranfälligkeit führen.⁴⁰ Innerlich gesteht Arthur sich ein, dass das ganze Risikoerichtswesen durchaus auch dazu in der Lage ist, Fehler im System jenseits der reinen Limitüberwachung aufzudecken,⁴¹ denn insbesondere die Portfoliomanager werden ständig gezwungen, die Bewegungen in den Risikoerichten gegenüber Ihren Vorgesetzten zu erläutern.

38 Die Sommer-Winterzeit-Unterschiede werden im Allgemeinen als die Geißel der IT-Systeme betrachtet. Dass an einem Tag im Jahr eine Stunde fehlt und an einem anderen Tag im Jahr zu viel ist, bereitet auch den besten IT-Systemen Probleme. Teilweise ist es auch unklar, wer im Unternehmen in welcher Struktur seine Daten hält.

39 Zum Begriff Delta vgl. im Dritten Teil, A., Rn. 163.

40 Zu operationellen Risiken vgl. Dritter Teil, A. VI. 5. c), Rn. 191.

41 Zu den Zielen der Risikoerichterstattung vgl. Dritter Teil, A. VI. 1. c), Rn. 128 ff.

Arthur verschafft sich einen Überblick über den Markt

Nachdem das geklärt ist, beschließt Arthur, die zehn Meter zu den Spot-Händlern zu gehen⁴² und sich zu informieren, wie der Markt heute läuft und was die Preiserwartung für die tägliche Auktion der einzelnen Lieferstunden des nächsten Tages ist.⁴³ Zum Glück wird er von den Spot-Händlern weniger gehänselt als von seinen ehemaligen Kollegen am Marktzugang für Terminmarktprodukte. Die Spot-Händler fühlen sich der dem Stromhandelsgeschäft zugrundeliegenden Physik näher als die Terminhändler.⁴⁴ Arthurs Vermutung, wie der Tag laufen würde, scheint sich zu bestätigen. Mittlerweile ist es 09:00 Uhr und die Spot-Händler haben ein ganz gutes Gefühl für die Preise bekommen. Keine großen Kraftwerksausfälle, weder zu warm noch zu kalt für die Jahreszeit, d. h. die Nachfrageprognosen für den morgigen Tag sind typisch für die Jahreszeit. Im vorbörslichen OTC-Spot-Geschäft⁴⁵ ist alles ruhig, zumal auch die Prognosen für die Erzeugung erneuerbarer Energien stabil erscheinen. Lieferungen für den morgigen Tag werden bei den gewohnten Preisen für Base gehandelt. Peak liegt im Moment etwas höher als Arthur erwartete.⁴⁶ Wenn man sich überlegt, dass der Preis im Großhandel für eine Kilowattstunde⁴⁷ lediglich 2–10 Cent entspricht, dann fragt sich Arthur dabei jedes Mal, wie seine Stromrechnung zu Hause⁴⁸ eigentlich erklärbar ist?

Nach kurzer Diskussion mit den Spot-Händlern stellt sich heraus, dass für die täglich um 12:00 Uhr stattfindende Börsenauktion für Lieferungen am nächsten Tag keine deutlich anderen Ergebnisse als im OTC-Markt zu erwarten sind. Für

-
- 42 Üblicherweise sitzen in einem Handelsraum die Protagonisten in funktionalen Gruppen zusammen.
- 43 Das Verfahren an der Leipziger European Energy Exchange kann verkürzt wie folgt beschrieben werden: Bis 12:00 Uhr geben alle Börsenteilnehmer über Internet bzw. Fax ihre Kauf- und Verkaufsgebote ab. Die Gebote bestehen im einfachsten Fall aus drei Attributen: ob es sich um einen Kauf oder Verkauf handelt, die maximale Zahlungsbereitschaft (Kauf) bzw. der minimale Verkaufspreis (Verkauf) sowie die Leistung in MW, für die die Order gilt. Die EEX sortiert dann Kaufs- und Verkaufsgebote und bestimmt den sog. MCP (Market Clearing Price), bei dem das Angebot und die Nachfrage der EEX-Teilnehmer im Gleichgewicht ist.
- 44 Während im Terminhandel die vermutete physikalische Situation in der Zukunft nur ein Element unter vielen für die Bildung des Marktpreises ist, spielt im Spothandel die tatsächliche physikalische Situation eine wesentlich größere Rolle. Der Ausfall eines einzelnen Kraftwerks, eine Hitzewelle, die zu Kühlwasserproblemen bei Kraftwerken führen kann oder aber das Ausbleiben von Wind- oder Photovoltaikerzeugung wirken unmittelbar auf die Spotpreise. Um im Markt erfolgreich sein zu können, setzen sich Spothändler daher in der Regel sehr intensiv mit den technisch-physikalischen Gegebenheiten der Stromerzeugung auseinander.
- 45 Zum Begriff OTC siehe Glossar sowie im Zweiten Teil A., VI., Rn. 104, Fußnote 148.
- 46 Bezuglich der Begriffe Base und Peak vgl. Glossar.
- 47 1 Megawattstunde [MWh] entspricht 1000 Kilowattstunden [kWh].
- 48 Die Preise, die Endkunden für den Strom bezahlen, sind von einer Vielzahl weiterer Faktoren beeinflusst. Neben dem Großhandelsmarktpreis für die Stromerzeugung fallen Stromtransport- und Verteilkosten an. Weitere Preisbestandteile sind neben den Kosten für Regelenergie und den Kosten aus Zähler- und Rechnungswesen die staatlichen Belastungen.

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

Arthur gibt es also nicht viel zu tun. Der Abgleich seiner bisherigen Vermarktung mit der zu vermarktenden Position für den morgigen Tag ergibt noch 50 MW Differenz. Arthur beschließt, diese an der Börse zu vermarkten. Er setzt sich vor seinen PC, loggt sich in das Handelssystem ein und bucht seine 50 MW in das Portfolio der Spot-Händler. Dort werden alle Positionen der verschiedenen Unternehmensportfolien gesammelt, saldiert und nur die Nettoposition wird zur Auktion an die Börse gestellt. Ein intelligentes Verfahren, das Transaktionskosten spart, wie Arthur findet.

Das war bis jetzt wirklich ein leichter Tag. Wenn gegen 12:50 Uhr die Auktionsergebnisse der Börse bekannt gegeben werden, bekommt Arthur dann seinen an der Börse erzielten Erlös zurück in sein Portfolio gebucht. Damit wäre die Pflicht des Portfoliomanagers eigentlich für heute fast erledigt. Die unangenehmen Dinge wie das Anmelden der Fahrpläne für Kraftwerke und Vertriebe beim Netzbetreiber macht zum Glück das Fahrplanmanagement. Das Einzige, was an ruhigen Tagen gerne die Laune verdirtbt, ist, wenn plötzlich wieder jemand aus dem Backoffice neben seinem Tisch auftaucht und Fehlbuchungen im Handelssystem moniert. Dann müssen die Buchungen im Handelssystem beleuchtet und korrigiert werden. Das ist jedes Mal eine Qual, denn bereits vom Backoffice im Handelssystem validierte Geschäftsabschlüsse können nicht mehr einfach geändert werden und daher regiert im Backoffice ein etwas nerviger Sportsgeist bezüglich der Aufdeckung von möglichen Diskrepanzen, bevor es nachhaltig zu denselbigen kommt. Aber eigentlich hat sich für Arthur auch in diesem Bereich das Leben verbessert, seit er für die Erzeugung arbeitet. Es handelt sich bei seinen Vermarktungsgeschäften juristisch zwar um vollwertige Geschäftsabschlüsse zwischen in der Ergebnisverantwortung getrennten Unternehmensbereichen⁴⁹, aber immerhin sind mit den Händlern des eigenen Handelshauses, die nur wenige Meter entfernt sitzen, Missverständnisse in der Regel schnell aufzulösen und Fehler zu finden. Als er selber noch direkten Marktzugang hatte, findet Arthur, war so ein Fehler weit stressiger. Im Zweifelsfall mussten die aufgezeichneten Gespräche⁵⁰ zwischen ihm und seinem externen Handelsgenüber abgehört werden und da wird dann doch das eine oder andere Private gesprochen. Das war manchmal wirklich peinlich für Arthur.⁵¹

Im Backoffice haben sie es mittlerweile so weit getrieben, dass der Händler des Monats, natürlich der mit den meisten Buchungsfehlern, samt Foto aushängt.

Ein Terminhändler kollidiert mit dem Risikocontrolling

Plötzlich registriert Arthur Geschrei am Tisch des Marktzugangs für Terminprodukte. Alle Köpfe im Handelsraum wenden sich in die Richtung des Aufruhrs. Dort spielt sich eine seltene, aber nicht gänzlich unübliche Szene ab: Ein um

49 Vgl. Dritter Teil, A. VII. 2., Rn. 198.

50 Die Aufzeichnung von Gesprächen bei telefonischen Geschäftsabschlüssen ist in Handelshäusern zur Beweissicherung Standard.

51 Das Abhören von Gesprächsaufzeichnungen tangiert Persönlichkeitsrechte, die zu beachten sind.

Ruhe bemühter Risikocontroller steht einem Händler mit putterrotem Kopf gegenüber. Aus den Gesprächs- und Gebrüllfragmenten filtert Arthur heraus, dass ein Händler offensichtlich ein Geschäft mit einem Handelspartner abgeschlossen hat, für den die durch das Risikocontrolling überwachte Kreditlinie bereits voll ausgelastet war. Dies scheint dem betreffenden Risikocontroller untertägig bei einer Stichprobenkontrolle im Handelssystem aufgefallen zu sein. Normalerweise erstellt das Risikocontrolling den Kreditrisikobericht⁵² mit den Handelsdaten, die bei Tagesabschluss vorliegen. Im Falle von bereits sehr weit ausgelasteten Handelspartner-Limiten ist das Risikocontrolling allerdings auch während eines Handelstages und in der Regel mit Erfolg bemüht, es gar nicht erst zu Limitverletzungen kommen zu lassen und rechtzeitig zu warnen. Offensichtlich war das hier allerdings nicht der Fall. Obwohl der Kreditrisikobericht für den betreffenden Handelspartner bereits eine rote Flagge ausgewiesen hat, scheint das vom Händler ignoriert worden zu sein. Der rechtfertigt sich damit, dass das abgeschlossene Geschäft ein Schnäppchen gewesen sei und es ihm gelungen ist, vom Handelspartner 25 MW Base des übernächsten Kalenderjahres für 0,25 Euro/MWh unter dem augenblicklichen Marktpreis zu kaufen. Damit hätte er immerhin auf einen Schlag 55.000 EUR für das Unternehmen verdient. Auf die Entgegnung des Risikocontrollers, dass sich der Händler die 55.000 EUR Profit jedoch durch eine Limitverletzung „erkauf“ habe, scheint das Geschrei erst richtig losgegangen zu sein. Die lautstark vorgetragene Rechtfertigung des Limitverletzers, dass er ja schließlich bisher kaum Geschäfte mit dem angezählten Handelspartner gemacht habe und man ihn doch wohl kaum in seiner Handlungsfreiheit beschränken dürfe, nur weil andere die Limite zumüllten, führt bei dem Risikocontroller zu einem verständnislosen Gesichtsausdruck. Er wendet sich wortlos ab und murmelt etwas wie „.... zwecklos ... typisch Händler ... Egozentriker ...“.

So wie Arthur das soeben Beobachtete einschätzt, wird der Risikocontroller nun, nachdem offensichtlich wurde, dass es sich bei der Kreditlimit-Verletzung nicht um eine Fehlbuchung oder ein anderes operatives Problem handelte, die Berichtskette über die Limitverletzung in Gang setzen.

Objektiv gesehen macht der Risikocontroller das Richtige, denkt sich Arthur. Allerdings wird man als Händler auch nicht unbedingt zum Teamplayer erzogen, wenn das Gehalt per Bonusregelung sehr stark an die unmittelbar den eigenen Handelsaktivitäten zugeordnete PnL⁵³ gekoppelt ist. Andererseits hat einer, der nicht scharf ist auf Gewinn und nicht jedem Euro hinterherjagt, auch wenig Chancen, im Markt zu bestehen. Eine Lösung für dieses Dilemma scheint in der Welt des Handels noch nicht wirklich gefunden, aber das soll nicht Arthurs Sorge sein, wie er findet, denn er hat bisher ein glückliches Händchen gehabt und meistens ein positives Ergebnis mit seinen Portfolien erzielt.

52 Zur Risikoberichterstattung vgl. Dritter Teil, A. VI. 1. c), Rn. 128 ff.

53 Zum Begriff PnL vgl. Dritter Teil, A. VI. 2. b), Rn. 148.

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

Arthur erinnert sich an seine ersten Erfahrungen mit einem Limitsystem

Nur einmal haben die Risikocontroller sein Ergebnis beeinflusst. Das war im Jahr 2018. Da hatte Arthur auf fallende Preise gesetzt und eine Terminposition verkauft, oder war short, wie es im Handelsjargon heißt. Leider sind die Preise damals stetig gestiegen, seine Position ist immer weiter aus dem Geld gelaufen⁵⁴ und hat Buchverluste angehäuft. Sein Value-at-Risk-Limit hatte er am Anfang gar nicht ausgelastet. Im Verlaufe von 2 1/2 Wochen wurde aber jeden Tag Mark-to-Market-Verlust um -Verlust angehäuft. Das wirklich nicht auszutricksende Limitsystem der Risikocontroller hat ihm dann nach einer Woche kumulierte Mark-to-Market-Verluste stetig sein verfügbares Value-at-Risk-Limit verkleinert, um zu gewährleisten, dass er seine spekulative Position rechtzeitig schließt, bevor sein Stop-Loss-Limit erreicht ist. Ihm blieb daher nichts anderes übrig als Tag für Tag die Position stückweise zu schließen, um keine Verletzung des Value-at-Risk-Limits zu riskieren.⁵⁵ In letzter Konsequenz bedeutete das, dass er täglich ein Stück seiner entstandenen Buchverluste realisieren musste. Mit Schmunzeln erinnert sich Arthur an die schlechte Stimmung, die damals über dem Handelsraum lag. Ihm wurde vorgeworfen, er würde schlechte Geschäfte machen. Verteidigt hat er sich damals damit, dass doch alles gut werden würde, wenn die Preise wieder fallen, was sie früher oder später tun würden, und nur dieses komplizierte Limitsystem daran schuld sei, dass er die Buchverluste hat realisieren müssen. Eine unangenehme Situation für alle. Es kam dann auch so wie befürchtet: Kaum war die Position ganz geschlossen und der Market-to-Market-Verlust am Stop-Loss-Limit realisiert, da hat sich der Preistrend gedreht. Hätte es damals die Risikocontroller nicht gegeben, hätte er am Ende noch Geld verdient mit der Position. Na ja, hinterher hat man immer die perfekte Voraussicht auf das vergangene Geschehen und irgendwie standen am Ende doch alle als Gewinner da. Die Risikocontroller hatten die Spielregeln durchgesetzt, auf die sich alle am Anfang der Geschäftstätigkeit geeinigt haben, und er kann sich bis heute rechtfertigen, dass er eigentlich am Ende Geld verdient hätte, wenn die Risikocontroller nicht gewesen wären.⁵⁶ Und wie es scheint, hat die Geschäftsführung sogar die Position eingenommen, dass es sich für das Gesamtunternehmen eher rechnet, hier und da aus Limitsystemen resultierend begrenzte Verluste hinzunehmen, als unbegrenzte Verluste zu riskieren.⁵⁷ Trotzdem, in der Rolle der Risikocontroller hat er damals genauso wenig sein wollen, wie er sich in seiner eigenen wohl gefühlt hat. Ein Glück für die

54 Darunter versteht man, dass das Mark-to-Market (vgl. Dritter Teil, A. VI. 2. b) bb), Rn. 147) negativ wurde.

55 Zu Limitsystem, Value-at-Risk-Limit und Stop-Loss-Limit vgl. Dritter Teil, A. VI. 1. a), Rn. 111 ff.

56 Das ist natürlich objektiv eine schwache Argumentation, aber ein häufiges Wesensmerkmal von im Durchschnitt erfolgreichen Händlern scheint ein erhebliches Maß an Selbstbewusstsein zu sein. Das wiederum unterstreicht die Wichtigkeit des Risikocontrollings, um in der Situation von übersteigertem Selbstvertrauen Schaden begrenzend eingreifen zu können.

57 Dieser Sachverhalt wird in der Literatur in der Regel mit „Risikoaversion“ bezeichnet.

Risikocontroller, dass sie von allen Handelsaktivitäten unabhängig und nur dem risikoverantwortlichen Geschäftsleiter verpflichtet sind.⁵⁸

Für Arthur bleibt heute noch etwas Wesentliches zu tun. Es gilt, die Mitglieder des Risikokomitees für Handelsangelegenheiten von einer neuen Handelsidee zu überzeugen. Gleich nach dem Mittag wird er die Sache vor den immer sehr kritischen Teilnehmern⁵⁹ präsentieren: Das Absichern der Brennstoffpreisrisiken von Gaskraftwerken durch Öl- und Kohlekontrakte zusätzlich zur Absicherung der Stromproduktion. Doch erst einmal schnell zum Mittagessen.

Während des Mittagessens spielen die Preise verrückt

Kaum steht Arthur beim Imbiss um die Ecke und genießt im Stehen zusammen mit seinem Kollegen Marvin vom Vertriebsportfolio den Mittagstisch, da empfängt sein Mobiltelefon eine SMS mit den soeben von der Börse veröffentlichten Preisen für die Stundenauktion der Lieferungen für morgen.⁶⁰ Arthur muss zweimal hinsehen – die Preise, die er dort sieht, hält er für ausgeschlossen. Heute Morgen hat der Peak doch noch OTC auf dem gewohnten Niveau gehandelt. Die EEX hat soeben einen Preis von sechsmal dem gewohnten Preis⁶¹ für Peak-Lieferungen gezeigt. Auch der Base-Preis hat sich vervierfacht. Arthur überschlägt kurz, was das bedeutet: Bei dem aktuellen Peak-Preis und einer durchschnittlichen Long-Position von 50 MW in diesem Zeitraum hat er gerade für sein Portfolio – wenn er überschlägig die durchschnittlichen Produktionskosten der eigenen Kraftwerke mit ansetzt, mit einem Schlag einen Profit von über 250.000 EUR erzielt. Ein toller Tag! Allerdings wird Arthur klar, dass er von den Kraftwerkern sicherlich eindringlich gefragt werden wird, warum er einen großen Teil der Produktion bereits im Terminmarkt vermarktet hat. Immerhin ist die Gesamterzeugung um ein Vielfaches höher als die durchschnittlich 50 MW Longposition, die er noch für den Spot-Markt zur Verfügung hatte. Da ist er wieder, der Feind aller Händler und Risikomanager: das „Backtrading“.⁶²

Arthur kommt zu dem Schluss, dass es ihm eigentlich manchmal auch nicht viel besser ergeht als den Risikocontrollern. Der eigentliche Job ist es, unter Un-

58 Vgl. diesbezüglich Dritter Teil, A. V. 2. a), Rn. 80 ff.

59 Zum Risikokomitee für Handelsangelegenheiten vgl. Dritter Teil, A. V. 2. c), Rn. 84 f.

60 Um den Händlern jederzeit Information über Preisentwicklungen zugänglich zu machen, ist es in vielen Handelshäusern üblich, neue und wichtige Preisinformationen per SMS weiterzuleiten.

61 Eine Analyse der historischen Börsenpreise lässt dieses Beispiel keinesfalls unrealistisch erscheinen.

62 Das „Backtrading“ ist in der Tat ein sehr schwerwiegendes Problem. In der Regel sind die Marktteure und Ergebnisverantwortlichen durch einen Grad an Risikoaversion ausgezeichnet. Diese Risikoaversion ist gerade die Grundlage für die Entwicklung eines Terminmarktes, in dem, zumindest teilweise, Geschäftsergebnisse im Vorwege abgesichert werden. Mit der Ergebnisabsicherung geht in der Regel jedoch nicht nur die Beschneidung der Risikoseite einher, sondern auch die Beschneidung der Chancenseite. Sobald sich allerdings herausstellt, dass die Chancenseite eingetreten ist, neigen viele Menschen dazu, ihre ursprüngliche Risikoaversion zu vergessen und zu fragen, warum andere die Zukunft nicht besser vorhergesehen haben.

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

kenntnis dessen, was die Zukunft bringen wird, möglichst optimal zu entscheiden. Und wenn die Zukunft dann eintritt und sich anders darstellt, als erwartet, kommen alle, die vorher auch keine Meinung hatten und fragen, warum man die Zukunft nicht besser vorhergesehen hat. Die Risikocontroller lösen das Problem für sich, indem sie in Ihren Betrachtungen nicht von einer bestimmten Zukunft ausgehen, sondern wahrscheinlichkeitsbasierte Szenarien generieren. Hinterher prüfen sie dann, ob die Zukunft sich in der Bandbreite der vorab simulierten Möglichkeiten abgespielt hat.⁶³ Es hat für Arthur jedoch den Anschein, die Mathematisierung, die dort betrieben wird, öffnet Kommunikationsproblemen Tür und Tor.⁶⁴ Während Arthur beim Essen über die Problematik des Backtrading sinniert, fällt ihm auf, dass Marvin zum zweiten Mal an diesem Tag schreckensbleich aussieht. Der Arme wiederholt in diesem Moment am Handy etwas, was augenscheinlich ein Kollege vom Spot-Handel durchgibt: „Stunde 19 kostet 2.436,63 Euro/MWh.“⁶⁵ Selbst aus einem Meter Entfernung hört Arthur das Gebrüll im Handelsraum aus dem Handylautsprecher. Wird sicherlich spannend, welche Portfolien Glück haben und welche Portfolien Pech haben. Auf jeden Fall sind alle im Markt im wahrsten Sinne des Wortes arm dran, die dachten, im Spot-Markt zu kaufen sei billiger, als langfristig am Terminmarkt zu beschaffen. Arthur stellt überschlägig noch eine Rechnung an. Wenn ein Vertriebsunternehmen seinen Kunden einen Energiepreis von 100 Euro/MWh in Rechnung stellen würde und jetzt für eine Stunde über 2.400 Euro/MWh in der Beschaffung zu zahlen hätte, dann ergäbe sich eine zu erwartenden Abweichung vom Plan von 2.300 Euro/MWh. Und damit ist das Problem ja noch nicht vollständig beschrieben: Die teuren Stunden des Tages sind ja auch die Stunden, an denen viel Strom von den Kunden nachgefragt wird. Das schmerzt doppelt. Arthur erinnert sich an seine Rechnung vom Weg zur Arbeit. Für morgen in der 19. Stunde hat sich der Preis plötzlich mehr als verzweihundertfach! Wahnsinn – ein Pechvogelvertrieb verkauft einem Kunden den Strom für eine Stunde Staubsaugen für ein paar Cent und muss u. U. diesen Strom für 240 Cent/kWh besorgen. Ist doch irgendwie schöner, auf der Gewinnerseite zu stehen. Vorsich-

63 Arthur umschreibt hier, ohne den Begriff zu nutzen, das Konzept des Backtesting. Vgl. hierzu Dritter Teil, A. VI. 5. a) bb), Rn. 185 ff.

64 Zu Kommunikationsstrategien des Risikomanagements/Risikocontrollings vgl. Dritter Teil, A. III. 1., Rn. 33 ff.

65 Aus dramaturgischen Gründen wurde hier ein Beispiel extrem hoher Spotpreise gewählt. Tatsächlich waren derartig hohe Spotmarktpreise in den letzten Jahren nicht zu beobachten, wohl aber in der Zeit bis 2009. Tatsächlich ist momentan aufgrund der rasant zunehmenden Einspeisung von Erneuerbaren Energien, insbesondere Wind und Photovoltaik, vermehrt zu beobachten, dass die Preise für Strom extrem niedrig oder sogar negativ ausfallen können. Negative Preise sind hierbei ein Ausdruck des rationalen ökonomischen Kalküls einiger Kraftwerksbetreiber. Es kann u. U. günstiger sein, den Strom zu verschenken oder sogar beim „Verkauf“ draufzuzahlen als die Kosten für eine Abschaltung und erneutes Hochfahren des Kraftwerks in Kauf zu nehmen. Diese Kosten entstehen entweder als Opportunitätskosten, weil Kraftwerke technisch bedingten Mindeststillstandszeiten nach dem Herunterfahren unterworfen sind, oder weil das erneute Anfahren mit erheblichen Kosten verbunden sein kann.

tig fragt Arthur seinen Vertriebskollegen, wie viel Staubsaugen denn in seinem Portfolio für morgen, 19. Stunde, vorhergesehen ist und wie viel er davon schon im Terminmarkt beschafft hat, aber er erhält keine wirklich brauchbare Antwort.

Arthur versucht, das Beste daraus zu machen

Zurück im Handelsraum hat Arthur leider keine Zeit, seine Kollegen zu dem unerwarteten Börsenergebnis zu befragen. Genau genommen hat er ja damit gerechnet, dass so etwas früher oder später wieder auftauchen kann. Strom ist nun mal nicht speicherbar und wenn er gebraucht wird und aus irgendwelchen Gründen wenig Angebot zur Verfügung steht, dann wird es halt teuer. Warum aber ein Preissprung des Stroms, der morgen geliefert werden soll, gleichzeitig wie heute dazu führt, dass die Terminprodukte der nahen und fernen Zukunft auch sofort höher gehandelt werden ist Arthur nicht recht erklärlch. Wieso soll eine Knappheit, die für eine kurze Periode zu hohen Spot-Preisen führte, auch für einen weit entfernten Lieferzeitraum die Terminpreise beeinflussen? Insbesondere wo es sich bei Strom doch um ein nicht speicherbares Gut handelt. Verstehe einer den Markt. Aber vielleicht ist der beobachtete exorbitante Spotpreis auch ein Signal für fundamentaleres und längerfristiges Ungleichgewicht im Strommarkt? Arthur versucht natürlich, die augenblickliche Marktsituation zu nutzen, um für die Erzeugung einen zusätzlichen Vermarktungserfolg zu erzielen. Seine Bildschirme beobachtend und die Preisinformationen von den Händlern des Marktzuganges hörend, versucht Arthur am plötzlich lebhaft gewordenen Terminmarkt zu partizipieren und etwas mehr von der geplanten Erzeugung zu verkaufen, als es sein morgendlicher Plan gewesen war. Gemessen an seinen Vorgaben für die Vermarktungsstrategie verkauft er etwas mehr von der zukünftigen Erzeugung, indem er die Terminpositionen zusammen mit Preisorders an den Marktzugang abgibt. Im Ergebnis baut Arthur für sein Erzeugungspotfolio Marktpreisrisiko ab, da er mit der vermarktetem Erzeugung dichter an den Produktionsplan heranrückt und realisiert dabei ein paar Cent mehr je Kontrakt, als der Risikobericht gestern ausgewiesen hat.

Arthurs Erlebnisse im Risikokomitee für Handelsangelegenheiten

So, jetzt heißt es durchatmen für Arthur, in 20 Minuten beginnt das Risikokomitee zu tagen. Bis Arthurs Tagesordnungspunkt dran ist, wird er sich etwas langweilen. Für einen Händler mit Arthurs Naturell ist so ein Komitee eigentlich nichts. Da wird viel über Formalien gestritten, Richtlinien diskutiert und auch die üblichen politischen Ränkespiele der einzelnen Unternehmensbereiche spielen manchmal eine fast größere Rolle als die eigentlichen Inhalte. Er hat sich schon einmal mit den Risikoleuten darüber unterhalten, die sehen das aber zu Arthurs Verwunderung gelassen. Ihrer Meinung nach ist es ein wichtiger Teil des Gesamtsteuerungsprozesses der Risiken, zu akzeptierten Spielregeln im Unternehmen zu kommen, auf die sich alle festlegen. Schließlich sei es ja auch leichter, ein Spiel zu spielen, als sich die Regeln dafür auszudenken. Nicht ganz unrichtig, wie Arthur findet, aber doch sehr nervenaufreibend.

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

Während Arthur halb gelangweilt und halb amüsiert die Szenerie betrachtet, bemerkt er gar nicht, dass die Tagesordnung bereits bei seinem Auftritt angekommen ist. Er springt auf und fängt mit Hilfe seiner PowerPoint-Präsentation an, das entwickelte Konzept zu erklären. Um besonders durchschlagend zu wirken, feuert Arthur eine Kanonade von Handelsfachbegriffen ab, zeigt eine Vielzahl von Preiszeitreihen verschiedener Brennstoffe wie Öl und Gas an verschiedenen Handelsplätzen der Welt. Es hagelt nur so Begriffe wie API#2 Swap, BAFA-Kohlepreisindex, Kohlelieferungen CIF ARA, Hedge ratio, Preisgleitklauseln, Korrelationshedge und und und ... Nach 15 Minuten ist Arthur durch mit seinem Vortrag und wähnt, einen leichten Erfolg errungen zu haben. Jetzt kann es bestimmt in sehr naher Zukunft losgehen mit dieser Handelsaktivität. Nur noch schnell ein Limit bei der Geschäftsleitung beantragen und dann wird die Welt für Arthur noch viel interessanter werden. Ein siegesgewisses Schmunzeln umspielt seine Mundwinkel. Nach einem kurzen Moment der Ruhe meldet sich als erstes die teilnehmende Vertreterin der Erzeugung zu Wort. Sie begrüßt die Idee der Brennstoffabsicherung, sei jedoch der Meinung, eine Absicherung setze voraus, dass zuerst untersucht werden solle, wie groß das Risiko ohne Brennstoffabsicherung ausfalle in Relation zum erreichbaren Risikoabbau durch Brennstoffabsicherung. Zumal die Gasverträge der Gaskraftwerke auf Öl- und Kohlepreise indiziert sind, die nicht direkt handelbar seien. Sie befürchte hier am Ende, dass die vermeintliche Absicherung mehr Risiken erzeuge, als sie abbaue. Ob denn das schon quantifiziert sei? Arthur stöhnt innerlich, denn was da grade angemerkt wird, bedeutet komplizierte Vertragsanalyse, unendliche Berechnungen und am Ende wieder komplizierte Wahrscheinlichkeitsberechnungen. Unterbewusst schaut Arthur etwas fragend den anwesenden Modellierungsfachmann vom Risikocontrolling an. Um noch eines oben drauf zu setzen, schließt sich Herr Vogone, der Leiter der Revision, an. Er fängt an zu hinterfragen, ob es denn überhaupt sinnvoll sei, die operativen Entscheidungen über die Brennstoffabsicherung durch den Portfoliomanager im Handel treffen zu lassen. Und wie die Mandatssituation eigentlich zu regeln sei. Jetzt ist die Büchse der Pandora offen, denkt sich Arthur und geht dazu über, vor seiner Präsentation stehend, das Treiben mit hochgezogenen Augenbrauen zu betrachten. Für die nächsten 15 Minuten geht es drunter und drüber und die wildesten Pro- und Contra-Argumente werden durch den Raum geschleudert. Schließlich gelingt es dem Leiter des Risikocontrollings, der das Gremium leitet, alle wieder zu besänftigen. Er schlägt die Bildung einer Arbeitsgruppe unter Beteiligung des Handels, der Erzeugung und dem Risikocontrolling vor, die der Fragestellung quantitativ auf den Grund gehen soll. Arthur hat nun eine emotionale Achterbahnfahrt hinter sich: Siegesgewissheit bezüglich seines Planes, eine zeitgemäße Absicherung zu betreiben, Erniedrigung im Komitee und am Ende Erleichterung darüber, dass er nicht alleine der Hydra der Chancen- und Risikoquantifizierung gegenüber steht, sondern Hilfe von qualifizierten Experten bekommt. Vielleicht hätte er sich ja doch besser mit der Erzeugung abgestimmt, bevor er seinen Vorschlag in großer Runde vorlegt?

Ein Tag im Leben des Händlers Arthur Zahn

Den nächsten Tagesordnungspunkt des Komitees bekommt er nur noch halb mit, denn Arthur ist etwas erschöpft von dieser für ihn ungewöhnlichen Arbeitsatmosphäre. Abends wird er sich erinnern, dass sich die Teilnehmer des Risikokomitees direkt nach seinem Vortrag über den nächsten Punkt – diesmal allerdings in subtileren – Auseinandersetzungen ergangen sind. Augenscheinlich war die Ausdehnung der Richtlinie über die Zulassung neuer Produkte auf die Geschäftseinheiten jenseits des Handels Ursache. Da schienen die Risikoleute ganz schön forsch, während die anderen Geschäftsbereiche sich erheblich sträubten. Aber wie Arthur die Risikoleute kennt, werden die sich am Ende schon durchsetzen. Wieso haben die nur eine solche Durchsetzungskraft? Die Richtlinie wird Arthurs Vorhaben allerdings nicht beeinflussen. Im Handelshaus ist der Prozess ja schon seit geraumer Weile installiert.

Nach Ende des Meetings wird Arthur noch einmal vom Leiter des Risikocontrollings angesprochen und für seine Idee gelobt. Er gibt aber die Anregung, dass es doch geschickter gewesen wäre, dem breit gefächerten Gremium das Vorhaben auf dem kleinsten gemeinsamen Verständnis-Nenner zu präsentieren. Manche der Komiteemitglieder, die etwas handelsferner sind, hätten erhebliche Schwierigkeiten gehabt, die Bedeutung der Contango-Situation des Darkspread in Zusammenhang mit API#2-Bafa-Korrelationshedges bei einem angenommenen Weighted-Moving-Average-Zusammenhang der Preis-Zeitreihen zu verstehen.

Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten

Robert McKenna

Die morgendliche Routine

Wie immer schallt Robert McKenna ein freudiger Gruß vom Pförtner entgegen, als er den Empfang durchquert. Eigentlich mag Robert die erste Stunde im Büro. Noch klingelt kein Telefon. Die Kollegen, die mit ihren Gesprächen das Großraumbüro lebhaft werden lassen, sind noch nicht da. Man kann in Ruhe die Kreditberichte durchgehen und den Tag planen. Daran, dass es doch meistens ganz anders kommt, hat Robert sich in seinen acht Jahren Unternehmenszugehörigkeit gewöhnt.

Auf dem Weg zu seinem Büro nimmt er gleich den ersten Kaffee mit, schließlich wartet heute eine Menge Arbeit auf ihn. Heute ist Robert schon früher gekommen als sonst, denn zusätzlich zum Tagespensum findet am Nachmittag das erste Treffen des konzernweiten Corona Krisenstabs statt. Das Corona Virus hat sich nach Europa ausgebreitet. Die Infektionszahlen steigen in allen Ländern und die Nervosität in der Politik, der Bevölkerung und den Märkten steigt. Aber so ganz kann Robert die Lage noch nicht einschätzen. Er wird sich für den Termin später noch Gedanken machen müssen, welche Auswirkungen möglich und welche Maßnahmen nötig sein könnten.

Die Kreditberichte

Mit der steigenden Unsicherheit aufgrund von Corona sind die Märkte unruhig geworden, also ist es umso notwendiger, sich als Erstes die wichtigsten Kreditberichte anzusehen: Limit-Auslastungen, Limit-Überschreitungen, Ausnahmen und Änderungen von Freigaben.

Der Bericht zur Limit-Auslastung wird an alle Kreditmitarbeiter verteilt, an das Management und natürlich an die Händler. Sie sind eigenständig für die Einhaltung der Limite verantwortlich und somit ist dieser Bericht eine essentielle Informationsquelle über den Handelsrahmen, in dem sie sich bewegen können.

Aus diesem Grund ist es wichtig, dass der Bericht zum Handelsbeginn am Anfang des Tages zur Verfügung steht. Er wird über Nacht vom Kreditsystem¹

1 Ein Kreditsystem ist ein IT System, das eine Vielzahl an Funktionen übernimmt. Es ist einem Handelssystem nachgelagert. Das Kreditsystem wird mit den tagesaktuellen Details der Handelsgeschäfte gespeist. Unter Berücksichtigung bestimmter Parameter (Stammdaten zum Kontrahenten) werden dann die Kredit Exposures berechnet. Die Kreditabteilung pflegt Stammdaten der einzelnen Parteien und Details der verhandelten Netting-Vereinbarungen in das Kreditsystem ein. Diese Daten werden für die korrekte Aufrechnung der Exposures benötigt. In vielen Fällen nutzen Kreditabteilungen und Margining-Abteilungen dasselbe System, so dass auch der Margining Prozess durch dieses System abgewickelt werden kann. Für die Energieindustrie gibt es mehrere Anbieter, so zum Beispiel Bradycredit von Brady plc., siehe auch

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

generiert und automatisch an mehrere Verteiler verschickt. Als Grundlage für die Exposures², die im Kreditsystem errechnet werden, dienen Daten aus dem Handelssystem. Jeder Händler muss sicherstellen, dass am Ende des Tages all seine Transaktionen im Handelssystem erfasst sind, so dass über Nacht seine Positionen berechnet werden können. Das Kreditsystem erfasst diese Handelsdaten und berechnet die aktuellen Kreditexposures. Auch untertägig können Exposure-Berechnungen generiert werden, z.B. für Simulationen von möglichen Handelsgeschäften. So kann man ausloten, wie sich Exposures eines geplanten Geschäftes verhalten, um mögliche Limit-Überschreitungen vorherzusagen.

Somit ist tagesaktuell verfügbar, welche Parteien mit welchen Limiten freigegeben sind, welche Auslastung besteht, welche Produkte gehandelt werden dürfen und welcher Zeitrahmen zum Handel freigegeben ist. An all diese Vorgaben muss sich der Händler halten und es ist seine Pflicht, keine Geschäfte außerhalb dieser genehmigten Parameter zu tätigen. Per Ampelsystem ist gekennzeichnet, wenn sich die Auslastung einer Partei dem Kreditlimit nähert. So wird der Händler gewarnt, dass eventuell mit dem nächsten Geschäft das Kreditlimit überschritten werden könnte. Wenn er in diesem Fall weiterhandeln will, muss er sich vorher an die Kreditabteilung wenden. Diese hilft zu prüfen, ob die geplante Transaktion noch ins Kreditlimit passt.³

-
- <https://www.bradyplc.com/credit-risk/> (11.10.2020), C-Risk von CRISK Software ApS
<http://crisksoftware.com/> (11.10.2020), Paragon Energy Software <http://www.paragonenergysoftware.com/products/> (11.10.2020).
- 2 Exposure ist die Bezeichnung für das aus dem Handel resultierende Kreditrisiko unter Berücksichtigung von Zahlungs- und Wiedereindeckungsrisiko. Für Definitionen und weitere Ausführungen, siehe RiskNet The Risk Management Network Glossar https://www.risknet.de/wissen/glossar/?tx_a21glossary_pi1%5Bchar%5D=Kreditrisiko&tx_a21glossary_pi1%5Bcontroller%5D=Glossary&cHash=242962ff564a6c3554ffbb314d8a72e5a (17.10.2020). Ebenfalls detaillierte Abhandlungen und tiefgreifende Erklärungen zum Thema Kreditrisiko sind im Werk „Energiehandel in Europa“ zu finden. Pilgram/Dessau, in: Zenke und Schäfer, Energiehandel in Europa, 4. Aufl. 2017, Kapitel 4. Risikomanagement, § 18 Kreditrisikomanagement, Netting, Rating, S. 401 ff.
 - 3 Händler sind verpflichtet, sich innerhalb des vorgegebenen Kreditrahmens zu bewegen. Sie sind aber auch dazu verpflichtet, sich innerhalb eines vorgegebenen Marktrisikorahmens zu bewegen. Dieser Rahmen wird anhand des Value-at-Risk (VaR, Portfolioverlust) Ansatzes gesteckt und überwacht. Täglich werden die Wertveränderungen der Portfolios unter Berücksichtigung von diversen Risikofaktoren (z. B. Währung, Preiszenarien, Zinsen) berechnet. Die Zahl beziffert den unter bestimmten Marktbedingungen erwarteten Portfolioverlust über einen bestimmten Zeitraum und auf einem bestimmten Konfidenzniveau (typischerweise 95 %). Siehe auch Definition Value-at-Risk von RiskNet The Risk Management Glossar https://www.risknet.de/wissen/glossar/?tx_a21glossary_pi1%5Bchar%5D=VaR&tx_a21glossary_pi1%5Bcontroller%5D=Glossary&cHash=aec6dfa930281427acfdf1d22b1bb23 oder für eine umfangreichere Abhandlung siehe auch Dr. Peter Hager/Cash Flow at Risk und Value at Risk in Unternehmen, <https://www.risknet.de/fileadmin/eLibrary/Hager-Cash-Flow-at-Risk-und-Value-at-Risk-in-Unternehmen-2010.pdf> (17.10.2020).

Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna

Der Bericht zeigt, wenn ein Kreditlimit überzogen ist. Dafür kann es zwei Gründe geben: eine passive⁴ Überschreitung oder eine aktive⁵ Überschreitung.

In dem Bericht sind auch die Parteien markiert, die derzeit vom Handel ausgeschlossen sind. Das geschieht, wenn zum Beispiel das Limit ausgeschöpft ist. Diese Auslastung kann nur bedingt aktiv reduziert werden, indem z. B. gezielt Gegengeschäfte erlaubt werden oder man eine Portfolio-Kompression vornimmt.⁶

Dies funktioniert natürlich nur, wenn man eine Nettingvereinbarung⁷ hat. Bei dem Gedanken muss Robert schmunzeln. Denn das ist eine der Diskussionen,

-
- 4 Dieser Fall kann aufgrund von Marktschwankungen eintreten. Es kann also sein, dass zwar zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses das Limit eingehalten wurde, aber sich das Exposure aufgrund von Marktschwankungen über das Limit hinausbewegt. Gibt es keine Besicherungsvereinbarung mit der Gegenpartei, besteht kein Recht, zusätzliche Sicherheiten zur Abdeckung des erhöhten Kreditrisikos einzufordern. Siehe auch *Borchert/Schemm/Lintzel*, in: Zenke und Schäfer, Energiehandel in Europa, 4. Aufl. 2017, Kapitel 3. Der Handelsmarkt und seine Risiken, § 12 Risiken des Handels, S. 275–279.
 - 5 In diesem Fall wird gezielt ein Neugeschäft abgeschlossen, bei dem eine Überschreitung in Kauf genommen wird. Insofern das nicht ausdrücklich vor Abschluss zwischen Händler und Kreditabteilung besprochen und vereinbart wird, stellt das eine Verletzung der Regeln dar. Interne Richtlinien und Prozesse beschreiben, wie mit solchen Geschäften und mit den entsprechenden Händlern umgegangen wird, z. B. kann eine Ausnahme genehmigt oder Maßnahmen zur Abwicklung eingeleitet werden.
 - 6 Diese potentiell risikoreduzierende Maßnahme wird entweder bilateral oder zwischen mehreren Parteien durchgeführt. Für jedes Produktpool ist eine sehr detaillierte Analyse notwendig, in der Handelspartner Geschäfte identifizieren, die gegeneinander aufgerechnet werden können, um sie im nächsten Schritt zu terminieren. Kompression kann Portfolio-Exposure einer oder mehrerer Parteien und somit den Bedarf an Besicherung reduzieren. Bei Parteien, die bestimmten Eigenkapitalanforderungen unterliegen, reduziert eine Kompression das gebundene Kapital. Es ist jedoch Vorsicht geboten, da sich bei Reduktionen in einem Produktpool im Falle von Cross Commodity Netting Vereinbarungen allerdings auch übergeordnete Produktverschiebungen ergeben können. Für weitere Ausführungen zum Thema Portfolio Kompression siehe auch ESRB European Systemic Risk Board, European System of Financial Supervision, Working Paper Series, No 44, May 2017, *Marco D'Errico/Tarik Roukny, Compressing over-the-counter markets*, <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/wp/esrbwp44.en.pdf?bb4aa408e3d69f6b2e6b54151c9483aa> (20.01.2021).
 - 7 Nettingvereinbarungen (oder Aufrechnungsvereinbarungen) sind Rahmenverträge, die mehrere Zwecke erfüllen. Zum Ersten vereint ein Rahmenvertrag alle einzeln darunter abgeschlossene Einzelgeschäfte zu einer Gesamtposition. Somit müssen nicht für jedes einzelne Geschäft Kreditklauseln, Aufrechnung, Insolvenz, etc. geregelt werden. Das Einzelgeschäft wird lediglich mit einem kurzen Dokument bestätigt. Darin werden die kommerziellen Details des Geschäfts festgehalten. Für übergeordnete Klauseln wird auf den bestehenden Rahmenvertrag verwiesen. Im Rahmenvertrag wird z. B. festgelegt, wie im Fall einer Bonitätsverschlechterung zu verfahren ist – welche Maßnahmen ergriffen werden können, wenn eine Insolvenz eintritt und nach welchen Mechanismen Abwicklung und Aufrechnung stattfinden. Aufrechnung ist nicht nur im Sinne der Kreditexposure festgelegt, sondern wird auch auf

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

die er immer mit dem Handel hat. Besonders einem neuen Händler scheint es oft abwegig, dass auch bei einem Kauf ein Kreditrisiko entsteht – er ist ja derjenige, der die Zahlung für den Kauf zu leisten hat. Allerdings vergisst der Händler dabei, dass das Marktpreisrisiko (also Differenz zwischen Vertragspreis und Marktpreis zum Zeitpunkt der Lieferung) bei einem Ausfall des Kunden schließlich nicht mehr kompensiert wird – somit als Marktpreisrisiko zum Zahlungsrisiko hinzugezählt werden muss. Hinzu kommt, dass wenn Netting über mehrere Produkte, z.B. über ein Cross Product Master Netting Agreement (CPMA) vereinbart ist, es auch zu unerwünschten Verschiebungen im Gesamtportfolio kommen kann. Eine Exposure Bewegung innerhalb eines Produktes wirkt sich auf die Aufrechnung aller anderen Produkte aus. Es sind also mehrere Komponenten zu berücksichtigen, die sich zum Kreditrisiko zusammenfügen und somit ist eine Prüfung aller Geschäfte wichtig.

Robert schweift gedanklich ein wenig ab. Denn abgesehen vom Marktrisiko, das er immer wieder mit den Händlern diskutieren muss, steht die Firma bei dem Ausfall eines Kontrahenten zumeist noch vor einem ganz anderen Problem. Wenn nämlich bei einem physischen Verkauf der Lieferant ausfällt und nicht genug adäquater Ersatz im eigenen Kraftwerk erzeugbar oder schnell im Markt beschaffbar ist, kann Roberts Firma ihren Lieferpflichten nicht nachkommen und die Produktion eines Kunden könnte zum Stillstand gezwungen sein. Mit diesem Horrorszenario kann Robert dann doch von der Wichtigkeit der Kreditprüfung überzeugen.

Die Tagesplanung

Robert widmet sich wieder dem Kreditbericht. Trotz der Nervosität im Markt sieht soweit noch alles gut aus: keine Überziehungen. Zwar hat es eine Abwärtsbewegung in den Kursen gegeben, aber die hat noch nicht zu einer signifikanten Verschiebung der Exposures geführt. Es gab keine neuen Parteien, die gestern zugefügt wurden. Sonst hätte man noch die Broker⁸ informieren müssen. Robert kann sich also jetzt mit anderen Dingen befassen und seinen weiteren Tagesablauf organisieren. Der Blick in den Kalender zeigt heute 4 Termine: 11:00 – monatliche Prioritätenabstimmung von Handel, Kredit und Rechtsabteilung; 12:00 – Mittagessen mit Fred Ford, einem ehemaligen Kollegen; 13:30 – Rahmenvertragsverhandlung mit der 42 Trading Pte.; und der wichtigste Termin für heute um 15:00 – der konzernweite Krisenstab Corona. Auf der Aufgabenliste stehen neben der Vorbereitung für die Termine noch die Kreditanalyse

fällige Zahlungen angewandt. Im Energiehandel gibt es eine Anzahl von Rahmenverträgen, die sich zum Industriestandard entwickelt haben. Siehe auch *Dessau/Fischer*, in: Zenke und Schäfer, Energiehandel in Europa, 4. Aufl. 2017, Kapitel 5. Vertragsgestaltung, § 24 Standardrahmenverträge, S. 545–563.

8 Erklärung zum Begriff und der Rolle eines Brokers: Broker sind ein wichtiger Bestandteil im Markt. Sie vermitteln, bahnen Geschäfte zwischen Käufern und Verkäufern an und übernehmen häufig noch zusätzlich Dienstleistungen. Sie haben kein eigenes Obligo oder Positionen; siehe auch <http://www.wirtschaftslexikon24.com/d/broker/broker.htm> (17. 10. 2020).

Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna

der Trillian Commodity Ltd. und die Stellenbeschreibung für einen weiteren Kreditanalysten, die er der Personalabteilung noch zukommen lassen muss.

Zwei Dinge will Robert aber erst noch erledigen, bevor er sich mit der Trillian Analyse an die Arbeit macht:

Robert sieht immer zu Tagesbeginn und, wenn es sich ergibt auch zwischen-durch, in die Wirtschaftsnachrichten. Besonders jetzt muss er die Lage im Auge behalten und Informationen zur Entwicklung der Gesamtsituation, aber auch insbesondere seiner Handelspartner verfolgen. Über mögliche Auswirkungen des Corona Virus gibt es viele Spekulationen. Das potentielle globale Ausmaß ist eine ganz andere Situation als die damalige Finanzkrise in 2008. Robert rechnet damit, dass das öffentliche Leben runtergefahren werden könnte. Eine große Breite an Wirtschaftssektoren, Industrien, aber auch die Bevölkerung könnte massiv betroffen sein. Börsenkurse würden fallen, Unternehmen würden lahmgelegt, Umsätze brächen ein, Arbeitnehmer müssten in Kurzarbeit oder verlören ihre Stellen, Kaufkraft und Konsum würden sinken. Was das an Zahlungsausfällen und Insolvenzen nach sich ziehen könnte, ist für Robert noch sehr unklar.

Er liest im Nachrichtenportal weiter. Die Rating Agenturen haben die Universum Bank SE heruntergestuft – in Roberts Augen war das absehbar. Als Folge passt er das Rating im Kreditsystem an. Denn durch die Herabstufung greift jetzt laut den vereinbarten Verträgen ein niedrigerer Schwellenwert. Robert informiert zuerst die Margining-Kollegen⁹, denn heute muss zusätzliche Besicherung angefordert werden. Dann ruft er Arthur Zahn an. Selbstverständlich werden morgen alle Händler informiert, nachdem die Systemanpassung durch die nächtlichen Systemprozesse gelaufen ist. Aber er weiß, dass hauptsächlich Arthur mit dieser Bank handelt. Die Herabstufung hat zwar keine direkte Auswirkung auf seine Kreditlinie, aber wenn es weiter nach unten geht, wird Robert den freigegebenen Zeithorizont verkürzen müssen. Er wird seine Kollegen informieren. Nachdem Robert Arthur die Vorabinformation mitgeteilt hat, nutzt dieser die Gelegenheit Roberts Einschätzung einzuhören. Arthur möchte einen neuen Handelspartner haben und will wissen, welche Information er von der Partei anfordern muss. Robert erklärt ihm, dass er zunächst den aktuellen Handelsregisterauszug, geprüfte Bilanzen der letzten drei Jahre und einen Einblick

⁹ Die Margining-Abteilung ist zumeist im Back Office angesiedelt und ist die Organisationseinheit, die Besicherungsvereinbarungen operativ umsetzt und überwacht. Es ist Aufgabe der Margining-Abteilung, dafür zu sorgen, dass adäquate Besicherung besteht, bzw. eingefordert ist. Dazu nutzt sie zumeist Module des Kreditsystems. Morgens stehen die aktuellen Daten aus dem System zur Verfügung. Anhand der neuen Daten wird ersichtlich, inwiefern sich Exposures verändert haben und bei welchen Parteien sich daraus Anpassungsbedarf der Besicherung ergibt. Ist ein Schwellenwert neu überschritten, fordert die Abteilung per Benachrichtigung an die Gegenpartei erstmals Sicherheit für die Differenz zwischen Exposure und Schwellenwert. Bestehen schon Sicherheiten, sind diese aber nicht mehr ausreichend, werden weitere nachgefordert. Zuweilen besteht Uneinigkeit über Exposures und die daraus resultierenden Besicherungsbeträge. Die Margining-Abteilung ist verantwortlich, diese zu lösen.

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

in die Organisationsstruktur anfordern soll.¹⁰ Falls Robert später noch etwas braucht, kann dies nachgefordert werden.

Jetzt sollte Robert noch schnell sein E-Mail-Postfach durchsehen. Wie erhofft, hat er eine Mail erhalten, die den unterzeichneten Rahmenvertrag mit Power Trading BV beinhaltet. Ein Original in Papier wird nicht mehr folgen – auch bei den Vertragsabschlüssen ist die Digitalisierung angekommen. Die elektronische Version speichert Robert in der Datenbank aller vereinbarten Verträge, die gemeinsam mit der Rechtsabteilung gepflegt wird. Er muss die Details des Rahmenvertrags in das Kreditsystem eingeben. Das muss aus mehreren Gründen geschehen. Zum einen werden alle Stammdaten im Kreditsystem erfasst. Zum anderen ist für die Exposureberechnung wichtig, zu definieren, ob und in welcher Gruppierung Produkte gegeneinander aufgerechnet werden dürfen.¹¹ Das ist essentiell, um die korrekten Exposures generieren zu können. Wenn Fehler in der Exposureberechnung auftreten, stimmt auch nicht die Information über die Limitauslastung, die den Händlern als Entscheidungsgrundlage für ihre weiteren Geschäfte dient. Falsche Exposureberechnungen können auch zusätzlich Probleme beim Margining¹² verursachen.

Zusätzlich zu dem Rahmenvertrag hat Robert noch einen Anhang zur Besicherung abgeschlossen.¹³ All diese Informationen sind für die Margining-Abteilung

-
- 10 Für weitere Ausführungen der Kontrahentenprüfung siehe auch *Pilgrim/Dessau*, in: Zenke und Schäfer, Energiehandel in Europa, 4. Aufl. 2017, Kapitel 4. Risikomanagement, § 18 Kreditrisikomanagement, Netting, Rating, S. 401–440.
 - 11 In bestimmten Rechtsprechungen (z. B. in der norwegischen) ist die Aufrechnung verschiedener Produktklassen (z. B. finanziell vs. physisch) nicht zulässig. Somit muss Exposure als Brutto angezeigt werden, d. h. im Falle einer Insolvenz sind die Nominalbeträge der gehandelten Produktklassen als Risiko zu bewerten – im Gegensatz zu einer einzigen, aufgenetteten Exposure-Zahl, wenn über Produktklassen hinweg aufgerechnet werden darf. In Italien ist Aufrechnung nur für Margining, aber nicht für den Fall der Auflösung/Terminierung („Close-out“) zulässig. In Frankreich ist Aufrechnung nicht allgemeingültig, sondern kann nur bei Vorlage bestimmter Zertifikate durchgeführt werden, wie sie z. B. Banken oder große Unternehmen vorweisen können.
 - 12 Margining ist der branchenübliche Terminus für den regelmäßigen Austausch von Sicherheiten im Rahmen einer Besicherungsvereinbarung.
 - 13 Einen solchen „Credit Support Annex“ gibt es für eine Anzahl der Rahmenverträge, z. B. ISDA, EFET und Cross Product Master Netting Agreements. Eine Erklärung und Definition dieser Rahmenverträge sind in den Fußnoten 24, 25, 26 zu finden. Diese Vereinbarung kann einseitig oder beidseitig, symmetrisch oder asymmetrisch gestaltet sein – je nach Bonität der Parteien. Die Parteien stehen einander Schwellenwerte von Exposures zu, bis zu denen sie gewillt sind, (unbesichertes) Kreditrisiko zu tragen. Bewegt sich die Exposure darüber hinaus, regelt dieser Anhang den Mechanismus der Besicherung. Schwellenwerte sind entweder nach Rating gestaffelt oder ein festgelegter Betrag, der sich an der Bonität der Partei orientiert. In der Energiebranche ist es üblich mit Barmitteln oder Garantien zu besichern. Wird ein Schwellenwert überschritten, gibt es festgelegte Zeitabläufe, in denen die Partei benachrichtigt werden muss, eine Rechnung erhalten muss und Zahlung zu leisten hat. Wird die Besicherung nicht fristgerecht oder in nicht ausreichender Form geleistet, kann das ein Kündigungsgrund darstellen.

Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna

wichtig. Diese überwacht täglich gegen welche Parteien neue Forderungen gestellt werden müssen, verschickt bzw. empfängt Besicherungsforderungen und gibt Information zu erwarteten Zahlungsflüssen (eingehend und ausgehend) an die Finanzabteilung weiter. Basis all dieser Arbeitsprozesse sind die Kreditberechnungen und die statischen Daten, die aus dem Kreditsystem fließen. Somit ist sich Robert bewusst, dass diese Stammdaten sorgfältig einzupflegen sind. Sobald er mit der Eingabe fertig ist, löst er im System den nächsten Arbeitsschritt aus und benennt einen Kollegen, der nach dem 4-Augen-Prinzip die Eingaben prüfen und das Limit für diese neue Partei freigeben wird. Den üblichen Prozessen folgend, wird Robert die Freigabe des neuen Kontrahenten auch dem Margining-Team mitteilen. Er schreibt sich eine Notiz für seine morgige Aufgabenliste. Nach dem Batch Lauf des Systems wird morgen die neue Partei in den Reports auftauchen und vorab will er die Händler und auch die Broker informieren, dass die Power Trading BV als neuer Kontrahent zugelassen ist.

Analyse der Trillian Commodity Trading Ltd.

Robert beginnt mit der Kreditanalyse der Trillian Commodity Trading Ltd. Zunächst vertieft er sich in die Gesellschafterstruktur und das Geschäftsmodell. Es sieht nach dem Handelsarm eines großen Rohstoffproduzenten aus. Die Gruppe verfügt über einige Sachanlagen (eigene europäische Wind Park Projekte, Wasserkraftwerke in Skandinavien und diverse Gasspeicher in Europa und nur noch ein wenig eigene Ölerzeugung in der Nordsee). Aber ein kurzer Blick in die Bilanz des Handelsarms bestätigt Roberts Erwartung: diese Tochtergesellschaft, die als Handelspartner auftritt, hat keine nennenswerten eigenen Sachanlagen. Die Finanzierung ist kurzfristig und stammt zumeist von Banken, abgesichert von der Muttergesellschaft. Langfristige Vermögenswerte gibt es nur selten bei reinen Handelsunternehmen. Es gibt lediglich kurzfristige Vermögenswerte, die überwiegend aus Forderungen gegenüber Handelspartnern bestehen. Da empfiehlt es sich, die Qualität und Zahlungsmoral dieser Handelspartner zu verstehen. Zahlungsverzug oder -ausfall können die Finanzierungskapazität schnell beeinträchtigen. Oft werden Forderungen von Handelspartnern an Kreditversicherer verkauft, um den Bargeldkreislauf zu beschleunigen, somit weniger Betriebsvermögen vorhalten zu müssen und die Kreditlinien nicht zu sehr zu strapazieren.¹⁴

Robert findet heraus, dass die Gruppe ihre Aktivitäten von den ursprünglichen Kerngeschäften Öl und Gas in den erneuerbaren Energisektor verlagert hat und somit auch den Strom- und Gashandel ausweiten möchte. Er kann das nachvollziehen. In den letzten Jahren haben einige Unternehmen ihre Wert-

¹⁴ Diesen Vorgang nennt man auch Forfaitierung. Dabei werden Forderungen aus bereits erbrachten Leistungen gegen Zahlung von einem Forfaiteur angekauft. Für das verkaufende Unternehmen ergeben sich zwei Vorteile: der Geldfluss erfolgt früher als bei normaler Fälligkeit und das Ausfallsrisiko wird auf den Forfaiteur übertragen. Siehe auch <https://bwl-wissen.net/definition/forfaitierung> (17.10.2020).

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

schöpfungskette vergrünt und sich der nachhaltigeren Stromerzeugung verschrieben.

Um das Rating¹⁵ der Trillian zu ermitteln, beginnt Robert mit der detaillierten Bilanzanalyse. Für den quantitativen Teil der Analyse, gibt er alle Posten der Gewinn-und-Verlustrechnung, Vermögensrechnung und der Finanzmittelrechnung in sein Ratingtool¹⁶ ein. Bei diesem Teil der Arbeit hofft er immer, nicht unterbrochen zu werden, sonst dauert es wieder eine Weile, bis er sich in die Details eingefunden hat. Heute hat er Glück. Das Telefon bleibt still. Das Ratingtool wirft ein „BBB“¹⁷ aus. Das scheint ihm optimistisch – im Hinblick auf die bisher kurze Geschichte des Unternehmens, den häufigen Wechseln im Management und eine eher aggressive Wachstumsstrategie. Aus dem Grund hat Robert die Möglichkeit im qualitativen Teil des Ratingtools solche Faktoren einzugeben. Daraus ergibt sich ein adjustiertes „BBB“, das ihm schon eher gerechtfertigt erscheint.

Nachdem Robert das Rating erstellt hat, bleibt als letzter Schritt noch der Vergleich mit Firmen, die im Ratingsystem als ähnliche Unternehmen erfasst sind. Automatisch wird anhand verschiedener Kriterien (z.B. Liquidität, Kapitaldecke, Verschuldungsgrad, Industriezuordnung und Risikoprofil jenes Geschäftsfeldes, Unternehmensgröße), die Robert als Standardeinstellungen gewählt hat, ein Ranking erstellt. Die Trillian taucht anhand dieses Vergleiches im oberen Mittelfeld auf. Robert ist zufrieden mit seinem Resultat. Das Rating ist solide und reflektiert gut das finanzielle, sowie das geschäftliche Risikoprofil der Trillian.

Margining-Disput mit der Ersten Allgemeinen Versorgung GmbH

Der Blick auf die Uhr zeigt Robert 10:40 an, genug Zeit vor dem 11:00 Termin noch mit dem Niederschreiben der Analyse anzufangen. Nach der Beschreibung der geplanten Geschäftsbeziehung, der Ausführung von Trillians Geschäftsmodell, Gesellschafterstruktur und Geschäftsführung will Robert gerade die

15 Für weitere Ausführungen zum Rating siehe auch *Pilgrim/Dessau*, in: Zenke und Schäfer, Energiehandel in Europa, 4. Aufl. 2017, Kapitel 4. Risikomanagement, § 18 Kreditrisikomanagement, Netting, Rating, S. 436–440.

16 Zur Bilanzanalyse werden IT-Lösungen eingesetzt. Je höher entwickelt das Umfeld ist, in dem das Rating Tool eingesetzt wird, desto komplexer ist es zumeist. Mithilfe von Excel können simple Kennzahlen errechnet werden, die anhand von Tabellen in Ratings umgewandelt werden können. Ist ein Unternehmen weiter fortgeschritten, setzt es entweder selbst entwickelte oder extern angekaufte, komplexere Modelle ein. Dabei können dann zum Beispiel auch Vergleiche zu Bilanzkennzahlen von ähnlichen Unternehmen oder Industrien zum Vergleich hinzugezogen werden. Externe Modelle werden z.B. von Moody's Analytics angeboten <https://www.moodysanalytics.com/microsites/the-creditlens-solution> (17. 10. 2020), oder S&P Global <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/solutions/credit-analytics> (17. 10. 2020) oder CredaRate <http://www.credarate.de/home> (17. 10. 2020).

17 In diesem Fall orientiert sich das Resultat ihres Ratings an der Skala von Standard & Poor's. Natürlich variiert die Skala je nach internen Richtlinien oder genutzten Ratingtoolanbietern.

Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna

„SWOT“¹⁸ Analyse starten, als der Kollege Christian vom Margining-Team an seinem Schreibtisch steht. Er schildert, dass es heute eine große Diskrepanz in den Zahlen mit der Ersten Allgemeinen Versorgung GmbH gibt. Es ist eine Abweichung von mehreren Hunderttausend EUR. Zwar hat die Erste Allgemeine eine Forderung erwartet, aber stimmt nicht dem Betrag zu, den Christian in seinem System angezeigt bekommt.

Gemeinsam gehen sie die Details aller Handelsgeschäfte mit diesem Partner durch. Diese hat Christian aus dem Handelssystem generiert. Zum Glück ist es nicht eine der großen Geschäftsbeziehungen, denn sonst könnten es tausende von Einzelgeschäften sein, die es abzugleichen gilt. Gemeinsam prüfen sie erst einmal die Summen der einzelnen Produktklassen. So kann zumeist schnell eingrenzt werden, auf welche Produkte man sich konzentrieren muss. Auch in diesem Fall funktioniert der Ansatz. Die Differenz scheint aus dem TTF¹⁹ Gas-Portfolio zu kommen. Robert erinnert sich daran, dass dieser Produkttyp erst kürzlich für die Erste Allgemeine freigegeben wurde. Also überprüft er den Aufsatz der statischen Daten. Es besteht ein Rahmenvertrag mit der Ersten Allgemeinen, unter dem alle gehandelten Produkte zum Zweck der Exposureberechnung gegeneinander aufgerechnet werden sollen. Um das richtig im System abzubilden, muss jeder Produkttyp, der gehandelt werden soll, diesem Rahmenvertrag zugeordnet werden. Das System rollt dann automatisch alle Exposures auf die höchste Ebene auf – mit dem Ziel, die gesamte Position auf eine einzige Exposure Summe zu reduzieren: jedes Handelsgeschäft innerhalb eines Produktes wird aufgerollt, dann jedes Produkt innerhalb einer Produktklasse und zum Schluss alle Produktklassen gegeneinander. Robert hat den Verdacht, dass TTF Gas für die Erste Allgemeine im System nicht zum Aufrechnen zugeordnet wurde. Er liegt richtig mit seiner Vermutung und so ist der Fehler schnell behoben. Somit kann auch die Position neu berechnet werden. Christian ist erleichtert, jetzt stimmt der Betrag mit dem von der Ersten Allgemeinen erwarteten Betrag überein.

11:00 – Prioritätentermin, Handel und Rechtsabteilung

Weil es inzwischen 11:00 ist, läuft Robert ein Stück mit Christian in Richtung Handelsraum. Zwar hat er heute eigentlich wirklich nicht so richtig Zeit für diesen monatlichen Prioritätentermin, aber er ist wichtig für die Abstimmung und gute Zusammenarbeit zwischen den Abteilungen. Dort treffen sich Vertre-

18 „SWOT“ = Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats. Eine vielgenutzte Darstellungsweise von Stärken, Schwächen und anderen Faktoren, die Einfluss (positiv wie negativ) auf die Entwicklung oder das Fortbestehen eines Unternehmens haben könnten und in der Entscheidung einer Limit-Vergabe berücksichtigt werden sollten, <https://projekte-leicht-gemacht.de/blog/pm-methoden-erklaert/nicht-nur-fuer-strategen-die-swot-analyse/> (17. 10. 2020).

19 „TTF Gas“ ist die Bezeichnung für das am virtuellen Gashandelpunkt TTF (Niederlande) gehandelte Gas. Siehe auch <https://www.gasunietransportservices.nl/en/shippers/products-and-services/ttf> (17. 10. 2020).

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

ter eines jeden Desks²⁰ mit Vertretern der Rechtsabteilung und Kreditabteilung. Ziel ist es, sich gegenseitig über den Stand von Verhandlungen und Kreditprüfungen auszutauschen, die Prioritäten der Verhandlungen zu kalibrieren und bei Stillstand Lösungsmöglichkeiten zu erarbeiten.

Dieser Informationsaustausch ist für den Handel wichtig. So können Händler einschätzen, wie lange der Verhandlungsprozess der Rahmenverträge dauert (und ultimativ natürlich, wann sie endlich mit den Gegenparteien in Geschäfte treten können), welche Probleme auftreten und ob eventuell von Handelseite bei der Gegenpartei nachgefasst werden sollte. Heute hat Robert einen solchen hartnäckigen Fall der ins Stocken geraten ist. Diese Partei war als oberste Priorität vom Gasdesk deklariert worden, die in den Handel mit einem neuen Gasprodukt einsteigen möchte und Gegenparteien braucht, mit denen sie dieses Produkt handeln kann. Also hat Robert mit der Rechtsabteilung sehr zügig einen Vertragsentwurf erstellt und an die Gegenpartei verschickt. Jedoch kommt seit mehreren Wochen weder eine Reaktion noch eine Kommentierung zurück. Bei regelmäßiger Nachfrage wird Robert lediglich vertröstet. So etwas geschieht durchaus, wenn eine Partei das anfragende Unternehmen als nicht strategisch wichtigen Handelspartner erachtet. In solchen Fällen hilft entweder der Druck vom Handel oder man muss eben der Dinge harren. In Härtefällen einigt sich Robert intern, andere, erfolgversprechendere Verhandlungen vorzu ziehen, um die eigenen Ressourcen besser zu nutzen.

Der Vertreter des Gashandels ist erst seit drei Monaten im Unternehmen und ist etwas ungeduldig, da er noch nicht mit einer bestimmten Partei handeln kann. Robert blickt zum Fenster hinaus. Zwar schreiten die Verhandlungen gut voran, sind aber noch nicht abgeschlossen, weil auch bei Robert intern abteilungsübergreifend Punkte zu klären sind.²¹ Solche Verhandlungen dauern in der Praxis nicht selten bis zu einem Jahr und Fortschritt liegt auch nicht immer unbedingt in der eigenen Hand. Die Gegenparteien können auch nicht wie auf Knopfdruck antworten. Er kann es ihnen nicht verdenken – oftmals sind die Ressourcen der Rechts- und Kreditabteilungen begrenzt. Ein bisschen wurmt es Robert, als Engpass angesehen zu werden. Manche Händler kommen sogar auf die Idee, Kreditanalysten als „Geschäftsverhinderer“ zu verstehen. Das hat ihm in seinen Bewerbungen nie jemand gesagt.

Apropos Bewerbung, Robert fällt ein, dass er der Personalabteilung noch vor Mittag eine Stellenbeschreibung versprochen hat. Zum Glück hat Roberts Abteilung Verstärkung zugesagt bekommen. Der Einstellungsprozess ist schon ange laufen. Allerdings war bei Personal kein Stellenprofil vorhanden. Das wird er später machen.

20 „Desk“ bezeichnet im Handelsjargon die Handelsabteilung eines bestimmten Produktes, z. B. der Gas Desk handelt alle Gasprodukte.

21 Rahmenverträge beinhalten z. B. steuer- und abrechnungsrelevante Themen, die mit den entsprechenden Fachabteilungen zu klären sind. Zusätzlich sind manche Entscheidungen kommerziell, so dass der Handel bei bestimmten Fragen einbezogen wird.

Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna

Zwar hat Robert den Rest der Diskussion verpasst, allerdings scheint es auch nicht tragisch. Alle um ihn herum packen ihre Unterlagen zusammen und wollen aufstehen. Er kann zum Schluss noch kurz punkten. Er verkündet, dass heute der unterschriebene Vertrag der Power Trading BV eingetroffen ist und diese ab morgen zum Handel freigegeben ist. Arthur Zahn, der heute den Stromhandel vertritt, bedankt sich freundlich. Erleichtert stellt Robert fest, dass der Termin nur eine halbe Stunde gedauert hat und er jetzt noch vor seiner Mittagverabredung 30 Minuten für die Stellenbeschreibung hat.

Die Stellenbeschreibung fürs Rekrutieren

Die Stellenbeschreibung geht gut von der Hand. Der geeignete Kandidat sollte ein abgeschlossenes Wirtschaftsstudium haben und ca. 3–5 Jahre Berufserfahrung im Kreditumfeld einer Bank oder eines Energieunternehmens. Oft ist es schwierig, solides Kreditfachwissen und Erfahrung im Energiehandel in einer Person zu bekommen. Aus dem Grund werden häufig Kandidaten bevorzugt, die im Bankenumfeld ihr Kreditwissen erworben haben. Bis vor einiger Zeit hatten viele Banken ihren eigenen Energiehandel. Derzeit allerdings haben die meisten dieser Banken den Commodity Handel wieder eingestellt. Kandidaten, welche aus dem Umfeld kommen, finden aber aufgrund ihrer soliden Qualifikationen meistens sehr schnell eine Anstellung. Roberts Chef ist der Ansicht, dass man einem Mitarbeiter einfacher und schneller die energiespezifischen Aspekte des Jobs vermitteln kann, als das Kreditwissen. Somit schneidert Robert die Beschreibung entsprechend mit Gewichtung auf das Kreditfachwissen zu. Fundierte Fähigkeiten zur Bilanzanalyse sind also ein Muss. Grundwissen über die branchenüblichen Rahmenverträge (z.B. EFET²², ISDA²³, CPMA²⁴, CSA²⁵,

-
- 22 „EFET“= European Federation of Energy Traders. Auch Bezeichnung der Standardverträge für Strom und Gas, die sich als Marktstandard in der Energiebranche etabliert haben. Es gibt eine Vielzahl von Anhängen (z. B. für Besicherung, Emissionen). Siehe auch <https://efet.org/>(17. 10. 2020).
 - 23 „ISDA“= International Swaps and Derivatives Association. Auch Bezeichnung des over-the-counter („OTC“) Derivate Standardvertrages, der sich als Marktstandard für finanzielle Produkte in Banken und Energiesektor durchgesetzt hat. Auch für das ISDA gibt es eine Vielzahl von Anhängen (für Besicherung oder um andere Produkte unter das ISDA zu gliedern), siehe auch <https://www.isda.org/>(17. 10. 2020).
 - 24 „CPMA“= Cross Product Master Netting Agreement. Von EFET entwickelter Standardvertrag, der seinen Ursprung in der Finanzwelt hatte, für den Energiehandel adaptiert wurde und sich dort etabliert hat. Dieser Vertrag ermöglicht das Aufrechnen nicht nur von Geschäften derselben Produktklasse, sondern über alle Produktklassen hinweg. Für das CPMA gibt es einen Besicherungsanhang, siehe auch <https://efet.org/standardisation/specific-contracts/mna--cpma/>(17. 10. 2020).
 - 25 „CSA“ = Credit Support Annex. Ein als Anhang separat verhandeltes Begleitdokument zu ISDA, EFET, CPMA oder anderen Verträgen, das Besicherung und Austausch von Sicherheiten ermöglicht und regelt. Ohne diesen Anhang besteht kein Anrecht oder eine Verpflichtung auf Besicherung.

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

FEMA²⁶, GTMA²⁷, etc.) sind wünschenswert, denn ein Teil der Aufgaben ist die Verhandlung der Kreditklauseln in diesen Rahmenverträgen. Wichtig ist das persönliche Profil des Kandidaten. Selbständigkeit und Selbstverantwortung sind oberstes Gebot. Jeder Analyst im Team hat sein eigenes Portfolio an Gegenparteien, das rundum betreut wird – Recherchieren der nötigen Informationen, Erstellen der Kreditanalysen inklusive detaillierten Bilanzanalysen, Vergabe von Rating und Limit, Verhandlung der Kreditklauseln in den Verträgen, Systempflege der Daten, aktive Steuerung zur Risikominimierung und Bearbeitung von Handelsanfragen.

Besonders letzteres erfordert einen gefestigten Charakter. Obwohl eigentlich immer alle Aufgaben unter Zeitdruck erledigt werden müssen, können die Handelsanfragen manchmal noch heikler sein. Man muss einen guten Überblick über die Exposures im bestehenden Portfolio haben und auch ein gutes Gefühl dafür entwickelt haben, potentielle Exposures neuer Geschäfte einzuschätzen. Die Freigabe für den Händler muss schnell erfolgen, sonst ist möglicherweise die Geschäftsmöglichkeit vergangen. Warten oder zögerliche Antworten mögen Händler überhaupt nicht. Bei seinem vorherigen Arbeitgeber hat Robert das unangenehm zu spüren bekommen.

Eigentlich gibt es nur eines, das schlimmer ist als eine verzögerte Antwort – ein „Nein“ zu einer Anfrage. Mit vernünftigen Händlern kann man die Gründe für die Ablehnung besprechen und Alternativen abwägen, z. B. Zahlungsflüsse anders strukturieren, alternative Formen von Besicherungen, Veränderung von Zeitrahmen oder Volumen. Kommt man danach immer noch zu dem Schluss, die Risiken nicht so minimieren zu können, dass sie in den vorgegebenen Risikoappetit²⁸ des Unternehmens passen, so erfolgt eine Ablehnung durch Kredit.

Besonders wenn ein Händler unter Druck steht, hört er das überhaupt nicht gerne. Ist ein Kreditanalyst zu zurückhaltend, oder nicht in der Lage seine Meinung in diesen Situationen zu vertreten, ist Ärger vorprogrammiert. Allerdings spielt dabei nicht nur die Persönlichkeit des Analysten eine Rolle. Natürlich kommt es auch auf die Firmenkultur an, ob Händlern erlaubt wird, unge-

26 „FEMA“ = Financial Energy Master Agreement. Entwickelt von der Nordic Association of Energy Traders reguliert es den Handel von skandinavischen, finanziellen Stromprodukten. Siehe auch <https://naet.org/about-us> (17.10.2020).

27 „GTMA“ = Grid Trade Master Agreement. Dieser Vertrag reguliert den bilateralen Handel mit UK Stromprodukten. Die Futures and Options Association (FIA) in UK stellt ein Muster zur Verfügung. Siehe auch <https://www.fia.org/resources/commodities-agreements> (17.10.2020). EFET stellt sowohl eine eigene Version eines Grid Trade Master Agreements, als auch eines Credit Support Annex dazu zur Verfügung. Siehe auch <https://efet.org/standardisation/standard-contracts--gas--power/electricity-master-agreement--annexes?page=3> (17.10.2020).

28 Der Risikoappetit eines Unternehmens ist per Beschluss im Aufsichtsrat festgelegt. Entsprechend werden Mandate an die Risikoabteilungen delegiert. Kreditrichtlinien und Prozesse dienen der Umsetzung, die durch jeden Mitarbeiter der Risikoabteilung sicherzustellen ist.

Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna

bürlichen Druck auszuüben. Bei seinem jetzigen Arbeitgeber hat Robert auf jeden Fall noch keine Bürogegenstände fliegen sehen und die Schimpfwörter halten sich sehr in Grenzen – werden eigentlich nur den Brokern²⁹ an den Kopf gesleudert. Wenn Händler nicht mit Roberts Entscheidungen einverstanden sind, gibt es immer noch die Möglichkeit, den Prozess einer „Ausnahme“ zu verfolgen. Bei einer Ausnahme werden die Kreditrisikobewertung und die kommerziellen Beweggründe für ein Geschäft schriftlich festgehalten und zum oberen Management zur Entscheidung gegeben.

Im Text der Stellenbeschreibung fehlen jetzt eigentlich nur noch Teamfähigkeit, einwandfreies Englisch und wenn möglich noch zusätzliche Sprachen. Energiehandel war schon immer sehr international. Alleine in Roberts Team sind sieben Nationalitäten vertreten. Arbeitssprache ist Englisch und man hat es mit einer Vielzahl von internationalen Vertragspartnern zu tun.

Robert sieht dem Rekrutieren mit gemischten Gefühlen entgegen. Die Lage am Bewerbermarkt war zuletzt eng. Nach der Finanzkrise in 2008 verstärkten viele Firmen die Risikoabteilungen. Kreditrisiko im Energieumfeld ist ein sehr spezialisiertes Profil. Das kann man so in der Form nicht studieren, und wenn man (so wie Roberts Abteilung) nicht unbedingt den Luxus der Zeit und Personenstärke im Team hat, einen frischen Wirtschaftsabsolventen von der Pike auf auszubilden, konkurriert man mit der wachsenden Zahl von Unternehmen im Markt, die genau dasselbe Profil suchen wie Roberts Abteilung. Da muss man sich von anderen suchenden Unternehmen abheben. Somit kommt es noch verstärkter auf Standort, Jobvielfalt, Entwicklungsmöglichkeiten und natürlich auf das Vergütungspaket an. Märkte mit starker Energiehandelspräsenz wie z. B. London und Genf sind nach wie vor gerade bei internationalen Kandidaten oft als Standorte favorisiert. Aber Robert schiebt diesen Gedanken erst einmal zur Seite. Schließlich haben vor nicht allzu langer Zeit viele Banken wieder Arbeitsplätze im Energiehandelsumfeld (und somit auch Risikoumfeld) reduziert und aufgrund der Corona Krise könnte es auch andere Unternehmen geben, die schrumpfen. Er arbeitet immerhin in einem stabilen Energieunternehmen mit großem Anteil an grünen, erneuerbaren Energien im Portfolio. Mittlerweile empfinden viele Arbeitnehmer Nachhaltigkeit ihres Arbeitsgebers als wichtiges Entscheidungskriterium. Er schickt das Profil ab und dann wird er sehen, was an Bewerbungen zurückkommt.

Mittagessen mit Fred, dem altgedienten ehemaligen Kollegen

Eigentlich hat Robert heute nicht wirklich Zeit für die Essensverabredung mit Fred Ford. Aber er erhofft sich, somit Freds Einschätzung zu Corona und möglichen Entwicklungen zu hören, die ihm für seine Mitwirkung im Krisenstab später noch ein paar Gedankenanstöße geben könnten.

29 Broker sind ein wichtiger Bestandteil im Markt. Sie vermitteln, bahnen Geschäfte zwischen Käufern und Verkäufern an und übernehmen häufig noch zusätzlich Dienstleistungen. Sie haben kein eigenes Obligo oder Positionen; siehe auch <http://www.wirtschaftslexikon24.com/d/broker/broker.htm> (17. 10. 2020).

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

Gerade rechtzeitig zur Verabredung trifft Robert in seinem Lieblingscafé um die Ecke ein. Fred wartet schon an einem Tisch auf ihn. Er ist vor kurzem in den Ruhestand gegangen, nachdem er lange Zeit in Roberts Abteilung war. Seit sie sich bei Roberts Bewerbungsgespräch vor vier Jahren kennenlernten, verstanden die beiden sich auf Anhieb. Fred war immer ein Mentor für Robert. Eigentlich vermisst Robert ihn sehr. Gerade in diesen wirtschaftlich turbulenten Zeiten ist der Rat eines alten Hasen, der schon einige Zyklen durchlebt hat, sehr wertvoll. Ab und zu treffen die beiden sich zum Mittagessen und tauschen sich über alles Mögliche aus.

Das heiße Thema ist natürlich das Coronavirus. Die beiden diskutieren lebhaft wo es sich schon überall in Europa ausgebreitet hat und, dass die Politik über Maßnahmen nachdenkt, die die Bewegungsfreiheit der Bevölkerung einschränken könnte – eine gänzlich ungewohnte Vorstellung. Allerdings ist die viel brennendere Frage für die beiden, was die Auswirkungen auf die Wirtschaft und den Energiehandel sein könnte.

Unabhängig vom Thema Corona berichtet Robert, dass die Bank Galaxis ihren gänzlichen Rückzug aus dem Rohstoffhandel bekanntgab. Als eine der letzten verbliebenen Banken im Energiehandel hatte sie sich über die Jahre eigentlich eine recht große Stellung erarbeitet, zumindest bei den OTC³⁰-Derivaten. Allerdings ist das symptomatisch. In Zeiten wie diesen müssen sich die meisten Unternehmen, also eben auch Banken, gesundschrumpfen und schränken somit Nichtkerngeschäfte ein.

Im Laufe der letzten 10–15 Jahre konnte man die Zyklen beobachten: Banken stiegen in den Rohstoffmarkt ein (oft auch mit einem Aufwand, Infrastruktur aufzubauen, teure Talente abwerben etc.), nur um wenige Jahre später wieder komplett auszusteigen. Oft war der Einstieg in den Rohstoffmarkt damit begründet, dass bestehende Bankkunden Bedarf an Energieprodukten hatten oder die Bank ihr Risiko in andere Anlageklassen³¹ streuen wollte. Banken hatten Kunden aus diversen Industriezweigen, so zum Beispiel Transportunternehmen oder Fluggesellschaften, für die Treibstoffe essentiell für ihre Geschäftsabläufe waren und somit einen großen Teil ihrer Ausgaben darstellten. Um diese Ausgaben festzuschreiben und zu optimieren, wollten diese Firmen sich am Rohölmarkt absichern. Da Banken schon Zins- oder Devisenabsicherungen anbieten, war es ein natürlicher Schritt, auch die Rohstoffabsicherung zu übernehmen.

30 „OTC“=Over-the-counter. Außerbörslich gehandelte Geschäfte, die bilateral zwischen Parteien abgeschlossen werden.

31 Zur weiteren Erklärung der Anlageklassen siehe auch https://www.focus.de/finanzen/boerse/lexikon/boersenlexikon-anlageklassen_id_10464195.html (17.10.2020).

Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna

Fred muss lachen, das ist für ihn Vergangenheit. Eigentlich haben sich die Marktteilnehmer schon lange gewandelt. Hedgefonds³², Rentenfonds³³ und Private Equity Fonds³⁴ mischen mit, manchmal auch hochspekulativ. Wie sich das Geschäftsmodell wohl jetzt in Zeiten von Corona gestalten wird – wenn ein massiver Konjunktureinbruch erwartet wird und somit die Nachfrage an Strom und Rohstoffen ebenfalls massiv zurückgehen wird? Das Hauptgeschäft von Roberts Arbeitgeber basiert auf der physischen Stromerzeugung, zu einem großen Anteil aus erneuerbaren Energien, und der Versorgung von Kunden. Fred und Robert sind sich in dem Punkt einig, dass erneuerbare Energien die Zukunft sind – somit die grüne Stromerzeugung als solches auch in der Zukunft Bestand haben wird. Allerdings ist der Bedarf stark unberechenbar geworden. Sie stellen mit Sorge fest, dass die großen Stromabnehmer nun mal eben aus dem verarbeitenden Gewerbe und den energieintensiven Industrien stammen. Coronabedingt herrscht große Verunsicherung nicht nur in den verarbeitenden Gewerben, sondern über alle Branchen hinweg. Durch die weltweite Wirtschaftsschwäche ist der Energiebedarf stark gesunken. Besonders die energieintensiven, produzierenden Gewerbe haben zum Teil drastische Einbrüche im Strom- oder Gasbedarf. Gepaart mit dem Rückgang des Strompreisniveaus bedeutet das natürlich auch angespannte Zeiten für Energieversorger wie Roberts Arbeitgeber.

Die Ausfallsquoten dieser Kunden werden voraussichtlich spürbar zunehmen. Im Handel ist Robert bisher zum Glück kein Kontrahent über die Klippe gesprungen. Aber er hört mehr und mehr Geschichten aus dem Verkaufsbereich, in dem Strom an Industrikunden^{35, 36} verkauft wird. Roberts Kollegen, die Kreditprüfungen für diese Geschäftssparte vornehmen, müssen sich umfangreich über die makroökonomischen Veränderungen informieren. All diese Faktoren sind äußerst wichtig, um bei einer Kreditbeurteilung eines solchen Kunden abschätzen zu können, ob er in zwei Jahren noch finanziell stabil genug ist, die Stromrechnungen zu bezahlen. Eine solche Prognose ist derzeit nicht seriös machbar.

-
- 32 Anlagefonds, die nicht zum Zweck des Absicherns existieren, nicht auf Anlageinstrumente oder Strategien festgelegt und somit in der Lage sind, mit wenigen Restriktionen Gewinne zu maximieren, siehe auch <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/hedge-funds.html> (17. 10. 2020).
 - 33 Rentenfonds investieren hauptsächlich in festverzinsliche Wertpapiere zum Zweck der langfristigen, sicheren Wertsteigerung, zumeist zum Zweck der Altersvorsorge, siehe <https://www.finanztreff.de/wissen/fonds/was-ist-ein-rentenfonds/5173> (17. 10. 2020).
 - 34 Stellen nicht öffentlich gehandeltes Kapital, z. B. in Form von (Mehrheits-)Beteiligungen bereit, siehe <https://www.gruenderszene.de/lexikon/begriffe/private-equity> (17. 10. 2020).
 - 35 Bestimmte energieintensive Industriezweige sind besonders gefährdet, z. B. Papier oder Pappe. Zusätzlich zur krisengebeutelten Nachfrage kämpft die Papierindustrie auch gegen die (für sie negative) Entwicklung im Medienmarkt. Elektronische Verbreitung von Medien ist unaufhaltbar im Vormarsch und führt somit zu Umsatzeinbrüchen bei Printmedien.
 - 36 (nicht belegt)

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

Aber auch Robert hat in seinem Handelsumfeld gemerkt, dass es für den einen oder anderen Handelspartner enger wird. Frachtunternehmen, z.B. sind momentan ziemlich gebeutelt. Durch den weltweiten Rückgang von Bedarf an Gütern ist es zu Überkapazitäten gekommen und sind die Verschiffungsraten drastisch gefallen. Durch lange Vorlaufzeiten für neuen Schiffsbau kommen zurzeit noch weitere neue Schiffe auf den Markt. Lieferzeit kann mehrere Jahre sein, weil Schiffswerften durch begrenzte Baukapazitäten oft lange Vorlaufzeiten haben. Fred erzählt Robert, dass manche Unternehmen die Überkapazität bekämpfen, indem sie Schiffe viel früher verschrotten als in den Boom-Jahren. Robert muss unwillkürlich lachen. Er hat das Bild eines ziemlich verrostet wirkenden Schifffes vor Augen, das er neulich auf einer Internetseite eines Frachtunternehmens gesehen hat. Dieses wollte einer der Händler chartern. Letztendlich ist Robert ja nur für die Kreditprüfung der Frachtfirma zuständig und der Logistiker vom Fracht Desk ist für die Eignungsprüfung des gewünschten Schifffes verantwortlich. Aber dieses Schiff kam ihm wirklich nicht vertrauenswürdig vor.

Eigentlich muss Robert schon längst wieder los. Aber es ist immer so nett mit Fred über die größeren Zusammenhänge zu philosophieren. Das fehlt ihm im Alltag – immer folgt ein Termin dem nächsten, eigentlich gibt es ständig jemanden, der etwas von Robert haben will. Zu selten kommt er dazu, die Dinge mit ein bisschen Abstand zu betrachten.

13:30 Trillian Trading Vertragsverhandlung zusammen mit der Rechtsabteilung

Robert muss sich jetzt sputen. Er muss rüber in die Rechtsabteilung. Da wird er gemeinsam mit Lars, dem zuständigen Anwalt, die Videokonferenz mit Repräsentanten der Trillian Trading abhalten. Eigentlich dürfte die Verhandlung nicht so hart werden. Das bestätigt sich dann auch im Gespräch. Robert trägt seine Verhandlungspositionen vor. Wie er heute Morgen bei seiner Analyse herausgefunden hat, ist die Trillian eine Tochtergesellschaft, der er eigenständig keine Kreditlinie einräumen wird. Also bedarf es einer Patronatserklärung.³⁷ Diese wird ihm im Gespräch zugestanden. Falls es zu einer Änderung der Besitzverhältnisse kommt, werden Robert auch zusätzliche oder gleichwertige Sicherheiten als Ersatz zugestanden. Robert freut sich über den guten Verlauf der Verhandlung.

Als nächstes sprechen sie die Klauseln zur wesentlichen Bonitätsverschlechterung, Finanzkennzahlen und zur Verringerung des Substanzwertes an. Er hat den Vorschlag als Generalklausel formuliert, d.h. falls er zu einem Zeitpunkt in

³⁷ Diese nicht gesetzlich normierten Haftungserklärungen werden in der Regel von der Muttergesellschaft ausgestellt, die sich zur Erfüllung aller Pflichten der Tochtergesellschaft verpflichtet (sollte die Tochter ihren Pflichten nicht nachkommen), siehe auch <https://exporo.de/wiki/patronatsklaerung/> (17.10.2020) und Pilgrim/Dessau, in: Zenke und Schäfer, Energiehandel in Europa, 4. Aufl. 2017, Kapitel 4. Risikomanagement, § 18 Kreditrisikomanagement, Netting, Rating, S. 410–411.

Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna

der Zukunft das Gefühl hat, die finanzielle Situation der Partei verschlechtert sich, kann er zusätzliche Sicherheiten fordern. Das ist für Trillian nicht so ohne Weiteres akzeptabel. Beide Parteien einigen sich, diese Verschlechterung an objektive Kriterien zu knüpfen, indem sie bestimmte finanzielle Kennzahlen und einen Substanzwert definieren, die nicht über- bzw. oder unterschritten werden dürfen. Damit können jetzt beide Seiten leben. Zum Glück hatte Robert genug Zeit heute Morgen, die Bilanzanalyse gründlich fertigzustellen, sonst hätte er nicht gleich konkrete Vorschläge zu den Kennzahlen bereit haben können und es hätte einer nächsten Verhandlungs runde bedurft.

Lars und Robert sind guter Dinge über den Fortschritt, als das Gespräch beendet ist. Trillian hat angeboten, das Besprochene in den Vertragsentwurf aufzunehmen und zur Prüfung zu schicken. Das ist beiden sehr willkommen, weil es ihnen Zeit spart.

15:00 Termin Corona Krisenstab – Arbeitsgruppe Portfolio Stress testing

Eigentlich hätte Robert weiter an der Analyse arbeiten wollen. Das aber muss bis nach dem nächsten Termin warten, der viel wichtiger ist. Sein Arbeitgeber hat einen Krisenstab ins Leben gerufen, der sich mit der aktuellen Situation um Corona beschäftigt. Ziel ist es, konzernweit eine Betrachtung der Auswirkungen von Corona zu erstellen und eine übergeordnete Strategie zum weiteren Vorgehen zu entwickeln. Robert wurde als Stellvertreter der Kreditabteilung nominiert und repräsentiert nicht nur die Handelsperspektive, sondern soll grundsätzlich die relevanten Kreditbelange identifizieren.

Punkt 15:00 ist das Projektteam vollständig versammelt. Es besteht aus Vertretern von Einkauf, Treasury, IT, Controlling, Vertretern der Geschäftsbereiche, der Rechtsabteilung und natürlich der Kreditabteilung. Der Projektmanager hat alle gut im Griff. Er gibt eine Einführung, in der Robert erfährt, dass es den Krisenstab schon etwas länger gibt und dass bisher mehrere untergeordnete Arbeitsgruppen einberufen wurden: eine für makroökonomische Szenarien, eine für Liquidität und eine für Portfolio Stress testing.

Eine Arbeitsgruppe befasst sich mit makroökonomischen Prognosen und der Einschätzung der möglichen wirtschaftlichen Auswirkungen. Es sollen unterschiedliche Szenarien des zu erwartenden Einbruchs erstellt werden und noch viel wichtiger – Szenarien zur möglichen wirtschaftlichen Erholung. Die Mitglieder der Arbeitsgruppe analysieren derzeit alle Industriezweige, um die Meistbetroffenen zu identifizieren. Der Projektleiter hat einige Folien mitgebracht, die den derzeitigen Stand präsentieren: am meisten betroffen sind Automobilunternehmen & Zulieferer, weiteres produzierendes Gewerbe (Zulieferer für Bau & Maschinenbau, Textil, etc.), Einzelhandel & Konsumgüter (außer Lebensmitteln, so zum Beispiel Bekleidung), Logistik, Reisen & Mobilität (z. B. Fluglinien, Touristikveranstalter, Mietwagenverleiher), Gastronomie & Hotellerie und Veranstaltungsfirmen (z. B. Konzerte, Messen, Unterhaltung, Kultur). Da viele dieser Branchen durch die Globalisierung nicht geographisch isolierbar sind, hängt der Grad der Betroffenheit vom weltweiten Verlauf der Pandemie

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

ab. Es sollte also unterschieden werden zwischen den Sparten/Unternehmen, die global exponiert sind und diejenigen, die eher regional/lokal agieren. Die Einschätzung geht auch auf die unterschiedlichen Größen der Unternehmen ein. Es ist davon auszugehen, dass kleinen und mittelständischen Unternehmen, die eher lokal und in betroffenen Branchen agieren, einen kürzeren finanziellen Atem und weniger Überlebenschancen haben, so z. B. kleinere, unabhängige Einzelhandelsgeschäfte oder Kulturbetriebe. Allerdings ist eine Klassifizierung als Großunternehmen nicht per se eine Überlebensgarantie – wenn es sich um Unternehmen in einer besonders betroffenen Branche handelt, wie z. B. einer Fluglinie oder Kreuzfahrtreedereien.

Dadurch, dass Länder COVID Maßnahmen, Verläufe und Restriktionen völlig unterschiedlich handhaben, sind kurzfristig unterschiedliche Geschwindigkeiten der Entwicklungen zu erwarten. Es scheint aber unvermeidbar, dass die oben genannten Branchen wohl unter massiven Einbrüchen oder Stillständen leiden werden. Das zu erwartende Ausmaß hängt von den Annahmen des weiteren Pandemie Verlaufes ab. Wie lange wird die Pandemie anhalten? Wird es zeitnah medizinische Maßnahmen, z. B. Impfstoffe geben, die öffentliche Gesundheit wiederherstellen bzw. wirksam schützen und somit eine großflächige wirtschaftliche Erholung ermöglichen? Wird es Staatshilfen oder Konjunkturprogramme geben, die betroffene Unternehmen oder ganze Branchen auffangen? Wie hoch wird eine mögliche Insolvenzwelle sein, wenn für schon vorher geschwächte Unternehmen Hilfe oder Aufschwung zu spät kommen? Wird es mehr als eine pandemische Welle geben und wenn ja, wieviel wirtschaftliche Erholung und Vorsorge war in den Zwischenzeiten möglich (wenn überhaupt)?

Allerdings werden nicht alle Branchen von der Pandemie negativ betroffen sein. Bestimmte Bereiche werden Aufwind erfahren, so z. B. Pharmaunternehmen, Biotechunternehmen, die in der Impfstoffforschung, Laborausstattung und Herstellung von medizinischen Geräten involviert sind. Homeshopping sowie Lieferdienste könnten weiterwachsen, wenn Kunden vermehrt Waren, Lebensmittel, etc. bestellen, da pandemie-bedingt kein Einkaufen in Geschäften möglich ist. IT- und Tech-Unternehmen könnten davon profitieren, dass viele Firmen ihre Mitarbeiter mit digitalen Arbeitsplätzen ausstatten müssen und ihre Geschäftsabläufe weiter digitalisieren werden.

Aus all diesen makroökonomischen Betrachtungen soll die Arbeitsgruppe die Szenarien ableiten, die ausschlaggebend für die eigene Auswirkungen-Analyse sein werden. Daraus lassen sich dann Rückschlüsse für die Entwicklung der eigenen Finanzparameter ziehen. Der Vorstand erhält somit Einblick in die eigene Situation, mögliche Auswirkungen auf Umsatz, Gewinnentwicklung, Schuldabtragung, Dividenden, Auswirkungen auf das eigene Rating, etc.

Die Prognosen der Arbeitsgruppe zu Umsätzen und Gewinnerwartungen sind unmittelbar relevant zur zweiten Arbeitsgruppe, die sich mit der Liquiditätsplanung befasst – wieviel Liquidität ist benötigt um den eigenen Ausgaben und Verpflichtungen nachzukommen und mit welchen eingehenden Mitteln ist zu rechnen.

Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna

Robert fällt gerade auf, dass die Bemerkung, die sein Kollege Christian aus dem Margining Team heute Morgen beiläufig hat fallen lassen nun eine ganz andere Bedeutung bekommt. Natürlich stehen die Margining Vereinbarungen auf der Handelsseite nun sehr hoch im Fokus des Konzerns. Wenn die Marktpreise jetzt massiv einbrechen, kann das sehr kurzfristig, sehr hohe Anforderungen zur Besicherung auslösen. Dies wiederum kann stark die bestehenden Kreditlinien strapazieren und massiv Kapital binden. Es könnte zu Liquiditätsengpässen kommen. Nun ist Roberts Unternehmen zum Glück sehr groß und finanzstark, also geht er nicht davon aus, dass seine Firma in solche Engpässe geraten könnte. Aber natürlich ist auch dieser Punkt Bestandteil der Untersuchungen der Arbeitsgruppe Liquidität, um die Simulation der möglichen Bedarfe aller Geschäftsbereiche zu koordinieren und im Ganzen zu analysieren. Robert denkt über die andere Seite des Problems nach. Was für eine Situation würde sich denn aus Sicht seiner Kunden und Handelspartnern ergeben, gerade bei denen, die sowieso schon stark in ihren Kreditlinien eingeschränkt sind? Je nach Handelspositionen könnten die Banken sich weigern, die Linien zu erweitern und somit wäre eine zusätzliche Besicherung nicht mehr möglich. Rein theoretisch wäre das Vertragsbruch, wenn keine zusätzliche Besicherung geleistet wird. Robert weiß, dass seine Rahmenverträge das Unternehmen gegen Vertragsbruch mit Schadensersatzansprüchen absichern sollten – aber das nützt natürlich gar nichts, wenn dem Gegenüber die Mittel ausgegangen sind. Dann gibt es auch keine Aussicht auf Entschädigung.

Während Robert mit seinen Gedanken abgeschweift ist, hat er nur am Rande die Erklärungen zum nächsten Agenda Punkt gehört. Das vom Konzern vorgegebene Ziel der Arbeitsgruppe Portfolio Stresstest ist wie folgt: es soll untersucht werden, wie sich die finanzielle Lage der Handelspartner, Kunden und Lieferanten in der nächsten Zeit entwickeln wird, um die finanziellen Entwicklungen zu monitoren, frühzeitig eventuelle Schieflagen zu identifizieren, Handlungsempfehlungen zu erarbeiten, wie in einem solchen Falle verfahren werden soll und wie solche Empfehlungen dann umzusetzen sind. Robert nickt zustimmend, das ist eine gute Herangehensweise. So eine Art übergeordnetes Frühwarnsystem hört sich sehr gut an.

Zur Identifizierung der möglichen angeschlagenen Industriezweige und Branchen hat die makroökonomische Arbeitsgruppe ja schon wie eben präsentiert gute Vorarbeit geleistet. Die Runde diskutiert, welche Unternehmen aus diesen Branchen man in die Portfolio Stresstest Analyse aufnehmen soll und woher man auf die schnelle eine konsolidierte Liste dieser Unternehmen extrahieren könnte. Leider gibt es keine Systeme, die unternehmensweit alle Handelspartner, Kunden und Lieferanten konsolidiert. Der Leiter Controlling wirft ein, dass man die monatlichen Ausgaben Reports als Basis nutzen könnte. Man könnte sich auf die Unternehmen konzentrieren, an die größten Ausgaben in Roberts Unternehmen abfließen. Robert gibt zu bedenken, dass man nicht nur die größten Unternehmen im Blick haben sollte, sondern auch die Unternehmen, bei denen ein Ausfall den größten Schaden für den Konzern verursachen könnte.

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

Zusätzlich einigt man sich, dass man in allen Geschäftsbereichen abfragen wird, welche Lieferungen oder Leistungen in Projekten oder Geschäftsbereichen als Business kritisch eingestuft würden und nimmt diese Lieferanten auch auf die Liste.

Auch Robert wird aus dem Handel die kritischsten und auch die labilsten Geschäftspartner für die Analyse beisteuern. Die Gruppe einigt sich, dass man das gesamte Portfolio auf ca. 400 Firmen beschränken wird, um zügig Ergebnisse zu erzielen. Der Konzernvorstand will schnellstmöglich Ergebnisse zu den Stresstests sehen.

Der Projektleiter stützt sich auf Robert zu seiner Einschätzung, wie man die finanzielle Stabilität erfassen kann und welche Stressszenarien denn sinnvoll wären. Robert muss den Enthusiasmus der Gruppe etwas einbremsen. Die Qualität solch eines Stresstests erfordert eine solide Datenbasis. Leider ist es nur zu oft der Fall, dass Bilanzzahlen entweder verzögert zur Verfügung gestellt werden, lückenhaft sind (je nach Veröffentlichungsanforderungen verschiedener Länder), nicht für die Vertragspartner sondern andere Konzerngesellschaften verfügbar sind, etc. Kurzum, die Gruppe einigt sich, dass man den Status Quo hinnimmt, etwas Besseres gibt es eben dann derzeit nicht. Der nächste Punkt ist die Szenarien Definition. Robert macht den Vorschlag, dass sich fürs Erste die Analyse auf eine Handvoll Schlüsselkennzahlen und simple Wachstumsannahmen beschränken sollten. Die Schlüsselkennzahlen wird Robert bis zum nächsten Treffen definieren. Es macht Sinn solche Faktoren wie z.B. Generieren/Verfügbarkeit liquider Mittel, Bedienen von Verbindlichkeiten, Eigenkapitalquote in die Analyse einfließen zu lassen.

Die Gruppe bespricht verschiedene Umsatzrückgangsszenarien: soll man einen Rückgang von 10 % oder 25 % annehmen, betrachtet man einen Zeitraum von 6 Monaten, 1 Jahr und 2 Jahren? Robert hat eine Idee – schließlich soll das Ziel sein, die Resilienz eines Unternehmens gegen die zu erwartenden Einbrüche zu testen. Er schlägt vor, sich nicht in zu viele Zeithorizonte zu verlieren und anstelle dessen einen Zeithorizont Parameter und einen zusätzlichen Parameter aufzunehmen, der errechnet, wann bei einem bestimmten Umsatzrückgang die Mittel ausgehen. Somit könnte man ersehen wie lange ein Unternehmen ein anhaltendes Krisenszenario durchhalten kann. Weil derzeit keiner abschätzen kann, wie lange die Corona Krise anhalten wird und wie eine Erholung aussiehen kann, ist das ein guter Anhaltspunkt. Und es ist wertvoll zu wissen, ob Verpflichtungen, denen ein Lieferant oder Kunde Roberts Unternehmen nicht unmittelbar, sondern erst in geraumer Zukunft noch bedient werden können. Die Gruppe ist begeistert.

Zur Umsetzung gibt es allerdings ein paar Hürden zu überwinden. Robert hat ja schon darauf hingewiesen, dass bei Weitem nicht alle Finanzkennzahlen aller Unternehmen parat liegen und dass auch die Modellierung der „was-wäre-wenn“ Szenarien und Parameter erstens die Fähigkeiten, zweitens aber auch die Kapazitäten der Kreditabteilung übersteigen. Es gibt aber Dienstleister, die sicherlich in der Lage sind, solch umfangreiche Analysen kurzfristig zu unterstützen.

Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna

zen. Robert wird sich nach dem Meeting dazu umhören, welche der Anbieter, die seine Abteilung schon als Quelle von Bilanzdaten nutzt, das Projekt mit ihm angehen könnte.

Eigentlich ist die Zeit des Meetings fast abgelaufen, aber der Projektleiter möchte auf jeden Fall noch die nächsten Schritte ansprechen. Was wird man mit den Resultaten dieser Portfolio Stresstests machen? Die Kreditabteilung wird nicht alle Problemfälle nachhalten können, das muss auf viele Schultern verteilt werden, denkt Robert. Man diskutiert, dass der Portfolio Stresstest eine Art Ampelwarnsystem generieren könnte. Dies sollte eine für Finanzlaien vereinfachte Einschätzung ermöglichen, ob ein Lieferant oder Kunde schwach ist. Es soll ein Arbeitsprozess definiert werden, wie mit schwachen Unternehmen umgegangen werden soll. Für jede Firmenbeziehung ist schließlich ein Händler, Einkäufer oder Key-Accounter verantwortlich. Diese Verantwortlichen sollen also dahingehend instruiert – oder vielmehr eigentlich, handlungsfähig gemacht werden – proaktiv finanzschwache Lieferanten/Kunden anhand des Ampelwarnsystems zu identifizieren und sowohl intern mit den entsprechenden Abteilungen, als auch extern mit dem Lieferanten/Kunden direkt Lösungsmöglichkeiten zu erarbeiten. Sie sollten sich z.B. mit den internen Empfängern der Lieferung/Leistung absprechen, um mögliche Anzeichen einer schwachen finanziellen Situation frühzeitig erkennen zu können (hat es Verzögerungen im Ablauf gegeben, wurde um Fristverlängerungen gebeten, ist der Fortschritt langsamer als geplant, werden nicht vertraglich vereinbarte Strommengen abgenommen, etc.). Daraufhin kann Mitigierung identifiziert werden. Die Verantwortlichen können den Dialog zum Lieferanten/Kunden suchen, um direkt mögliche Finanzprobleme anzusprechen. Oftmals kann solch eine Maßnahme wertvolle Zeit sparen und weitere Probleme eindämmen.

Aus den Portfolio Stresstests und neuen Prozessen zur Handhabung möglicher identifizierter Finanzschwächen würde also Bedarf für mehrere Arten von Reporting entstehen. Zunächst müssen die Portfolio Stresstest Ergebnisse aufbereitet werden, um diese dann an die entsprechenden Adressaten im Unternehmen zu verteilen. Dann würden die verantwortlichen Einkäufer, Key-Accounter oder Händler zurück berichten, welcher Impakt der als schwach eingestuften Unternehmen sich ergeben würde, Maßnahmen definieren und wie/wann diese Maßnahmen umgesetzt werden. Dieses würde dann an diverse Unternehmesebenen weiter berichtet werden.

Der Projektleiter muss leider die Diskussion an dieser Stelle abbrechen, die Zeit ist überschritten und einige der Teilnehmer müssen in Anschlusstermine. Alle gehen beschwingt aus dem Raum. Guter Fortschritt wurde erzielt – obgleich man auch nur die Spitze des Eisberges kratzen konnte.

Während sich der Besprechungsraum leert, diskutiert Robert noch mit dem Projektleiter. Eigentlich fände Robert es sinnvoll, wenn diese Portfolio Stress-tests nicht nur eine einmalige Reaktion wären auf die Coronakrise, sondern man diese Arbeit weiterführen könnte. Solche Portfolio Stresstests könnten in periodischen Abständen durchgeführt und weiterentwickelt werden. Schließ-

Anhang: Beispiele zum Risikomanagement

lich steckt hier einiges an Pionierarbeit drin: das Durchspielen des weltweiten Pandemieszenarios hat die weltweite Verquickung bestimmter Branchen sehr verdeutlicht. Ausmaße der vorangegangenen Finanzkrisen konnten mehr auf gezielte Sektoren und Branchen limitiert und auch geographisch eher eingeschränkt werden. Risikobewertungen sollten künftig weiter Branchen spezifisch und geographisch differenziert erfolgen (global, regional, lokal). Es ist das erste Mal, dass man in Roberts Firma in konzernweiten Dimensionen beim Monitoren und Analysieren von finanzieller Stabilität denkt. Es ist das erste Mal, dass umfassend Lieferanten, Kunden und Handelskontrahenten gleichermaßen im Fokus stehen und nicht zu vergessen – es ist das erste Mal, dass Kreditanalysen nicht nur retrospektiv, sondern als Prognosen entwickelt werden.

Besonders der letzte Punkt liegt Robert am meisten am Herzen und befeuert ihn, mehr Unterstützung für diese Perspektive zu bekommen. Vielleicht ist ja die momentane Aufmerksamkeit vom Top Management und die Bereitschaft Ressourcen dafür aufzuwenden ein guter Anknüpfungspunkt. Robert wird auf jeden Fall beim nächsten Gespräch mit seinem Vorgesetzten stark dafür werben.

Als Robert zurück ist und an seinem Schreibtisch steht, ist er noch ganz mit diesen Themen beschäftigt. Es fällt ihm schwer, sich jetzt wieder auf seine halbfertige Kreditanalyse der Trillian Trading zu konzentrieren. Aber die sollte er bald geschafft haben. Seine Interpretation der finanziellen Lage geht ihm – dank der Gespräche mit Trillian heute Nachmittag – leichter von der Hand. Er schiebt noch ein paar seiner Gedanken zur Entwicklung dieses Unternehmens ein. Denn gerade nachdem er sich intensiver mit den Fragen der Liquidität und den generellen Marktumständen beschäftigt hat, ist für ihn klar, dass Handelshäuser wie die Trillian sich schleunigst Gedanken machen müssen, woher sie die Liquidität zur Bedienung der eventuellen zusätzlichen Marginierung Anforderungen nehmen wollen. Aus ihren eigenen Mitteln geht das auf jeden Fall nicht. Und so wie Robert die Lage mit Trillians Banken einschätzt, ist da auch nicht mehr so viel Appetit, die Linien signifikant auszuweiten. Er wird dies weiter beobachten und setzt aus dem Grund die Frist, zur Erneuerung der Analyse auch nicht (wie sonst üblich) auf ein Jahr, sondern auf sechs Monate. Wenn nötig, kann er dann auf Veränderungen reagieren und Limit oder Handelszeitrahmen anpassen. Wie die Corona-Situation und der Markt sich entwickelt haben werden in dieser Zeit bleibt abzuwarten. Und überhaupt – wer weiß, wie lange Robert überhaupt noch in seinem Büro sitzen wird. Freunde haben ihm berichtet, dass coronabedingt einige Firmen Mitarbeiter ins Home-Office geschickt haben. Für sich selbst kann er sich das vorstellen, es gibt ja schon heute viele virtuelle Besprechungen. Aber Handel aus dem Home-Office? Roberts Stirn legt sich in Falten – Händler die normalerweise vor 4–5 Bildschirmen sitzen, mehrere Telefonleitungen betreuen, sich zwischendurch etwas zurufen über die Tische hinweg ... all das ist vielleicht so bald nicht mehr möglich?

Er schiebt diesen Gedanken beiseite und drückt den Speicherknopf in seinem Dokument. Endlich ist Robert mit der gesamten Trillian Analyse fertig und kann sie doch noch vor Tagesablauf seinem Chef senden. Robert hofft, dass dieser die

Ein Tag im Leben des Kreditrisikoanalysten Robert McKenna

Analyse noch vor seinem Urlaub nächste Woche dem 4-Augen-Prinzip folgend elektronisch abzeichnen wird.

Für heute ist die Luft raus und Robert stellt erleichtert fest, dass er trotz einiger Unterbrechungen seine Liste für heute abgearbeitet hat. Erst als er seine Unterlagen in den Schrank schließt und wie immer einen blitzblanken Schreibtisch hinterlässt, fällt ihm auf wie dunkel es draußen schon ist. Er freut sich auf den Feierabend und ist sich sicher, dass morgen wohl wieder ein bewegter Tag in seinem Leben als Kreditanalyst folgen wird.

Autorenverzeichnis



Britta Berlinghof

Britta Berlinghof ist Commercial Project Manager bei Vattenfall Windkraft GmbH. Zwischen 2008 und 2016 war sie bei der Vattenfall GmbH aktiv in der Bewertung, Überwachung und Minimierung von Kreditrisiko sowohl im Energiehandelsbereich, als auch von Investitionsprojekten. Seit 1998 ist Britta Berlinghof in der Energiebranche tätig und sammelte vielseitige Erfahrung in verschiedenen Tätigkeitsfeldern – innerhalb und außerhalb von Risikoabteilungen. Ihre Karriere begann sie bei Koch Industries, in den Vereinigten Staaten und später in London, in den Bereichen Marktanalyse und Kreditanalyse. Es folgte ein Wechsel zu RWE Supply & Trading GmbH, wo sie zunächst die Funktion des „Contract Management“ etablierte und danach als Assistenz der Geschäftsführung tätig war. Von dort wechselte sie zu Invista Resins & Fibres GmbH in die Funktion Analyse & Strategieentwicklung. Frau Berlinghof kehrte zurück in den Bereich Kreditrisiko u.a. bei Sempra Energy Europe Ltd. und Lehman Brothers. Außerhalb ihrer Arbeit leitete Frau Berlinghof als Vorsitzende die EFET Credit Working Group (2009–2016) und war Komiteemitglied des Europäischen Ablegers der International Energy Credit Association (2010–2016). Im September 2016 hat Frau Berlinghof innerhalb der Vattenfall GmbH in den strategischen Einkauf für Offshore Wind Projekte gewechselt. Seit September 2020 ist sie bei der Vattenfall Windkraft GmbH für alle kommerziellen Belange in der Entwicklung der Norfolk Offshore Windparks (3.6 GW) verantwortlich.

Autorenverzeichnis



Dr. Jörg Fried

Dr. Jörg Fried studierte nach einer Ausbildung zum Bankkaufmann Rechtswissenschaften an den Universitäten Tübingen und Genf und promovierte an der Universität Tübingen. Nach Referendariat in Lübeck mit Stationen in Berlin und London und seiner Zulassung als Rechtsanwalt arbeitete er zunächst zwei Jahre im Bereich Structured Finance und Finanzderivate bei einer international tätigen Kanzlei in London. In dieser Zeit besuchte er auch The College of Law (London) und erwarb die Zulassung zum Solicitor of the Supreme Court of England & Wales. Seit 1999 arbeitet er als Rechtsanwalt im Berliner Büro der internationalen Kanzlei Linklaters LLP. Seine Beratungsschwerpunkte liegen auf den Gebieten Finanzderivate, Clearing, Finanzierungen und strukturierte Finanzierungen, Energiehandel und Energiederivate.



Dr. Philipp Härtle

Dr. Philipp Härtle, FA für Bank- und Kapitalmarktrecht sowie für Versicherungsrecht, studierte Rechtswissenschaften an der Eberhard-Karls-Universität Tübingen und der Universität Mannheim. Anschließend promovierte er am Lehrstuhl Prof. Schwintowski (Humboldt-Universität zu Berlin). Nach dem Referendariat in Berlin war er von 1999 bis 2009 für verschiedene Kanzleien als Rechtsanwalt tätig. Seit 2010 ist er als Rechtsanwalt bei HMRP tätig. Seine Schwerpunkte liegen im Bank- und Kapitalmarktrecht einschließlich Börsenrecht sowie im Versicherungsrecht.



Prof. Dr. Kai Hufendiek

Nach seinem Studium des Maschinenwesens an der Universität Stuttgart und einem Master in Process Integration am University of Manchester Institute of Science und Technology (UMIST) (UK) wurde er an der Fakultät für Energietechnik der Universität Stuttgart promoviert. Ab dem Jahr 2000 wechselte er zur EnBW Trading GmbH und übernahm dort bald Führungsverantwortung für einen Bereich, der für die operative und strategische Marktanalyse, Assetbewertungen sowie Entwicklungsaufgaben im Handel verantwortlich zeichnete. Gleichzeitig war er mehrere Jahre als Lehrbeauftragter am Karlsruher Institut für Technologie (KIT) für Energiehandel und Risikomanagement tätig und bildete sich in General Management an der Universität St. Gallen weiter. Ab 2010 wechselte er in verschiedene Führungsfunktionen innerhalb des EnBW Konzerns und entwickelte neue Geschäftsmodelle im Hinblick auf den Umbruch in der Energiewirtschaft bzw. übernahm die Verantwortung für das Sourcing, Pricing und die Produktentwicklung im Vertrieb. 2014 folgte er einem Ruf als Professor und Leiter des Instituts für Energiewirtschaft und Rationelle Energieanwendung (IER) an die Universität Stuttgart. Er ist koordinierender Vorstand des Forschungsverbunds STRise – Stuttgart Research Initiative on Integrated Systems Analysis for Energy, Vorsitzender des Vorstands des Zentrums für Energieforschung Stuttgart e. V. und neben seiner Forschung in beratender Funktion in der Energiewirtschaft tätig.

Autorenverzeichnis



Dr. Christian Köhler

Dr. Christian Köhler studierte Rechtswissenschaften an der Humboldt-Universität und der Cornell Law School sowie Betriebswirtschaft an der Freien Universität Berlin. Er promovierte 2012 zu derivativen Finanzinstrumenten an der Humboldt Universität zu Berlin. Nach seinem Referendariat in Berlin arbeitete er zunächst vier Jahre im Bereich Debt Capital Markets und Bankenaufsichtsrecht bei einer führenden internationalen Anwaltskanzlei in Frankfurt. Nach zwei weiteren Berufsjahren bei einer US-amerikanischen Kanzlei in Berlin wechselte er in die Rechtsabteilung der Berlin Hyp AG. Hier berät er die Bank im Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht.



Dr. Thomas Pilgram

Dr. Thomas Pilgram ist Mitglied der Geschäftsführung des Grünstromlieferanten GreenStone Energy GmbH. Zuvor war er Mitglied der Geschäftsführung des Stromspeicher-Herstellers SENECK GmbH. Davor war er Vorstand des Grünstromlieferanten Clean Energy Sourcing AG, nachdem er Geschäftsführer bei Bergen Energi Deutschland GmbH war. Vorangegangen ist eine langjährige Beschäftigung bei der deutschen Strombörse in Leipzig, zuletzt als Leiter Business Development. Thomas Pilgram ist Autor zahlreicher Fachpublikationen zu Börsen- und Stromgroßhandelsthemen, Thomas Pilgram ist Diplom-Kaufmann und Diplom-Volkswirt und hat an der Wirtschaftsuniversität Wien über Insolvenzrecht promoviert.



Dipl.-Kfm., Dipl. Vw. Frank Scholz

Dipl.-Kfm., Dipl. Vw. Frank Scholz studierte Betriebswirtschaftslehre und Volkswirtschaftslehre, arbeitete 15 Jahre bei verschiedenen Banken im Beteiligungsmanagement und im Kreditgeschäft (Investmentbanking und Trade Finance/ Commodities), zuletzt in einer Bank des Credit Lyonais-Konzerns als Direktor ppa.

Im Jahr 2000 wechselte er als Leiter Risikomanagement zur Berliner Bewag AG. Ab 2002 war Herr Scholz verantwortlich für die Formulierung der Aufgabenstellungen des Risikomanagements und Risikocontrollings im Vattenfall Europe Konzern und setzte den Aufbau der entsprechenden Strukturen praktisch um. Er war bis 2010 Head of Risk Management Business Group Central Europe und dann bis Ende 2012 Head of Credit Risk für die internationale Vattenfall-Gruppe. Herr Scholz war von 2006 bis 2011 Mitglied des Vorstandes der Deutschen Gesellschaft für Risikomanagement e. V. und ist Mitherausgeber des Buches „Risikomanagement der Öffentlichen Hand“.



Dr. Andreas Schuler

Dr. Andreas Schuler ist als Chief Risk Officer des Vattenfall-Konzerns für dessen Risikomanagement verantwortlich. Er studierte Maschinenwesen mit Schwerpunkt Energietechnik und Energiewirtschaft und promovierte am Institut für Energiewirtschaft und Rationelle Energieanwendung (IER), Universität Stuttgart. Ab 1998 war er bei der Bewag AG, Berlin, im Vertrieb und Energiehandel tätig, leitete anschließend den Aufbau des Risikocontrollings für die Wertschöpfungskette und hatte verschiedene Managementpositionen im Risikomanagement der Vattenfall-Tochtergesellschaften in Deutschland und der Vattenfall-Gruppe inne.

Autorenverzeichnis



Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski

Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski, geb. am 23.09.1947 in Bad Harzburg, studierte Rechtswissenschaften an der Georg-August Universität in Göttingen. Nach dem Ersten und dem Zweiten Staatsexamen promovierte und habilitierte er bei Prof. Dr. Ulrich Immenga, Göttingen. Der Ernennung zum Universitätsprofessor im Jahr 1988 folgten Rufe an die Universitäten Würzburg, Passau und Hamburg sowie im Jahr 1993 die Berufung an die Humboldt-Universität zu Berlin, wo er seitdem Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Handels-, Wirtschafts- und Europarecht ist. Er ist Geschäftsführender Direktor verschiedener Institute, u.a. seit 2000 Geschäftsführender Direktor des Instituts für Energie- und Wettbewerbsrecht in der Kommunalen Wirtschaft e.V. an der Humboldt-Universität zu Berlin, und Mitglied verschiedener wissenschaftlicher Beiräte. Seine Arbeitsschwerpunkte liegen in den Bereichen des Deutschen und Europäischen Energie- und Wirtschaftsrechts sowie des Bank- und Versicherungsrechts.



Henrik Specht

Henrik Specht studierte Maschinenbau und Volkswirtschaftslehre in Aachen und Hamburg und war 1999 und 2000 als Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Stuttgarter Institut für Energiewirtschaft und Rationelle Energieanwendung (IER) speziell mit spieltheoretischer Energiemarktmodellierung befasst. 2000 wechselte er als Analyst in den Energiehandel der Bewag in Berlin. Von 2002 an bis 2010 war er an verantwortlicher Stelle aktiv bei der Integration – speziell der Risikodimension – der deutschen Vattenfall-Aktivitäten (Bewag, HEW, VEAG, LAUBAG) hin zur Vattenfall Europe Gruppe.

Seit 2010 hat Henrik Specht in wechselnden Managementpositionen im Group Risk Management der internationalen Vattenfall-Gruppe gearbeitet, zuletzt als Director Risk Analysis und stellvertretender Chief Risk Officer. In dieser Funktion verantwortet er die quantitative Risikomodellierung und die Durchführung der Modellgenehmigungen, den konzernweiten Hedge Strategie Prozess und das Enterprise Wide Risk Management mit Fokus auf eine enge Verzahnung von Risikoberichtswesen und finanzielle Steuerung der Vattenfall Gruppe.

Glossar

ACER Agency for the Cooperation of Energy Regulators:

Zentrale EU-Behörde zur Koordination und Unterstützung nationaler Regulatoren im Energiebereich.

Actuals (Effektive Waren):

die einem Terminkontrakt zugrunde liegenden physischen oder Kassawaren (Güter).

Adressatenausfallrisiko:

→ Kreditrisiko.

Amerikanische Optionen:

→ Option.

Analytische (VaR-)Methoden:

Verfahren zur Messung von VaR, die auf statistische Standardmethoden, insbesondere auf Varianzen, Kovarianzen, Volatilitäten und Korrelationen zurückgreifen.

Angebotskurve:

Kurve der gesamten Angebote eines Markts bzw. eines Marktplatzes in aufsteigender Preisreihenfolge.

Arbitrage:

gleichzeitiger Handel mit dem gleichen Objekt an zwei oder mehr Märkten (oder ähnlichen Produktmärkten), um Preis- oder Kursdifferenzen auszunutzen.

Asiatische Optionen:

Optionen, bei denen der Auszahlungsbetrag vom Durchschnittspreis des Underlyings über eine bestimmte Periode abhängt. Die Länge dieser Periode kann die gesamte Laufzeit der Option umfassen. Viele Verträge in der US-amerikanischen Gasindustrie sind vom Durchschnitt der Settlementpreise der letzten zwei oder drei Tage des nächsten fälligen NYMEX-Vertrages abhängig.

Ask („Offer“, Brief):

Kurs, zu dem ein Händler den Kontrakt verkaufen will.

Glossar

At-the-Money (am Geld):

Der Kurs des Basisinstrumentes entspricht dem Basispreis, z. B. der Ausübungs-kurs einer Option entspricht dem aktuellen Preis des zugrunde liegenden Kontrakts. Eine Option ist somit at-the-money, wenn sie bei sofortiger Aus-übung zu einer Auszahlung von Null führen würde.

Ausgleichsenergie:

die Differenz zwischen dem vereinbarten bzw. gemeldeten Fahrplanwert und dem tatsächlichen Bezug oder der tatsächlichen Lieferung von elektrischer Energie einer Bilanzgruppe je definierter Messperiode, wobei die elektrische Energie je Messperiode tatsächlich erfasst oder rechnerisch ermittelt werden kann.

Ausübungspreis:

→ Exercise Preis → Basispreis → Bezugspreis.

Average Strike Optionen:

Optionen, bei denen der Exercise Preis erst während der Laufzeit als Durch-schnittspreis von Preisen des Underlyings ermittelt wird.

Back-Office:

Organisatorische Einheit, die in erster Linie für die Abwicklung von Transak-tionen und die Überwachung des Front-Office zuständig ist.

Backtesting:

Verfahren zur Überprüfung der Güte von Risikomodellen.

Back-to-Back:

Transaktion, bei der es einem Zwischenhändler gelingt, Risiken (z. B. aus dem Verkauf von Derivaten) durch ein Gegengeschäft mit einer anderen Partei weit-gehend abzusichern. Im Idealfall bleibt beim Zwischenhändler kein Risiko (mit Ausnahme des Kreditrisikos).

Backwardation:

Zustand, bei dem der Preis langfristig terminierter Forward- bzw. Futuresver-träge unter dem Preis kurzfristig terminierter Verträge für dasselbe Underlying liegt. Das Gegenteil wird Contango genannt.

BaFin:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Base:

Produktspezifikation für Stromgroßhandelsprodukte mit einer Lieferung einer konstanten Leistung von 0 bis 24 h.

Basel II/III:

Rahmenvereinbarung des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, die eine internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen schaffen will. Hierzu gehört auch, dass die Eigenkapitalunterlegung für Kredite von einem externen bzw. internen Rating des Kreditnehmers abhängig gemacht werden soll. (Die Europäische Union beabsichtigt, die Regelungen für alle Banken und Wertpapierfirmen als weitere Maßnahme zur Vollendung des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen im Rahmen einer EU-Richtlinie einzuführen.).

Basis:

die Differenz zwischen dem Kassakurs und dem Terminkontraktelpreis.

Basisinstrument:

→ Underlying.

Basispreis:

→ Exercise Preis → Ausübungspreis.

Basisrisiko:

Risiko, das aus einer Preisveränderung der zugrunde liegenden Position und bei nicht äquivalenter Preisveränderung des Absicherungsinstrumentes resultiert. Es gibt verschiedene Formen: Das Ortsbasisrisiko (der zur Absicherung herangezogene Futuresvertrag gelangt an einem anderen Ort (theoretisch) zur Auslieferung); das Produktbasisrisiko (die Qualitäten der Güter sind unterschiedlich); das Zeitbasisrisiko (Differenzen bei der Fälligkeit von Futuresvertrag und physischer Position).

Basiswert:

→ Underlying.

Bear (Baisse):

Ein Baisse-Markt ist ein fallender Markt.

Beta:

Verhältnis der Rendite eines Portfolios zur Rendite des Gesamtmarktes (CAPM).

Bewertungsrisiko (Valuation Risk):

beschreibt das Risiko, dass beispielsweise Derivate falsch bewertet werden.

Glossar

Bezugspreis:

→ Exercise Preis → Basispreis.

Bid (Geldkurs):

der Kurs, zu dem ein Händler den Kontrakt erwerben will.

Bid-Ask-Spread (Bid-Offer-Spread):

→ Differenz zwischen Bid- und Offer-Preis desselben Produkts am gleichen Marktplatz.

Bilanzkreis (Balancing Group):

Ein Bilanzkreis setzt sich aus einer beliebigen Anzahl von Einspeise- und/oder Entnahmestellen innerhalb einer Regelzone und/oder definierten Austauschfahrplänen mit anderen Bilanzkreisen in derselben oder in anderen Regelzonen zusammen, die dem zuständigen Übertragungsnetzbetreiber, in dessen Regelzone die physischen Liefer- und Belieferungsvorgänge stattfinden, benannt werden müssen und dadurch genau definiert sind.

Bilanzkreisverantwortlicher (Balancing Group Manager):

Der Bilanzkreisverantwortliche (BKV) übernimmt als Schnittstelle zwischen Netznutzern und Übertragungsnetzbetreiber (ÜNB) die wirtschaftliche Verantwortung für Abweichungen zwischen Einspeisungen und Entnahmen eines Bilanzkreises. Der BKV nennt dem ÜNB die zu einem Bilanzkreis aggregierten Entnahmestellen und gibt ihm eine Übersicht über das beabsichtigte Beschaffungsportfolio des Bilanzkreises (Kraftwerke innerhalb der Regelzone, bei Bezügen aus anderen Bilanzkreisen oder Regelzonen der aggregierte Bezug je Regelzone, Mitteilung über physische Erfüllung von Börsengeschäften). Die Abweichungen zwischen tatsächlich gezählten Einspeise- und Entnahmewerten und den im Bilanzkreis angemeldeten Werten werden für jede Abrechnungsperiode durch die Bilanzausgleichsenergie ausgeglichen.

Bilanzkreisvertrag:

Der Bilanzkreisvertrag wird zwischen dem BKV und ÜNB geschlossen. Gegenstand des Vertrages ist die Führung und Abwicklung des Bilanzkreises und Erfassung der Energielieferungen für alle angemeldeten Teilnehmer.

Binäre Optionen:

→ Digitale Optionen.

Bindefrist:

Frist, bis zu der sich der Anbieter eines Kontrakts an die angebotenen Konditionen halten muss.

Binomiale Bäume (Binomial Trees):

Möglichkeit zur Bewertung von Optionen.

Black-Modell:

Bewertungsmodell für Optionen auf Futures.

Black-Scholes-Modell:

Bewertungsmodell für Optionen.

BNetzA:

Bundesnetzagentur.

Bonitätsrisiko (Credit Risk):

→ Kreditrisiko.

Book:

Struktur zur Aufnahme und Dokumentation von Transaktionen.

Break:

plötzliche Abwärtsbewegung von Futurespreisen an einer Börse.

Brent Blend:

Rohölgemisch aus den Nordseefeldern Brent und Ninian.

Broker:

Ein Agent, der Handelsgeschäfte für seine Kunden tätigt. Für diese Dienste erhält der Broker eine Kommission.

BTU-Swap:

Swap, bei dem der variable Preis eines Energiegutes als Teil des Preises eines anderen Energiegutes ausgedrückt wird, wobei beide Preise auf Energiemaßeinheiten bezogen sind (ein MMBTU entspricht 293,071 kWh).

Bundesnetzagentur (BNetzA):

Regulierungsbehörde für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen auf Bundesdeutscher Ebene.

Bull (Hausse):

Ein Hause-Markt ist ein steigender Markt.

Bull Spread:

Spread Trading-Strategie → Spread Trading.

Glossar

Calendar Spreads (Time Spreads):

Preisdifferenz zwischen Futuresverträgen unterschiedlicher Laufzeit (Beispiel: IPE-Gasoil November vs. IPE-Gasoil Dezember).

Call (Kaufoption):

Bezeichnung für eine Option, die dem Käufer des Call das Recht einräumt, eine (Kauf-)Position im Rahmen des zugrunde liegenden Kontraktes bis zum Ablauf der Ausübungsfrist der Option (Exercise Period) zum Ausbungskurs zu erwerben. Der Aussteller (Verkäufer) der Option verpflichtet sich, zum Ausübungspreis zu liefern, falls sich der Käufer entschließt, sein Recht auszuüben.
→ Option.

Cap:

OTC-Instrument in der Form einer Option, bei dem der Verkäufer des Caps (z.B. ein Zwischenhändler) dem Käufer eine Zahlung für den Fall verspricht, dass ein variabler Preis eine bestimmte Höhe überschreitet.

Capital Asset Pricing Model (CAPM):

Erklärungsmodell für die Preisbildung auf Kapitalmärkten.

Carrying charges (Nebenkosten):

Zinsen, Versicherung und andere Nebenausgaben. Diese beinhalten die Kosten für die Lagerung einer physikalischen Ware und schlagen sich häufig in einer Preisdifferenz zwischen zwei Liefermonaten nieder.

Cashflow-at-Risk (CfaR):

auf der Value-at-Risk-Methode beruhendes Verfahren, bei dem die Gewinne und Verluste innerhalb einer bestimmten Lieferperiode, sowohl von Termin als auch Spotgeschäften, betrachtet werden.

CCGT:

Combined Cycle Gas Turbine; Synonym: GuD-Anlage (Gas und Dampf).

CCP Central Counterparty:

tritt an Börsen und manchen Handelsplätzen als Vertragspartei zwischen Verkäufer und Käufer, um die Anonymität und Effizienz der Abrechnung zu gewährleisten.

CDD:

→ Kühlungsgradtag.

CEO:

Chief Executive Officer (Herausgehobene Position eines Mitglieds der Geschäftsführung im angelsächsischen Rechtsraum. Im deutschen Aktienrecht gibt es diesen nicht.).

CEPI:

Central European Power Index.

CfD:

→ Contracts for Difference.

CFO:

Chief Financial Officer.

Clearing:

Finanzielle Abwicklung von Termingeschäften.

Close (Börsenschluss):

die letzten zwei Minuten zum Handel eines Kontrakts.

Closing out a Position:

→ Glattstellung.

Collar:

OTC-Instrument, welches durch den Kauf eines Caps (Preisobergrenze) und gleichzeitigem Verkauf eines Floors (Preisuntergrenze) zustande kommt, und bei dem der Vertragspartner (z. B. ein Zwischenhändler) einem Kunden garantiert, dass ein variabler Preis eine bestimmte Bandbreite nicht verlässt. Geschieht dies trotzdem, erfolgt eine Ausgleichszahlung durch den Vertragspartner (Zwischenhändler), sofern die Preisobergrenze überschritten wird bzw. durch die andere Partei, sofern die Preisuntergrenze unterschritten wird. Ebenfalls denkbar ist der Verkauf eines Caps bei gleichzeitigem Kauf eines Floors.

Commission (Kommission):

Gebühren, welche die Broker ihren Kunden für die Ausführung von Aufträgen (Kauf oder Verkauf) in Rechnung stellen.

Commodity:

Gut, Ware, die nicht differenzierbar sind.

Glossar

Common Carriage:

Regelung, wonach allen Bewerbern Leitungszugang gewährt werden muss, wenn auch nicht notwendigerweise für die gesamte nachgefragte Kapazität. Wenn die Nachfrage die verfügbare Kapazität übersteigt, findet eine ratierliche Aufteilung zwischen allen Nutzern statt.

Contango:

Zustand, bei dem der Preis langfristig terminierter Forward- oder Futuresverträge über dem Preis kurzfristig terminierter Verträge für dasselbe Underlying liegt. Das Gegenteil wird Backwardation genannt.

Contracts for Difference (CfD):

das Gleiche wie ein Swap. Im englischen Strommarkt werden CfDs häufig von Stromproduzenten und Stromanbietern genutzt, in der Regel langfristiger Natur. → Electricity Forward Agreements (EFAs).

Control Variate Technique:

Möglichkeit zur Bewertung von Optionen.

Convenience Yield:

Theoretisches Konzept zur Erklärung häufig vorkommender → Backwardation auf Energiefuturesmärkten.

Coso:

The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.

Cost of Carry:

Speicherkosten des Underlyings plus/minus Zinsverluste/Zinsgewinne. → Carrying charges.

Covered Call:

Position, die aus einer Long Position im Underlying sowie einem Short Call auf das Underlying besteht. Die Long Position im Underlying schützt den Investor vor der Gefahr eines zu starken Preisanstiegs.

Crack Spread:

Preisdifferenz zwischen den Outputgütern einer Raffinerie (Produkten) und den Inputgütern einer Raffinerie (Rohöle).

CRD Capital Requirements Directive:

regelt Eigenkapitalanforderungen für Banken und Wertpapierunternehmen und stellt die Umsetzung der → Basel-II/III Vorgaben in EU-Recht dar.

Credit Risk:

→ Kreditrisiko.

Credit VaR (CVaR):

auf der Value-at-Risk-Methode basierendes Konzept zur Ermittlung des Adressenausfallrisikos für ein Portfolio.

Cross-Commodity Swap:

Es kommt zum Austausch zweier Zahlungsströme, die jeweils auf unterschiedliche originäre Güter zurückzuführen sind (z.B. der Austausch eines Strompreises gegen einen Gaspreis).

Cross Market Derivat:

Derivat, mit dem simultan Preisrisiken in verschiedenen Märkten gemanagt werden (z.B. Energiemärkte, Zinsmärkte).

Crude Spreads:

Preisdifferenz zwischen unterschiedlichen Rohölsorten (z.B. Brent Blend vs. WTI).

Day Trading (Tageshandel):

Eröffnung und Schließung von Positionen innerhalb eines Börsentages.

Day-ahead-Markt:

Handelsmarkt für den nächsten Liefertag. Kann im Fall von Wochenenden und Feiertagen auch mehrere Tage umfassen.

Delivery (Lieferung):

Annahme einer physischen Ware oder Geld in Erfüllung eines Wareterminkontrakts.

Delta:

Parameter, der die relative Veränderung des Preises eines Finanzinstruments, z.B. der Optionsprämie, in Abhängigkeit von dem sich ändernden Wert des Underlyings beschreibt.

Delta-Hedging:

Absicherung einer Option durch die Eröffnung einer Position für das Underlying proportional zum Delta der Option.

Delta-VaR:

Value-at-Risk-Berechnung, bei der angenommen wird, dass die Beziehung zwischen Portfoliowert und Risikofaktoren linear ist.

Glossar

Demand Side Integration (DSI):

Laststeuerung auf der Nachfrageseite, d. h. Steuerung der Leistungsnachfrage eines Verbrauchers.

Derivat (Derivative):

(Finanz-)Instrument, dessen Wert vom Wert eines Underlyings bestimmt bzw. abgeleitet wird.

Differential Swap:

Handelsüblicher Swap, bei dem es zum Austausch der Differenz zwischen einem vereinbarten Differential zwischen zwei Preisen und den tatsächlichen im Zeitablauf auftretenden Differentialen kommt. Diese Swaps eignen sich besonders zur Absicherung des Basisrisikos.

Digitale Optionen (Binäre Optionen; Digital Options):

Optionen, deren Auszahlungsbetrag entweder eine vorher vereinbarte (in der Regel fixe) Summe oder Null beträgt, je nachdem, ob eine vereinbarte Bedingung erfüllt ist oder nicht.

Discretionary Order (Market-not-held-Order):

Market Order, deren Ausführung vom Broker verzögert werden darf, wenn ein besserer Preis erzielbar scheint.

DRSC Nr. 5:

Deutscher Rechnungslegungs-Standard Nr. 5, aus 2001, herausgegeben vom Deutschen Standardisierungsrat (DRSC e.V.), Berlin, <http://www.drsc.de>. Mit Bekanntmachung des DRS 20 Konzernlagebericht gem. § 342 Abs.2 HGB durch das Bundesministerium der Justiz am 04. Dezember 2012 wird der DRS 5 Risikoberichterstattung vom 03. April 2001 (BAnz vom 29. Mai 2001), zuletzt geändert durch Artikel 3 des Deutschen Rechnungslegungs-Änderungsstandards Nr. 5 (DRÄS 5) vom 05. Januar 2010 (BAnz vom 18. Februar 2010) aufgehoben.

DSI:

Demand Side Integration.

Dynamisches Hedging:

Prozess der kontinuierlichen Absicherung einer Option mit Hilfe einer Underlying-Position.

Earnings-at-Risk (EaR):

auf der Value-at-Risk-Methode beruhendes Verfahren zur Unterstützung von Planung und Investitionsentscheidungen.

EBIT:

Earnings Before Interest and Tax.

EBITDA:

Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization.

EBV:

Abgaben an den Erdölberatungsverband, der kraft Gesetzes Ölreserven für den Fall von Störungen der Mineralölversorgung Deutschlands hält.

EEG:

Erneuerbare-Energien-Gesetz.

EEX:

European Energy Exchange (Energiebörsse Deutschlands mit Sitz in Leipzig).

EFA:

→ Electricity Forward Agreements.

EFET:

European Federation of Energy Traders mit Sitz in Amsterdam, <http://www.efet.org>.

EFP:

→ Exchange of Futures for Physicals.

EFS:

→ Exchange of Futures for Swaps.

Eingebettete Optionen (Embedded Options):

Optionen, die in Verträgen eingebettet sind. Der Optionscharakter des Vertrages ist nicht offensichtlich.

Electricity Forward Agreements:

das Gleiche wie ein Swap. Im englischen Strommarkt werden solche EFAs häufig von Stromproduzenten und Stromanbietern genutzt, in der Regel kurzfristiger und standardisierter Natur. → Contracts for Difference (CfDs).

EMIR European Market Infrastructure Regulation:

regelt das Clearing und Reporting von OTC-Finanzkontrakten sowie die Operation und Governance von CCPs und Trade Repositories innerhalb der EU.

Glossar

End-of-Day-Quote:

Schlusskurs eines Handelstages.

Energiewende:

Politisch gesellschaftliches Projekt in Deutschland zur Transformation des Energiesystems in ein klimafreundliches, auf erneuerbaren Energien und Energieeffizienz basierendes System bei gleichzeitigem Ausstieg aus der Kernenergienutzung.

EPEX SPOT SE:

European Power Exchange für den Spothandel mit Sitz in Paris.

Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG):

Gesetz für den Ausbau erneuerbarer Energien.

ESMA European Securities and Markets Authority:

zentrale EU-Behörde zur Überwachung der Integrität, Transparenz, Effizienz und Funktionsfähigkeit von Finanzmärkten.

EU Allowance:

EU Emissionszertifikat, das die Emission einer Tonne CO₂-Äquivalent in dem EU ETS unterliegenden Anlagen ermöglicht.

EUA:

EU Allowance.

EU Emission Trading System:

EU-Emissionshandelssystem.

EU ETS:

EU Emission Trading System.

Europäische Optionen:

→ Option.

Euribor (Euro Interbank Offered Rate):

auf dem Europäischen Geldmarkt üblicher Referenzzinssatz, der von der European Banking Federation (FBE) und der Financial Markets Association (ACI) veröffentlicht wird.

EVT:

→ Extreme Value Theory.

EVU:

Energieversorgungsunternehmen.

Exchange Clearinghouse:

garantiert bei Futuresverträgen die Erfüllung der Kontrakte, indem es Vertragspartner (Central Counterparty) für jede Transaktion wird. Das Clearinghouse besteht aus einer Reihe von Mitgliedern (Members). Marktteilnehmer können Börsengeschäfte nur über einen solchen Member abwickeln. Member sind verpflichtet, an der Börse eine Clearingmarge zu hinterlegen, die als Sicherheit dient.

Exchange of Futures for Physicals (EFP):

Tausch einer Futuresposition gegen eine physische Position (und umgekehrt). Das OTC-Clearing an der EEX wird über EFPs ermöglicht.

Exchange of Futures for Swaps (EFS):

Tausch einer Futuresposition gegen eine Swapposition und umgekehrt.

Exercise (Ausübung):

Inanspruchnahme des Rechts eines Optionsinhabers, die zugrunde liegende Hause- oder Baisse-Position zum Ausübungskurs zu übernehmen.

Exercise Date:

→ Expiration Date.

Exercise Preis (Ausübungspreis, Basispreis, Bezugspreis, Strike Preis):

→ Option.

Exit-Entry-Modell:

Marktzugangsmodell, das dadurch Marktgebiete definiert, dass zu einem bestimmten Netzgebiet nur Einspeise- und Entnahmepunkte definiert werden müssen. Eine Definition von konkreten Durchleitungspfaden zwischen Einspeise- und Entnahmepunkt muss dabei nicht erfolgen.

Expiration Date (Verfallsdatum; Exercise Date; Strike Date):

der Ablauf der Ausübungsfrist einer Option. → Option.

Extendible Swap:

Swap, bei dem der Swapanbieter das Recht hat, die Swaplaufzeit zu verlängern. Im Gegenzug erhält der Swapnachfrager einen besseren Preis.

Glossar

Extreme Value Theory:

statistisches Verfahren zur Schätzung der Ränder von Wahrscheinlichkeitsverteilungen.

Fence:

Optionstradingstrategie, die durch den gleichzeitigen Kauf und Verkauf von Calls und Puts mit unterschiedlichen Exercise Preisen erfolgt.

Fernleitungsnetzbetreiber:

Netzbetreiber eines Gas-Fernleitungsnetzes.

Fill-or-kill Order:

Order, die sofort oder gar nicht ausgeführt wird.

First Notice day (Erstmöglicher Ankündigungstag):

der erste Tag, an dem Ankündigungen über die Absicht der Lieferung einer zugrunde liegenden Ware im Rahmen eines Wareterminkontrakts abgegeben werden können.

Fixed-for-Floating Contracts:

Swap und Plain-Vanilla-Swap.

Floating-for-Floating Contracts:

Swap.

Floor:

OTC-Instrument in der Form einer Option, bei dem der Verkäufer des Floors (i. d. R. ein Zwischenhändler) dem Käufer eine Zahlung für den Fall verspricht, dass ein variabler Preis eine bestimmte Schwelle nicht unterschreitet.

FNB:

Ferngasnetzbetreiber.

Forex:

Abkürzung für „Foreign Exchange“ (Devisen), auch FX.

Forwardkurve (Forward Curve):

Preiskurve, die anzeigt, zu welchen Preisen heute Forward- bzw. Futuresverträge abgeschlossen werden können.

Forwardvertrag (Forward Contract):

nicht börsengehandelter, bilateraler Vertrag, in dem sich eine Vertragspartei verpflichtet, eine definierte Menge eines Gutes in der Zukunft zu einem heute vereinbarten Preis zu kaufen (verkaufen).

Front-Office:

organisatorische Einheit, die für das eigentliche Trading, d.h. vor allem für die Durchführung von Transaktionen, die Entwicklung der Handelsstrategie, die Betreuung von Handelspartnern etc. zuständig ist.

Futuresvertrag (Futures Contract):

standardisierter, börsengehandelter Vertrag, in dem sich eine Vertragspartei verpflichtet, eine definierte Menge eines Gutes in der Zukunft zu einem heute vereinbarten Preis zu kaufen (verkaufen). Ein Future wird üblicherweise nicht physisch sondern ausschließlich finanziell erfüllt und ist daher den Derivaten zuzurechnen.

Gamma:

Parameter, der die Veränderung Deltas bei sich änderndem Preis des Underlyings beschreibt.

GARCH:

Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity; Modell zur Volatilitätsbestimmung.

Gasoline Spread:

Preisdifferenz zwischen Benzin und Rohöl.

Geregelter Netzzugang (RTPA, Regulated Third Party Access):

Form des Third Party Access auf Basis veröffentlichter und meist regulierter Tarife.

Gini-Koeffizient:

statistisches Maß für die Verteilungsgleichheit. Kann z.B. für die Beurteilung von Konzentrationen in einem Kreditportfolio herangezogen werden.

Glattstellung:

Schließen einer Position (Closing Out a Position). Eine offene Position wird dadurch geschlossen (glattgestellt), dass man ein Gegengeschäft eingeht. Beispielsweise ist es möglich, eine Long-Position im IPE-Gasoil-Vertrag für Dezember, die man im Mai eingegangen ist, durch den Verkauf eines IPE-Gasoil-Vertrages für Dezember im August zu schließen. Ein alternatives Verfahren sind → EFPs.

Glossar

Good-till-cancelled Order (GTC, Auftrag bis auf Widerruf):

Verlängerung der Gültigkeit eines Auftrags über den Handelstag hinaus bis zur Ausübung oder Ungültigmachen durch den Kunden. → Open Order.

Gradtagszahlen:

Die Ermittlung der Gradtagszahlen erfolgt, indem an jedem Heiztag die durchschnittlich gemessene Außentemperatur (in Grad Celsius) von der Temperatur von 20 °C subtrahiert wird (entsprechend der VDI Richtlinie „Berechnung der Kosten von Wärmeversorgungsanlagen – Betriebstechnische und wirtschaftliche Grundlagen“, VDI 2067). Ein Heiztag ist definiert als Tag mit durchschnittlicher Außentemperatur von weniger als 15 °C.

Griechen:

Sensitivitätskennzahlen im Rahmen der Optionsbewertung. Sie werden mit griechischen Buchstaben bezeichnet (→ Delta, → Gamma, → Rho, → Theta, → Vega). Mit Hilfe der Griechen soll die Veränderung des Preises einer Option bei isolierter Variation unterschiedlicher Einflussfaktoren verdeutlicht werden.

GTZ:

→ Gradtagszahlen.

GuD:

Gas- und Dampfkraftwerk, bei dem die bei der Verbrennung entstehende Hitze zweimal verwendet wird: Zunächst zum Antrieb einer Gasturbine und anschließend zum Antrieb einer Dampfturbine.

Haltedauer:

Zeitspanne, von der bei aktueller Marktliquidität angenommen wird, dass sie ausreicht, um ein Portfolio zu schließen. Wesentlicher Parameter bei der Berechnung des Value-at-Risk.

HDD:

→ Heizgradtag.

Hedge (Sicherungsgeschäft):

Geschäft zur Verlagerung von Risiken aus Vermögenspositionen, z. B. die Verlagerung des Preisänderungsrisikos von bestimmten Waren durch den Kauf oder Verkauf entsprechender Wareterminkontrakte.

Hedging:

Preisabsicherung.

Hedgingverhältnis (Hedge Ratio):

Verhältnis des gehedgten Volumens zum Volumen der offenen physischen Position. Aufgrund nicht perfekter Korrelationen zwischen Futures- und Spotpreisen ist ein Hedgingverhältnis von 1 in der Regel nicht optimal.

Heizgradtag (Heating Degree Day, HDD):

ein Kelvin Differenz zwischen der täglichen Durchschnittstemperatur und der Vergleichstemperatur von 18 °C bzw. 291,15 Kelvin, wobei nur Durchschnittstemperaturen unterhalb von 18 °C Berücksichtigung finden; HDDs können also nie negativ sein.

HEL:

leichtes Heizöl.

Historische Simulation:

Verfahren zur Berechnung von → Value at Risk.

Homogenes Gut:

Waren, die sich hinsichtlich Eigenschaften und Qualität nicht unterscheiden. Commodity.

HS:

schweres Heizöl.

HSL:

schweres (schwefelarmes) Heizöl.

ICE Futures:

vgl. <http://www.theipe.com>.

Hub:

Verknüpfungspunkt von Rohrleitungen im Gasnetz.

IDW:

Institut der Wirtschaftsprüfer e. V.

IETA:

International Emissions Trading Association, <http://www.ieto.org>.

Glossar

Imparitätsprinzip:

im deutschen Bilanzrecht eine der Konkretisierungen des Vorsichtsprinzips. Im Gegensatz zu Gewinnen, die erst bei Realisation ausgewiesen werden dürfen, müssen Verluste bereits dann ausgewiesen werden, wenn sie zu erwarten sind (§ 252 Abs. 1 HGB).

Implied Volatility:

→ Volatilität.

Independent System Operator (ISO):

Installation eines unabhängigen Netzbetreibers, um das Unbundling sicherzustellen, Eigentum am Netz verbleibt beim vorherigen Unternehmen, das auch im Wettbewerbsbereich tätig ist.

Independent Transmission Operator (ITO):

Abzutrennender Bereich des Übertragungs- oder Fernleitungsnetzbetriebs verbleibt im Eigentum des zuvor integrierten Unternehmens, strikte Regelungen zu Governance gewährleisten Autonomie und Unabhängigkeit.

Initial Margin (Originaleinschuss) (Depot):

Geldbetrag, der zur Eröffnung einer Position in einem bestimmten Kontrakt erforderlich ist.

Innerer Wert (intrinsic value):

positiver Wert einer Option, wenn diese sofort ausgeübt würde.

Intercontinental Exchange (ICE):

weltweiter elektronischer Marktplatz für den Energiehandel, <http://www.theice.com>.

Intergal-Earnings-at-Risk (IEaR):

Risikomessmethode, bei der die Risiken innerhalb einer kurzen Periode (Value-at-Risk) und bei der Lieferung von Produkten (Profit-at-Risk) berücksichtigt werden.

International Petroleum Exchange (IPE):

IPE gibt es nicht mehr. IPE ist jetzt → ICE Futures, vgl. <http://www.theipe.com>.

International Swaps and Derivatives Association:

→ ISDA.

Intradaymarkt:

Markt für sehr kurzfristige Geschäfte die noch innerhalb desselben Tags geliefert werden.

In-the-Money (Im Geld):

Eine „in-the-Money“ Option würde bei sofortiger Ausübung zu einem positiven Auszahlungsbetrag führen. Bei einer Call-Option: wenn der Ausübungsкурs unter dem zugrunde liegenden Kontraktkurs liegt. Bei einer Put-Option: wenn der Ausübungsкурs über dem zugrunde liegenden Kontraktkurs liegt.

IPP:

Independent Power Producer, Independent Power Plant. Stromerzeugungsanlage, die nicht einem traditionellen (integrierten) Energieversorgungsunternehmen mit mehreren Wertschöpfungsstufen gehört, sondern einem unabhängigen Energieerzeuger, d.h. einem Unternehmen, das nur über die Erzeugungs-Wertschöpfungsstufe verfügt.

ISDA:

International Swaps and Derivatives Association, <http://www.isda.org>.

ISO:

Independent System Operator.

ITO:

Independent Transmission Operator.

Jarque-Bera-Test:

Test auf Normalverteilung einer zugrunde liegenden Stichprobe.

Kappa:

→ Vega.

Kassamarkt:

→ Spotmarkt.

Kaufoption:

→ Call → Option.

Knappheitsprämien:

Zusätzliche im Markt entstehende Preisaufschläge in Zeiträumen knapper Erzeugungskapazitäten.

Glossar

Konfidenzintervall:

Schätzintervall, in dem der zu schätzende Parameter mit einer vorgegebenen Wahrscheinlichkeit liegt.

Konfidenzniveau:

Wahrscheinlichkeit, mit der ein möglicher Verlust innerhalb des Intervalls liegt, welches durch den Value-at-Risk angegeben wird.

Konni-Gas:

Konvertierungssystem zwischen H- und L-Gas innerhalb eines deutschen Marktgebiets.

Korrelation:

Stärke der Abhängigkeit von zwei Variablen.

Korrelationsrisiko:

→ Basisrisiko.

Kraft-Wärme-Kopplung:

gleichzeitige Erzeugung von Strom- und Nutzwärme in einem Kraftwerk (zumeist bei deutlich höherem Nutzungsgrad als bei der Strom- und Wärme-produktion in separaten Anlagen).

Kraftwerkseinsatzoptimierung:

Prozess, bei dem der optimale Kraftwerkseinsatz (unter wirtschaftlichen Kriterien) eines Kraftwerks oder Kraftwerksparks bei gegebenen ökonomischen und technischen Rahmenbedingungen ermittelt wird.

Kraftwerksoptionalität:

Flexibilität bei der Fahrweise eines Kraftwerkes (eingeschränkt wird diese in der Realität durch technische und ökonomische Restriktionen beim Einsatz von Brennstoffen, bei der Auskopplung von Wärme, durch die Geschwindigkeit und Kosten beim An- und Abfahren, Teillastverhalten etc.).

Kreditrisiko (Bonitätsrisiko; Credit Risk):

Risiko, dass ein Kreditnehmer seine Verpflichtungen gegenüber dem Gläubiger nicht erfüllt bzw. erfüllen kann.

Kühlungsgradtag (Cooling Degree Day, CDD):

ein Kelvin Differenz zwischen der täglichen Durchschnittstemperatur und der Vergleichstemperatur von 18 °C bzw. 291,15 Kelvin, wobei nur Durchschnittstemperaturen oberhalb von 18 °C Berücksichtigung finden; CDDs können also nie negativ sein.

Kuppelstellen:

Netzverbindungsstelle zwischen zwei Übertragungsnetzen, in der Regel an den Grenzen.

KWK:

→ Kraft-Wärme-Kopplung.

Lambda:

→ Vega.

LIBOR:

London Interbank Offer Rate. Zinssatz, der im Interbankengeschäft auf Euro-währungen (z. B. Eurodollar) Anwendung findet.

Life-to-Date:

Zeitspanne vom Kaufs-/Verkaufsdatum eines Produkts bis zum aktuellen Datum.

Limit Order:

Kauf- oder Verkaufauftrag zu einem bestimmten (oder besseren) Höchst- oder Niedrigstkurs oder zu einem bestimmten Zeitpunkt.

Limit Up:

Maximale täglich erlaubte Änderung eines Börsenkontraktes. In den USA wird dies durch die Commodity Futures Trading Commission festgelegt.

Limitsystem:

Handlungsanweisung (unterlegt mit einem Berechnungsmodell zur Risikomes-sung) zur Begrenzung von Risiken.

Liquefied Natural Gas (LNG):

Erdgas, das durch Abkühlung auf unter – 161 °Celsius verflüssigt wird, dabei sehr stark an Volumen verliert und sich in verflüssigter Form z. B. in Tankern transportieren und bis zur Regasifizierung speichern lässt.

Liquidation Value (Abrechnungswert):

Barwert des Kontos, wenn alle Positionen zum Abrechnungskurs liquidiert werden.

Glossar

Liquidität (Liquidity):

Zu unterscheiden sind die Marktliquidität und die finanzwirtschaftliche Liquidität eines Unternehmens. Ein Unternehmen ist finanzwirtschaftlich liquide, wenn es alle berechtigten Zahlungsverpflichtungen erfüllen kann. → Marktliquidität.

Liquiditätsrisiko:

Risiko, im Falle unzureichender Marktliquidität in einzelnen Produkten Geschäfte zur Steuerung von Positionen nicht oder nicht zu erwarteten Konditionen kontrahieren zu können (Liquiditätsrisiko des Marktes) bzw. aufgrund mangelnder eigener flüssiger Mittel Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen zu können (Liquiditätsrisiko bezüglich der Zahlungsströme).

LNG:

→ Liquefied Natural Gas.

Load Factor:

Verhältnis zwischen der durchschnittlichen täglichen Abnahme (oder Leitungs-durchsatz) und der maximalen täglichen Abnahme (oder Leitungs-durchsatz) von Erdgas, ausgedrückt als Prozentsatz.

Location Spread:

Preisdifferenz zwischen gleichen Gütern an unterschiedlichen Orten. Ein Beispiel: Differenz der Gaspreise am National Balancing Point und in St. Fergus.

Long Hedge:

Absicherung durch den Kauf eines Futures (Forwards).

Long-position:

Bezeichnung für eine Position eines Marktteilnehmers, Ware oder Wertpapier im Besitz des Inhabers.

Lookback Option:

Eine Lookback-Call (-Put)-Option gewährt dem Optionshalter das Recht, das Underlying zum niedrigsten (höchsten) Preis, der während der Optionslaufzeit erreicht wurde, zu kaufen (verkaufen).

Lorenz-Kurve:

grafische Darstellung zur Veranschaulichung des Ausmaßes an Verteilungsungleichheit.

LPX:

Leipzig Power Exchange, Vorgängerinstitut der European Energy Exchange.
→ EEX.

MAD Market Abuse Directive:

stellt die Rechtsgrundlage für Maßnahmen zur Verhinderung von Insiderhandel und Marktmanipulation auf EU-Finanzmärkten dar.

MaH:

Verlautbarung über Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute (veröffentlicht von der BaFin, mittlerweile überführt in die MaRisk).

Margin Call (Nachschussforderung):

Aufforderung an den Kunden zur Hinterlegung weiterer Mittel beim Broker (oder bei der Börse bzw. dem Clearinghaus), um nachteilige Kursbewegungen abzudecken.

Margin:

Sicherheit, die jeder Marktteilnehmer an Futuresbörsen bzw. beim Clearinghaus hinterlegen muss. Am Ende eines Börsentages werden diese Sicherheiten mit dem jeweiligen Abschlusskurs verrechnet. Dieser Prozess wird auch → Marking-to-Market (→ Mark-to-Market) bezeichnet. Der Marking-to-Market-Prozess gewährleistet, dass Gewinne und Verluste aus Futuresverträgen täglich verrechnet werden. Ein analoges Verfahren gilt für Short-Positionen bei börsengehandelten Optionen.

MaRisk:

Mindestanforderungen an das Risikomanagement, erstmals veröffentlicht durch Rundschreiben 18/2005 der BaFin vom 20.12.2005. Die aktuelle Fassung gemäß Rundschreiben 15/2009 (BA) vom 14.08.2009, das das Rundschreiben 5/2007 (BA) vom 30.10.2007 mit den infolge der MiFID und der Integration der Auslagerungsanforderungen erforderlichen Anpassungen ablöste, enthält Änderungen hinsichtlich der Einbindung der Aufsichtsorgane, zur Risikokonzentration, zum Risikomanagement auf Gruppenebene sowie zu den Vergütungssystemen. Dem Konsultationspapier 02/2016 www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2016/kon_0216_marisk-novelle_2016.html (01.02.2017) folgte das BaFin, Rundschreiben 9/2017 vom 27.10.2017 (Gz.: BA 54-FR 2210-2017/0002) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement. Am 26.10.2020 legte das BaFin eine neue Konsultation vor (Konsultation 14/2020 – Mindestanforderungen an das Risikomanagement). Die Überarbeitung ist zuvorderst auf Änderungen der internationalen Regelsetzung zurückzuführen.

Glossar

Market Coupling:

Kopplung benachbarter Spotmärkte durch integrierte Bewirtschaftung der Übertragungskapazitäten mit den Spotmärkten beiderseits des Übertragungsengpasses durch eine Kooperation zwischen beteiligten Übertragungsnetzbetreibern und Spotbörsen. Die an beiden Märkten aktiven Händler müssen damit die Durchleitungsrechte zwischen den beiden Spotmärkten nicht mehr separat handeln.

Market Maker:

Nach Art.4 I Nr.6 der MiFID ist ein Market Maker eine Person, die an den Finanzmärkten auf kontinuierlicher Basis ihre Bereitschaft anzeigt, durch den An- und Verkauf von Finanzinstrumenten unter Einsatz des eigenen Kapitals Handel für eigene Rechnung zu von ihr gestellten Kursen zu betreiben. (Beispiel: Der Market Maker bietet jederzeit für eine bestimmte Option einen Bid und einen Ask an, wobei der Wert des Ask höher ist als der des Bid, weiß jedoch in dem Moment, in dem er Bid und Ask nennt, nicht, ob der Gegenüber die Option kaufen oder verkaufen möchte. Die Differenz zwischen Bid und Ask bezeichnet man als Bid-Ask-Spread und bildet die Grundlage für die Gewinne des Market Maker.).

Market Order:

Order, die sofort zum bestmöglichen Preis ausgeführt werden muss.

Market-if-touched Order (MIT, Board Order):

Order, die zum bestmöglichen Preis ausgeführt wird, sobald der Marktpreis eine bestimmte Höhe erreicht. In diesem Moment wird die MIT automatisch zur Market Order.

Market-not-held-Order:

→ Discretionary Order.

Marking-to-Market:

→ Margin.

Marktgebietsverantwortlicher:

Der für das Management des Marktgebiets verantwortliche Fernleitungsnetzbetreiber, bei mehreren innerhalb eines Marktgebiets zusammenarbeitenden Fernleitungsnetzbetreibern.

Marktliquidität:

Verfügbarkeit eines Produktes am Markt (in ausreichender Menge). Bei geringer Liquidität kann ein Produkt u. U. nicht oder nur mit erheblichem Preisab- oder -aufschlag verkauft oder beschafft werden (→ Liquiditätsrisiko).

Mark-to-Market:

(auch Marking-to Market) Ermittlung des aktuellen Marktwertes eines Produkts oder Portfolios anhand der aktuellen Marktpreise.

Mark-to-Model:

Ermittlung des aktuellen Marktwertes eines Produktes auf der Basis eines mathematischen Modells.

Marktpreiskurve:

Kurve der stündlichen Strommarktpreise, die aus der Forwardkurve, in der Regel mittels eines statistischen Modells, erzeugt wird.

Marktpreisrisiko (Price Risk):

Risiko, das aus der Veränderung von Marktpreisen resultiert (Unterkategorie des Marktrisikos).

Marktrisiko:

Risiko, das aus der Veränderung von Marktfaktoren resultiert, z. B. der Veränderung von Marktpreisen, Volatilitäten, Zinskurven, Wechselkursen.

Matching:

Zusammenführen von zwei ausführungsfähigen Aufträgen im fortlaufenden Handel der Börse.

Mengenrisiko:

(auch → Volumenrisiko) Risiko, das durch Ungenauigkeiten der Verbrauchsprognose entsteht. Hierdurch werden kurzfristig Käufe oder Verkäufe von Strom zu vorher unbekannten Preisen notwendig. Tritt auch auf, falls Standardprodukte das benötigte Profil nicht genau abdecken können, auch hierdurch werden kurzfristige Käufe bzw. Verkäufe von Strom zu ungewissen Preisen notwendig.

Merchant Power Plant (MPP):

Kraftwerk ohne langfristigen Stromverkaufsvertrag.

MGL:

Markt-Geschäftsleitung (Bezeichnung für das für die Handelsgeschäfte zuständige Mitglied der Geschäftsleitung).

Mid:

Mittelwert aus → Bid und → Ask.

Glossar

Middle-Office:

nicht einheitlich definiert, jedoch typischerweise Einheit, die für Funktionen wie „Unterstützung des Back-Offices“, „Unterstützung des Risikocontrollings“, „Marktanalyse“, „IT“, „Risikomodellierung“ oder die Strukturierung von Transaktionen verantwortlich ist.

MiFID Market in Financial Instruments Directive:

regelt und harmonisiert EU-weit die Bedingungen für den Wertpapierhandel und definiert implizit, welche Akteure und Finanzinstrumente von den übrigen Regularien (CRD, EMIR, MAD) betroffen sind.

Minutenreserve:

Systemdienstleistungsprodukt, das dem Übertragungsnetzbetreiber eine Aktivierung von Leistung innerhalb weniger Minuten ermöglicht (tertiäre Regelung).

Missing Money Phenomenon:

Phänomen, dass sich in liberalisierten Energiemarkten Deckungsbeiträge zur vollen Abdeckung der Fixkosten der Förderung/Erzeugung nur sehr schwierig oder gar nicht in ausreichender Höhe erwirtschaften lassen.

Modellrisiko (Model Risk):

Risiko, das besteht, wenn zur Bewertung insbesondere komplexer Derivate mit unter Umständen geringer Marktliquidität Modelle eingesetzt werden, die inadäquat oder fehlerhaft sind.

Monte-Carlo-Simulation:

Simulationstechnik, bei der ein Portfolio für eine große Anzahl synthetisch erzeugter Marktparameter, die einer vorgegebenen Verteilung folgen, durchsimuliert wird und dadurch eine Verteilung der Portfolioergebnisse erzeugt wird.

MPP:

→ Merchant Power Plant.

MTF Multilateral Trading Facility:

von einem Finanzdienstleister eingerichtetes, börsähnliches Netzwerk, das eine Vielzahl von Anbietern und Nachfragern auf dem Finanzmarkt nach bestimmten Regeln zusammenführt.

Multiple Commodity Option:

Option, bei der der Auszahlungsbetrag vom Preis mehrerer Underlyings abhängt.

MW:

Megawatt, Leistungseinheit.

MWh:

Megawattstunde, entspricht 1000 Kilowattstunden, gebräuchlichste Handels-
einheit für Strom.

Nachfragekurve:

Kurve der gesamten Nachfrage eines Markts oder Marktplatzes in Reihenfolge
absteigender Preise.

National Balancing Point (NBP):

fiktiver Punkt im britischen Erdgas-Hochdrucktransportsystem, durch den das
Gas nominell fließt und an dem Gas gehandelt wird.

NCG:

Net Connect Germany.

Negotiated Third Party Access:

→ Verhandelter Netzzugang.

Net Connect Germany (NCG):

Gasmarktgebiet in Deutschland.

Net position (Nettoposition):

Differenz zwischen allen offenen Long- und Short-Positionen für einen
bestimmten Kontrakt in einem bestimmten Zeitraum.

Nettingvereinbarung (Netting Arrangement):

Vereinbarung, die in bestimmten Fällen der Nichterfüllung eines Vertrages
durch eine Partei – insbesondere in der Insolvenz – darauf abzielt, alle unter
einem Rahmenvertrag zusammengefassten Einzeltransaktionen zwischen den
beiden Parteien zu beenden, einem Marking-to-Market zu unterziehen und
dann zu einem Nettobetrag zu verrechnen. Bei Vereinbarungen zur Verrech-
nung von Nettobeträgen aus mehreren Rahmenverträgen spricht man von
Master-Nettingvereinbarungen (Master-Netting Agreements).

Netto-Position:

resultierende Position bei der Summierung aller Positionen eines Portfolios.
→ Position, → Open Interest, → Open position.

Glossar

Netzentgelte:

Entgelte, die Netznutzer für die Nutzung des Netzes bezahlen müssen. In Deutschland müssen nur die Energie entnehmenden Netznutzer Netzentgelte entrichten.

Nordpool:

Skandinavische Strombörse, Oslo.

NTPA:

→ Verhandelter Netzzugang.

Offer (Ask):

Verkaufsangebot.

Offset (Glattstellen):

Liquidierung einer Position.

Offsetting Order:

Order, einen Optionsvertrag glattzustellen.

One Cancels Other (OCO):

Wenn durch die Ausführung eines Auftrags automatisch ein zweiter oder alternativer Auftrag gestrichen wird.

OP:

Operating Profit.

Open Access:

Konzept des Netzzugangs zu nicht diskriminierenden, vertraglich vereinbarten oder regulierten Bedingungen, die für alle Nutzer gelten.

Open Interest:

Summe aller Long- (oder Short-)Positionen in einem Futuresvertrag, → Netto-Position, → Open position, → Position.

Open Order (Good-till-cancelled Order):

Order, die bis zur Ausübung oder bis zum Ende des Handels des jeweiligen Futuresvertrages gültig bleibt.

Open position (Offene Positionen):

Geschäfte, die durch einen Gegenauftrag noch nicht abgerechnet (glattgestellt) wurden.

Operationelles Risiko (Operational Risk, Operationales Risiko):

Gefahr von Verlusten, die in Folge der Unangemessenheit oder des Versagens von internen Verfahren, Menschen und Systemen oder in Folge externer Ereignisse eintreten.

Option:

das Recht, zu einem oder bis zu einem bestimmten Termin (Verfallsdatum, Expiration Date, Exercise Date, Strike Date) eine exakt spezifizierte Menge eines definierten Gutes (Underlying, Basisinstrument, Basiswert) zu einem vorab vereinbarten Preis (Basispreis, Ausübungspreis, Bezugspreis, Exercise Preis, Strike Preis) zu kaufen (Call-Option, Kaufoption) oder zu verkaufen (Put-Option, Verkaufsoption). Für die Einräumung dieses Rechtes zahlt der Optionsinhaber beim Erwerb der Option an den Stillhalter der Option eine Optionsprämie (Optionspreis). Der Stillhalter einer Call-(Put-)Option hat die Pflicht, das Underlying zu verkaufen (kaufen), sofern der Optionsinhaber dies wünscht. Europäische Optionen können nur am Exercise Date ausgeübt werden, amerikanische Optionen können hingegen während der gesamten Restlaufzeit (Exercise Period) ausgeübt werden. Die meisten börsengängigen Optionen sind amerikanischen Typs.

Optionsprämie (Option Premium):

Die Optionsprämie bezeichnet den Preis einer Option. Sie entspricht der Summe aus Innerem Wert und Zeitwert der Option.

Order:

Handelsauftrag.

Organisationsrisiko (Organizational Risk):

Verlustrisiko aufgrund ablauf- oder aufbauorganisatorischer Fehler. Insbesondere mangelnde Überwachung der Tradingfunktion im Front-Office durch das Back-Office kann zu Verlusten führen.

OTC:

→ Over-the-counter.

Out-of-the-Money (Aus dem Geld):

Eine „out-of-the-Money“ Option würde bei sofortiger Ausübung (theoretisch) zu einem negativen Auszahlungsbetrag führen. Bei einer Call-Option: wenn der Ausübungskurs über dem zugrunde liegenden Kontraktkurs liegt. Bei einer Put-Option: wenn der Ausübungskurs unter dem zugrunde liegenden Kontraktkurs liegt.

Glossar

Over-the-Counter (OTC):

Bilaterales, außerbörsliches Geschäft. Im Gegensatz zu börsengehandelten Produkten können OTC-Produkte nicht nur Standardprodukte sein sondern auch beliebige maßgeschneiderte Strukturen beinhalten, die von Zwischenhändlern wie Banken oder großen Energieunternehmen angeboten werden. Die Geschäfte können, je nach Parteivereinbarung, physisch oder finanziell abgewickelt werden (Settlement). Die marktgängigsten Produkte bei den finanziell abgewickelten Geschäften sind Swaps, Caps, Collars und Floors.

Ownership Unbundling:

Vollständige eigentumsrechtliche Entflechtung von Netz- und Wettbewerbsbereich eines zuvor integrierten Unternehmens.

PaR:

→ Profit-at-Risk.

Peak:

Produktspezifikation für Stromgroßhandelsprodukte mit einer Lieferung von 8 bis 20 h.

Peak-Load-Pricing:

Bildung von Preisspitzen in Zeiten knapper Erzeugungskapazitäten.

Perfect Hedge:

Hedgingtransaktion, bei der Risiken komplett ausgeschaltet werden. Sehr selten.

Personelles Risiko (Personal Risk):

Risiko, dass ungeeignete Personen im Derivatehandel eingesetzt werden.

Pfadabhängige Optionen (Path-Dependent Options):

Optionen, deren Auszahlungsbetrag von der historischen Preisentwicklung des Underlyings abhängt.

Plain-Vanilla-Swap:

Swaptransaktion, bei der keine Besonderheiten vereinbar sind, z. B. klassischer Fixed-for-Floating → Swap.

Portfolio:

Zusammenfassung mehrerer Vermögenspositionen.

Portfoliomanagement:

die Verwaltung eines Portfolios, d.h. eines Bestandes an Investitionen (weit gefasst, als Vermögenspositionen), im Sinne der mit dem Investor vereinbarten Anlagekriterien, insbesondere durch Käufe und Verkäufe mit Blick auf die erwarteten Marktentwicklungen. Im Aufsichtsrecht definiert § 1 I a 2 Nr. 3 KWG die erlaubnispflichtige Finanzportfolioverwaltung als „Verwaltung einzelner in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum“, d.h. der Portfolioverwalter tritt im Rahmen seiner ihm eingeräumten Vollmacht im Namen des Kunden auf und handelt in dessen Namen im Rahmen der ihm eingeräumten Entscheidungsspielräume. Eine rein beratende Tätigkeit hingegen ohne die Möglichkeit der Einflussnahme auf die konkrete Anlageentscheidung ist als bloße Anlageberatung, nicht hingegen als Finanzportfolioverwaltung zu qualifizieren.

Portfoliotheorie:

von *Harry M. Markowitz* aufgestellte Theorie, die Ertrag und Risiko von Portfolios beschreibt.

Position:

Produkt, das gekauft oder verkauft bzw. erzeugt oder verbraucht wird, z.B. gekaufter Strom-Future für das Kalenderjahr 2007 Base, ermittelte Kraftwerkproduktion für den Januar 2006 oder verkaufter Vollstromvertrag für das aktuelle Kalenderjahr.

Position Limits:

maximale Anzahl von Kontrakten, die ein Spekulant auf einer Marktseite halten darf. Als Marktseiten gelten hierbei Short Calls und Long Puts einerseits sowie Long Calls und Short Puts andererseits.

Positionshandel:

→ Eigengeschäft.

Powernext:

Französische Strombörsen, Paris.

Preisrisiko:

→ Marktpreisrisiko.

Premium (Prämie):

der vom Käufer für den Erwerb einer Option bezahlte Preis.

Glossar

Primärregelleistung:

Systemdienstleistungsprodukt, das zur primären Regelung eines Übertragungsnetzbetreibers eingesetzt wird.

Produktrisiko (Product Risk):

Risiko, das daraus resultiert, dass ein Unternehmen Produkte verwendet, deren Wirkungsweise es nicht vollständig verstanden hat.

Profit-at-Risk (PaR):

Sie stellt hinsichtlich des zu betrachtenden Portfolios eine Erweiterung der Value-at-Risk Methode dar, die im Wesentlichen nur Handelsportfolios untersucht. Beim PaR wird angenommen, dass die offenen Positionen in die Erfüllung (Belieferung) gehen, anstatt finanziell ausgeglichen zu werden. Daher werden die volatileren Spotpreise berücksichtigt. Dies führt zu einem realistischeren Ansatz bei der Positionsbewertung für die Bedarfsdeckung.

Proprietary Trading (kurz Prop-Trading):

→ Eigengeschäft.

Put (Verkaufsoption):

Bezeichnung für eine Option, die dem Käufer das Recht einräumt, eine (Verkaufs-)Position im Rahmen des zugrunde liegenden Kontrakts zum Ausübungs-kurs bis zum Fälligkeitstag der Option zu veräußern. Der Verkäufer der → Option verpflichtet sich, zum Ausübungs-kurs zu erwerben. → Option.

Quality Spreads:

Preisdifferenz zwischen verschiedenen Qualitäten eines Energieträgers (z.B. verschiedene Heizölsorten (Schwefelgehalt)).

Quantifizierung:

Alle Risiken sind monetär/in Zahlen darzustellen, um diese aggregieren zu können und einer Maßnahmenabschätzung zugänglich zu machen.

RAPM:

Risk Adjusted Performance Measure.

RAROC:

Risk Adjusted Return on Capital.

RARORAC:

Risk Adjusted Return on Risk Adjusted Capital.

Rating:

Prozess zur Beurteilung der Kreditwürdigkeit von Geschäftspartnern.

Rechtliches Risiko (Legal Risk):

Risiko, dass Ansprüche aus einem Vertrag mit positivem Marktwert nicht durchgesetzt werden können.

Regelenergie:

Von der Ausgleichsenergie zu unterscheiden ist die Regelenergie. Es ist die Energie, die zur Frequenz-Leistungsregelung der Regelzone eingesetzt wird. Aufgrund des Einsatzes und der Kosten der Regelenergie entstehen die Preise für die Ausgleichsenergie.

REMIT Regulation an Energy Market Integrity and Transparency:

stellt Regeln gegen Insiderhandel und Marktmanipulationen auf den Energiegroßhandelsmärkten, sowie für das Reporting von Handelsdaten auf.

Reservevertrag:

Vertrag über die Lieferung von Reserveenergie (beim Ausfall eines Kraftwerkes).

Resistance (Widerstand):

maximaler Preis für eine Ware oder einen Kurs, der entsprechend den technischen Analysen erwartet wird. Dieser Preis wird als Indikator angegeben und kann nicht garantiert werden.

Restlaufzeit einer Option:

Zeitraum vom Betrachtungszeitpunkt bis zum Expiration Date der Option.

Rheinschiene:

bei Ölnotierungen Mittelwert der Marktorte Düsseldorf, Frankfurt und Mannheim/Ludwigshafen.

Rho:

Parameter, der die Veränderung der Optionsprämie bei sich änderndem risikofreien Zinssatz beschreibt.

Risikoausschüsse:

Gremien zur Entscheidungsfindung und um das Risikobewusstsein sowie die Risikokommunikation zu verbessern und zu stärken. Die in den Risikoausschüssen gefällten Entscheidungen können Einzelfallentscheidungen über spezielle Geschäfte oder strukturelle Entscheidungen sein. Die Mitglieder des Gremiums müssen die erforderlichen Qualifikationsfelder abdecken.

Glossar

Risikocontrolling:

Unterkategorie zu Risikomanagement, fokussiert auf Markt- und Adressenausfallrisiken. Starke Bedeutung von Quantifizierung und Überwachung.

Risikokategorien:

„Beispielsweise kann eine Risikokategorisierung in (1) Umfeldrisiken und Branchenrisiken, (2) unternehmensstrategische Risiken, (3) leistungswirtschaftliche Risiken, (4) Personalrisiken, (5) informationstechnische Risiken, (6) finanzwirtschaftliche Risiken und (7) sonstige Risiken erfolgen“. Nach DRSC, Deutscher Rechnungslegungsstandard Nr. 5, Berlin 2001, Abs. 17. Siehe auch DRSC, Deutscher Rechnungslegungs Standard Nr. 20, Berlin 2012.

Risikokonsolidierung/-aggregation:

Prozessschritt des Risikomanagementprozesses (→ dort); Erstellung einer Übersicht zur Gesamtrisikolage des Unternehmens/des Konzerns, dabei Berücksichtigung von risikokumulierenden und ausgleichenden Effekten zwischen den einzelnen Risiken; übergreifende Risikokennzahlen ermitteln.

Risikolimit:

Größe (i. d. R. finanzielle) zur Begrenzung von Risiken.

Risikomanagement, holistisches:

das Ganze betreffendes Risikomanagement, es werden sämtliche Risikokategorien berücksichtigt. Verwandt: Enterprisewide Risk Management (EWR).

Risikomanagement:

„Risikomanagement ist ein nachvollziehbares, alle Unternehmensaktivitäten umfassendes System, das auf Basis einer definierten Risikostrategie ein systematisches und permanentes Vorgehen mit folgenden Elementen umfasst: Identifikation, Analyse, Bewertung, Steuerung, Dokumentation und Kommunikation von Risiken sowie die Überwachung dieser Aktivitäten. Risikomanagement muss integraler Bestandteil der Geschäftsprozesse sowie der Planungs- und Kontrollprozesse sein.“ (Deutscher Rechnungslegungs- Standard Nr. 5). In Teilen der angelsächsischen Diskussion werden als Risikomanagement auch alle Aktivitäten bezeichnet, bei denen Portfolien bewirtschaftet werden, ungeachtet, ob diese risikoreduzierend oder -erhöhend sind. Im Sprachgebrauch von Stromhändlern in Deutschland ist diese Sichtweise verbreitet, auch um den potentiell risikoreduzierenden Aspekt des Portfoliomanagements stärker zu betonen.

Risikomanagementprozess:

Risikoidentifikation, -analyse, -bewertung, Risikokonsolidierung/-aggregation, Risikoüberwachung/Berichterstattung, Dokumentation.

Risk Metrics:

von *J.P. Morgan* veröffentlichte, bekannteste analytische Methode zur Berechnung von → Value at Risk (VaR).

Rolling the hedge forward:

überschreitet die Fristigkeit der offenen physischen Position die Fristigkeit des am weitesten in die Zukunft existierenden und liquiden, zum Hedging benötigten Futuresvertrages, besteht die Möglichkeit des „Rolling the hedge forward“. Hierbei wird zunächst ein kurzlaufender Futuresvertrag abgeschlossen, der kurz vor Fälligkeit glattgestellt und durch einen weiteren Futuresvertrag ersetzt wird. Diesen Prozess wiederholt man so lange, bis die Fristigkeit der physischen Position erreicht ist. Das Risiko dieser Strategie besteht darin, dass die Korrelation der Futurespreise und der Spotpreise zu niedrig ist.

Rollover (Anschlussgeschäft):

Übertragung einer Position von einem Lieferdatum auf ein anderes durch Glättstellung der ersten Position und Erteilung eines Ersatzauftrags für ein anderes Lieferdatum.

RORAC:

Return on Risk Adjusted Capital.

RTPA:

→ Geregelter Netzzugang.

Sarbanes-Oxley Act of 2002:

US-amerikanisches Gesetz zur Verbesserung der Unternehmensberichterstattung. Folge der Bilanzskandale von Unternehmen wie Enron oder Worldcom. Das Gesetz gilt für inländische und ausländische Unternehmen, die an US-Börsen wie der NASDAQ gelistet sind. Im Rahmen der Section 404 des Sarbanes-Oxley Acts müssen Unternehmensprozesse beschrieben, definiert und Kontrollverfahren festgelegt werden, die das Risiko eines falschen Bilanzausweises minimieren sollen.

Sekundärregelleistung:

Systemdienstleistungsprodukt, das zur sekundären Regelung eines Übertragungsnetzbetreibers eingesetzt wird.

Settlement:

Abwicklung abgeschlossener Geschäfte. Bei physisch abgewickelten Geschäften (physical settlement) besteht die Erfüllung in der Lieferung von Waren. Bei finanziell abgewickelten Geschäften (financial settlement oder cash settlement) besteht die Erfüllung in der Zahlung eines Geldbetrages.

Glossar

Settlement Preis (Abrechnungskurs):

offizieller Preis, der am Ende eines Handelstages von der Börse ermittelt wird; wird zur Berechnung der täglichen Gewinne oder Verluste einer offenen Position herangezogen, dient also als Grundlage für Marking-to-Market.

Short:

Bezeichnung einer Position des Verkäufers, z. B. ein Futuresvertrag oder eine Call- oder Put-Option.

Short Hedge:

Absicherung durch den Verkauf eines Futures (Forwards).

Short Selling:

Verkauf von Papieren oder Gütern, die man zum Zeitpunkt des Verkaufs noch nicht besitzt.

Single Agreement Konzept (Einheitsvertragskonzept):

rechtliche Fiktion der Verknüpfung von Transaktionen unter einem Rahmenvertrag, die insbesondere im Insolvenzfall einer Vertragspartei dazu führen soll, dass alle Transaktionen und der Rahmenvertrag zu einer Einheit verbunden bleiben und nicht vom Insolvenzverwalter im Rahmen seines Wahlrechts in weiter zu erfüllende und beendete Geschäfte getrennt werden können (Ausschluss des sogenannten „Cherry Picking“).

Slippage:

Differenz zwischen dem Preis eines Gutes zum Zeitpunkt der Entscheidung zum Kauf (Verkauf) des Gutes und zum Zeitpunkt der Ausführung des Auftrages.

Spark Spread:

Preisdifferenz zwischen Strom einerseits und dem Inputgut eines Kraftwerks (z. B. Erdgas) andererseits.

Speculation (Spekulation):

Versuch, von den Kursänderungen durch Kauf und Verkauf von Kontrakten zu profitieren. Der Spekulant besitzt nicht die physikalischen Waren und beabsichtigt nicht, die Lieferung in Empfang zu nehmen.

Speed:

Parameter, der die Veränderung Gammas bei sich änderndem Preis des Underlyings beschreibt.

Spotmarkt (Kassamarkt):

Markt, an dem Commodities mit sofortiger bzw. kurzfristiger (beim Strom-Day-ahead-Markt bis zu wenigen Tagen) Lieferung gehandelt werden.

Spread Optionen:

Optionen, die auf der Preisdifferenz zweier oder mehrerer Güter basieren.

Spread Trading:

Übernahme von Positionen in unterschiedlichen, aber häufig ähnlichen Kontrakten (z. B. Gold/Silber) oder mit unterschiedlichen Liefermonaten, um Preisänderungen und/oder Preisunterschiede auszunutzen.

Standardabweichung (Standard Deviation):

Quadratwurzel der Varianz.

Steuerrisiko (Tax Risk):

Risiko, das aus der mangelhaften Berücksichtigung von Steuern bei der Bewertung von Derivaten entsteht.

Stillhalter (Writer):

Der Stillhalter einer Call-(Put-)Option verpflichtet sich gegen Erhalt der Optionsprämie, das Underlying zum Exercise Preis zu verkaufen (kaufen).

Stochastik:

Teilgebiet der Statistik, das sich mit der Analyse zufallsabhängiger Ereignisse und deren Wert für statistische Untersuchungen befasst.

Stochastische Simulation:

Methode zur Berechnung von VaR, die auf Monte-Carlo-Simulationen beruht.

Stop-Loss-Limit:

Limit zur Begrenzung eines kumulierten Verlustes aus einer Position, einem Portfolio (Operatives Stop-Loss-Limit) oder einer Gesellschaft (Strategisches Stop-Loss-Limit).

Stop Order (Limitierter Kaufauftrag):

Erteilung eines Auftrags zur Begrenzung von Verlusten. Dieser Auftrag wird ausgeführt, sobald ein bestimmtes Kursniveau erreicht ist.

Glossar

Stresstest (Stress Testing):

Verfahren zur Analyse des Wertes eines Unternehmens, Portfolios oder Produktes unter außergewöhnlichen negativen Rahmenbedingungen. Die wertbeeinflussenden Parameter werden dabei verändert, der sich dann ergebende Wert ermittelt und mit dem aktuellen Wert verglichen.

Strike Date:

→ Expiration Date.

Strike Preis (Ausübungskurs):

bestimmter Preis, zu dem ein Optionskontrakt ausgeübt werden kann. → Exercise Preis.

Strukturierte Produkte (Structured Products):

Produkte mit komplexen Vertragsstrukturen.

Support (Unterstützung):

minimaler Preis für eine Ware oder Kurs, der entsprechend den technischen Analysen erwartet wird. Dieser Preis wird als Indikator angegeben und kann nicht garantiert werden.

Swap:

Transaktion, bei der ein Preis für einen bestimmten Zeitraum in einen anderen Preis umgewandelt wird. Es handelt sich hierbei um eine reine Finanztransaktion, bei der keine physische Lieferung erfolgt. Im Vertrag müssen Laufzeit, zugrundeliegende Menge und Preise exakt spezifiziert sein. Preisdifferenzen werden – in bar – für vorher vereinbarte Perioden monatlich, je Quartal oder halbjährlich ausgeglichen. Beim klassischen Fixed-for-Floating Swap (auch Plain Vanilla genannt) wird ein variabler Preis in einen Fixpreis umgewandelt. Daneben existieren Floating-for-Floating Swaps, bei denen ein variabler Preis durch einen anderen variablen Preis ersetzt wird.

Swaption:

Option, einen Swap zu einem bestimmten Termin zu kaufen (Call-Swaption) oder zu verkaufen (Put-Swaption).

SWEP:

Swiss Electricity Price Index.

Systemdienstleistungen:

Produkte, die Übertragungs- oder Ferngasleitungsnetzbetreiber beziehen, um das System stabil zu halten.

Systemrisiko (System Risk):

Risiko, das aufgrund unzureichender Ausstattung der Hard- und Software entsteht.

Szenariomethoden:

Methode zur Messung von extremem Marktrisiko.

Tax Risk:

→ Steuerrisiko.

Technikrisiko:

→ Systemrisiko.

Theta:

Parameter, der die Veränderung der Optionsprämie bei kürzer werdender Laufzeit beschreibt.

Third Party Access:

beschreibt die Netzzugangsrechte von „dritten Parteien“. Der Begriff wird meist als Synonym von Open Access verwendet.

Time Spreads:

→ Calendar Spreads.

Time Value:

→ Zeitwert.

Time-of-day Order:

Order, bei der eine bestimmte Tageszeit, zu der die Order ausgeführt werden soll, spezifiziert wird.

Titel Transfer Facility:

Gasmarktgebiet in den Niederlanden.

TPA:

→ Third Party Access.

Trading Book:

→ Book.

Glossar

TR Trade Repository:

sammelt, verwaltet und veröffentlicht Daten über den Handel mit OTC-Derivaten.

TTF:

Titel Transfer Facility.

TWh:

Terrawattstunden, entspricht 1000 Gigawattstunden, bzw. 1 Mio. Megawattstunden bzw. 1 Mrd. Kilowattstunden.

Übertragungsnetzbetreiber (ÜNB):

Netzbetreiber eines Stromübertragungsnetzes auf Höchstspannungsebene.

ÜGL:

Überwachungs-Geschäftsleitung (Bezeichnung für das für die Überwachung, Kontrolle und ggf. das Risikocontrolling zuständige Mitglied der Geschäftsleitung).

ÜNB:

Übertragungsnetzbetreiber.

Unbundling:

Trennung zwischen Erzeugung und Netz (§ 6 EnWG). Es wird zwischen buchhalterischer (§ 10 EnWG), gesellschaftsrechtlicher (§ 7 EnWG) und operativer (§ 8 EnWG) Entflechtung unterschieden.

Underlying (Basisinstrument, Basisgut, Basiswert):

Zugrundeliegendes Gut, auf das sich ein Options-, Forward- oder Futuresvertrag bezieht.

Valuation Risk:

→ Bewertungsrisiko.

Value Date (Wertstellung):

Liefertag beim Devisenhandel (Forex).

Value-at-Risk (VaR):

Verfahren zur Messung des Marktrisikos für einen festgelegten Zeitraum und mit einem bestimmten Grad an Gewissheit. Die drei wichtigsten Verfahren sind: Analytische Methode, Historische Simulation sowie Stochastische Simulation.

VaR:

→ Value-at-Risk.

Value of Lost Load (VOLL):

Zahlungsbereitschaft der Nachfrager einen Versorgungsengpass zu vermeiden.

Varianz:

durchschnittliche quadratische Abweichung einzelner Messwerte von ihrem Mittelwert.

Varianz-Kovarianz-Methode:

→ Analytische (VaR-)Methoden.

Variation Margin (Variabler Einschuss):

tägliche Gewinne oder Verluste von offenen Positionen, ermittelt am Ende jeder Börsensitzung gegenüber dem Ausübungskurs.

Vega (Kappa, Lambda):

Parameter, der die Veränderung der Optionsprämie bei sich ändernder Volatilität beschreibt.

Verfallsdatum:

→ Expiration Date.

Verhandelter Netzzugang (NTPA, Negotiated Third Party Access):

Form des Netzzugangs auf Basis bilateraler Verhandlungen. Eingeschränkte Form von Third Party Access, ohne Gewährleistung von Transparenz oder Gleichbehandlung.

Verkaufsoption (Put):

→ Put → Option.

Verteilnetzbetreiber (VNB):

Netzbetreiber eines Strom- oder Gasverteilnetzes.

Virtueller Handelpunkt:

Lieferort der dadurch entsteht, dass ein gewisses Liefergebiet definiert wird (z. B. durch ein Exit-Entry-Modell definiertes Marktgebiet).

VNB:

Verteilnetzbetreiber.

Glossar

Volatilität (Volatility):

Maß für die Schwankungsbreite des Preises des Underlyings. Die implizite Volatilität ist diejenige Volatilität, welche durch Einsetzen in ein Optionsbewertungsmodell (z.B. Black-Scholes-Modell) zu einem Preis führt, der am Optionsmarkt beobachtbar ist. Die Volatilität ist die am schwierigsten zu ermittelnde Inputgröße von Optionsbewertungsmodellen, da prinzipiell nur historische Volatilitäten bekannt sind, für die Modelle jedoch zukünftige Volatilitäten relevant sind.

Volatility Smile:

häufig zu beobachtender Effekt, dass implizite Volatilitäten ansteigen, je weiter man sich bei gleichem Verfallsdatum und gleichem Preis des Underlyings vom at-the-Money-Bereich entfernt.

Vollversorgung:

Versorgung des Bedarfs eines Kunden (inklusive dessen Volumenschwankungen und Bilanzausgleichsenergie).

Volume (Volumen):

Anzahl der Geschäfte innerhalb eines bestimmten Zeitraums im Rahmen eines bestimmten Terminkontrakts.

Volumenrisiko:

Risiko der Mehr- oder Minderabnahme bzw. -erzeugung im Vergleich zur Prognose.

Warehousing:

Aufnahme von offenen Positionen in die → Books, die erst zu einem späteren Zeitpunkt abgesichert oder glattgestellt werden.

Wiedereindeckungsrisiko:

Risiko, dass wegen des Ausfalls eines Vertragspartners, die vereinbarte Lieferung zu ungünstigeren Konditionen beschafft werden muss. Bestandteil des → Kreditrisikos.

Wiedervermarktungsrisiko:

Risiko, dass wegen des Ausfalls eines Vertragspartners die vereinbarte Lieferung zu ungünstigeren Konditionen vermarktet werden muss. Bestandteil des → Kreditrisikos.

Writer:

→ Stillhalter.

Year-to-Date:

Zeitspanne vom Beginn des aktuellen Geschäftsjahres bis zum aktuellen Datum.

Zahlungsrisiko:

Risiko, dass ein Vertragspartner seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommt. Bestandteil des → Kreditrisikos.

Zeitwert (Time Value):

Wertanteil einer Option, der sich aus der Möglichkeit ergibt, dass eine Option aufgrund günstiger Preisentwicklungen des Underlyings an Wert zunimmt. Mit abnehmender Restlaufzeit nimmt der Zeitwert ab.

Zero Cost Collar:

Collar, bei dem sich die Prämien für den unterliegenden Cap und Floor zu 0 addieren.

Stichwortverzeichnis

Die Zahlen verweisen auf die Randnummern.

Symbolle

§ 25a I KWG III/B, [228a](#), [229a](#)

A

Abberufung der Vorstandsmitglieder III/B, [279](#)

Abgrenzung I/B, [199](#)

Ablauforganisation III/A, [87](#)

Abrechnungspreis II/A, [96](#)

abschaltbare Verträge I/A, [20](#)

Abschluss von Rahmenverträgen I/B, [223](#)

Abschlussprüfer III/B, [275](#), [282](#)

Abschlussprüfung III/B, [276](#)

Abschlussvermittlung IV, [69](#)

Abschlusszahlung I/B, [524](#)

Absicherung II/A, [62](#)

Absicherungsstrategie I/A, [45](#)

Absicherungssystem II/A, [103](#)

Abweichung vom Plan III/A, [13](#), [24](#)

ACER I/A, [170](#)

adäquate Organisationsform III/A, [35](#)

Ad-Hoc-Meldung III/A, [48f.](#)

Adressenausfallrisiko III/A, [174f.](#); III/B, [263](#)

- Zeitverlauf III/A, [176](#)

AGB-Kontrolle von Rahmenverträgen I/B, [326](#)

Agentur für die Zusammenarbeit der Energieregulierungsbehörden (ACER) I/A, [88](#)

Allokation von Risikokapital III/A, [195](#)

Anfechtbarkeit I/B, [567](#)

Anfechtung II/B, [296](#)

Angebot I/A, [7](#)

- Angebotskurve I/A, [9](#)

Angebotsfunktion I/A, [15](#)

Angebotskurve I/A, [137](#), [142](#), [146](#)

- aggregierte II/A, [56](#)

Anlageberatung IV, [75ff.](#)

Anlagevermittlung IV, [65ff.](#)

Anlageverwaltung IV, [70](#)

Anpassungsvereinbarung I/B, [236](#)

Anreizsystem III/A, [86](#), [203](#)

Arbeitsteilung I/A, [3](#)

Arbeitszufriedenheit III/A, [67](#)

Arbitrage II/A, [62](#)

Aufbau I/B, [220](#)

Aufbauorganisation III/A, [79](#)

Aufsichtsrat III/B, [208](#), [210](#), [275](#)

Auftragsart II/A, [48](#)

Aufzeichnung von Telefongesprächen I/B, [383](#)

Auktionator II/A, [36](#)

Ausfallschäden II/B, [227a](#)

Auskunftsrecht II/B, [315](#)

Ausschluss von der Börse II/B, [329](#)

Ausübung II/A, [67](#)

B

Back Office III/A, [81](#)

Backtesting III/A, [106](#), [185](#); III/B, [271](#)

Balance-of-the-month II/A, [51](#)

Barausgleich II/B, [250](#)

Base I/A, [57](#)

Stichwortverzeichnis

- Basisrisiko III/A, [136](#)
Basiswert II/B, [156](#), [166](#)
Bedingungen für den Handel an der EEX II/B, [119](#)
Beendigungsklausel I/B, [524](#)
Beherrschungsvertrag I/B, [503](#)
Benchmarks III/A, [17](#)
Bericht für Geschäftseinheiten III/A, [91](#)
Bericht für Organe III/A, [91](#)
Berichterstattung III/A, [182](#); III/B, [260](#)
Berichtsfrequenz III/A, [130](#)
berufliche Eignung II/B, [134](#)
bestandsgefährdende Risiken III/A, [123](#); III/B, [287b](#)
Bestandsgefährdung III/A, [21](#)
Bestätigung I/B, [226](#), [238](#)
Bestätigungsschreiben, kaufmännisches I/B, [240](#)
Bestellung von Kreditsicherheiten I/B, [352](#)
Betrag, strittiger I/B, [341](#)
Bewertungsstichtag III/B, [235](#)
Bezugsverträge, langfristig I/A, [150](#), [173](#)
Bilanzkreis I/A, [116](#), [119](#), [161](#)
Bilanzkreisabrechnung I/A, [163](#)
Bilanzkreisvertrag II/A, [54](#)
Bilanzrecht III/B, [235](#)
bilateraler Handel I/A, [99](#)
Blockorder II/A, [48](#)
Börse I/A, [49 ff.](#)
Börsenaufsicht II/A, [24](#)
Börsenaufsichtsbehörde II/A, [18](#)
Börsengeschäfte II/A, [71](#)
Börsengeschäftsführung II/A, [30](#)
Börsenhandel, Transparenz II/A, [112](#)
Börsenhändler II/B, [133](#)
Börsenordnung II/A, [18](#); II/B, [118](#)
Börsenorgane II/A, [26](#)
Börsenrat II/A, [27](#)
Börsenteilnahme II/A, [33](#), [43](#)
Börsenzeit II/B, [182](#)
Bote IV, [66](#)
Brennstoffbeschaffung, Zuordnung III/A, [200](#)
Bridge-Agreements I/B, [210](#)
Briefkurve III/A, [144](#)
Broker I/A, [47](#), [100](#)
– Brokerplattform I/A, [7](#), [48](#), [53](#)
– Brokerplattformen I/A, [100](#)
– Telefonbroker I/A, [53](#)
Brokermarkt I/B, [199](#)
Brokerplattformen I/A, [51](#)
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht IV, [6](#)
Bundesnetzagentur (BNetzA) I/A, [92](#)
Bürgschaft I/B, [475](#)
Business Judgement Rule III/B, [231](#)
Butterfly II/A, [67](#)

C

- CACM *siehe* Network Codes
Call-Option I/A, [67](#)
Calls II/A, [67](#)
Capacity allocation mechanisms (CAM) I/A, [171](#)
Capital Asset Pricing Model (CAPM) III/A, [197](#)
Cash flow II/A, [95](#)
Cash Pooling IV, [62](#), [90](#)
Cashflow-at-Risk (CfaR) III/A, [168](#)
Cash-Margin II/B, [224](#)
Central Western Europe *siehe* Market Coupling, CWE
Chancen und Risiken III/A, [13](#)
Chicago Mercantile Exchange (CME) II/A, [75](#)

- clean backtesting III/A, [187](#)
Clearing II/A, [2](#), [88](#), [94](#)
Clearingbedingung II/A, [20](#)
Clearinghaus II/B, [137](#)
Clearing-Limite II/B, [298](#)
Clearing-Lizenz II/B, [140](#)
Clearing-Mitglied II/B, [173](#)
Clearingschwellenwert III/B, [216](#)
Clearingverfahren II/B, [121](#)
Close-out Netting I/B, [521](#)
Code of Conduct II/B, [120](#), [313](#)
Commodity I/A, [13](#)
Commodity Definitions I/B, [210](#)
Common Law III/B, [220](#)
Compliance III/B, [219d](#)
Confirmations I/B, [226](#)
Congestion management procedures (CMP) I/A, [171](#)
Controlling III/A, [95](#); III/B, [248](#)
Controllingkonzept III/B, [256](#)
Corporate Governance III/B, [211](#)
Corporate Powers III/B, [220](#)
Corporate-Governance III/A, [50](#)
COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission) III/A, [58](#)
Credit-Support-Annexe I/B, [210](#)
Credit-VaR (CVaR) III/A, [180](#)
Crowdfunding IV, [68](#)
Current Exposure Spot Market II/B, [218](#)
- D**
- Day-Ahead-Markt I/A, [123](#); II/A, [1](#)
DCP-Clearing-Lizenz II/B, [141](#)
DEHSt I/B, [392](#), [398](#)
Delivery Margin II/B, [219](#), [224](#)
delivery risk II/A, [76](#)
Delta-VaR III/A, [163](#)
- Demand Side Integration I/A, [136](#)
Derivat
– Basiswert IV, [3](#)
– Hebeleffekt IV, [4](#)
– Hedging IV, [4](#)
– hinausgeschobener Erfüllungszeitpunkt IV, [4](#)
Derivate I/A, [62](#); III/B, [212a](#), [221](#)
– Barausgleich IV, [41](#)
– Basiswerte IV, [39](#)
– Emissionszertifikate IV, [88](#), [119](#), [127](#), [132](#)
– Festgeschäft IV, [37](#)
– Glattstellungsmöglichkeit IV, [38](#)
– Hebeleffekt IV, [38](#)
– Marktmanipulation IV, [143 ff.](#)
– Nachschusspflicht IV, [38](#)
– nichtfinanzielle Basiswerte IV, [39](#)
– Optionsgeschäft IV, [37](#)
– physische Lieferverpflichtung IV, [42](#)
– Positionslimite IV, [205](#), [207 ff.](#)
– Risikomanagement IV, [88](#)
– spekulative Zwecke IV, [43](#), [46](#)
– Swapgeschäft IV, [37](#)
– Totalverlust IV, [38](#)
– Typuslehre IV, [38](#)
– Warenderivate IV, [87](#), [101](#), [114](#), [120](#), [205](#), [207 ff.](#)
Derivatehandel I/B, [194](#)
Derivateklasse III/B, [217](#)
Deutscher Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte I/B, [212](#)
Deutscher Rechnungslegungs-Standard Nr. 5 (DRS 5) III/B, [233](#)
Differenzgeschäfte IV, [115](#)
Direct Clearer III/B, [227](#)
Direct-Clearing-Lizenz II/B, [141](#)
dirty backtesting III/A, [187](#)
Diskussionsforum III/B, [251](#)
Dokumentation III/A, [57](#); III/B, [260](#)
Doppelfunktion III/B, [249](#)

Stichwortverzeichnis

DRS 20 III/B, [233a](#)

E

Earnings-at-Risk (EaR) III/A, [168](#)
EEG *siehe* Erneuerbare Energien Gesetz
EEX II/A, [15](#), [61](#)
EFET General Agreement
– (Gas) I/B, [205](#)
– (Strom) I/B, [203](#)
EFET-Rahmenvertrag I/B, [229](#)
Effektengeschäft IV, [52](#)
Eigenbetrieb, kommunaler III/B, [211](#)
Eigengeschäft IV, [80ff.](#)
Eigenhandel III/B, [227](#); IV, [80ff.](#)
Eigenkapital III/A, [23](#); III/B, [263](#)
Eignungsnachweis II/A, [21](#)
Einheitlichkeit III/A, [38](#)
Einstellung der Lieferung I/B, [277](#)
Einzelbestätigung I/B, [236](#)
Einzelrisiken III/A, [26](#)
Einzelstunde II/A, [51](#)
Einzelstundenkontrakt II/A, [2](#)
Emergency-Member-Stop-Verfahren
II/B, [241](#)
EMIR III/B, [212a](#)
Emissionshandelssystem I/A, [145](#)
Emissionsmarkt I/A, [105](#), [145](#)
Emissionszertifikate II/B, [306](#); IV, [50](#)
Empfängerorientierung III/A, [129](#)
Endkundenmärkte I/A, [110](#)
End-of-Day-Quotes III/A, [144](#)
Energiebinnenmarktpaket *siehe* EU
Energiebinnenmarktpaket
Energiebörsen II/A, [1](#), [3](#)
Energiederivate I/B, [446](#)
Energiegroßhandel
– Handelsgegenstände IV, [1](#)
– Teilnehmer IV, [1](#)

Energiegroßhandelsprodukte

IV, [147ff.](#)

Energiehandel I/B, [183](#);
III/A, [104](#), [200](#)

Energiehandelsunternehmen
III/B, [224](#)

– lizenzierte III/B, [263](#)

Energiehandelsunternehmen und
EVU III/B, [213](#)

Energiemarktliberalisierung I/B, [180](#)

Energiewende I/A, [144](#)

Energiewirtschaftsgesetzes (EnWG)
I/A, [91](#)

Entwurf eines Unternehmensstabilitäts-
sierungsgesetzes (StaRUG)
III/B, [247a](#)

EPEX Spot SE II/A, [43](#)

Erfahrungswissen, kondensiertes
III/B, [262](#)

Erfüllung

– finanzielle II/A, [90](#)
– physische II/A, [90](#)

Erfüllungsart I/A, [54](#)

Erfüllungsgesellschaft II/B, [138](#)

Erfüllungsort *siehe* Lieferort

Erfüllungszeitpunkt, hinausgescho-
bener IV, [3](#)

Erlaubnispflicht

– Bankgeschäfte IV, [6](#)
– Dauer IV, [7](#)
– Europäischer Pass IV, [12](#)
– Finanzdienstleistungen IV, [6](#)
– Gewerbsmäßig IV, [28](#)
– in kaufmännischer Weise einge-
richteter Geschäftsbetrieb in kauf-
männischer Weise eingerichteter
Geschäftsbetrieb IV, [30](#)
– Inlandsbezug IV, [9](#)
– Konzernprivileg IV, [90ff.](#)
– Nebentätigkeitsausnahme IV, [93ff.](#)
– Notifizierung IV, [12](#)
– Reverse Solicitation IV, [22](#), [102](#)

- Teilakttheorie mit Fiktion einer Zweigstelle IV, [19](#)
- Warenprivileg IV, [101](#)
- Ermessen II/B, [256](#)
- Erneuerbare Energie II/A, [87](#)
- Erneuerbare Energien Gesetz I/A, [92](#), [147](#)
- Erneuerbaren Energien Gesetz I/A, [130](#)
- Erzeugung I/A, [83](#)
- EU Allowance I/A, [145](#)
- EU Energiebinnenmarktpaket I/A, [87](#)
- EUA *siehe* EU Allowance
- EUA-Geschäfte II/A, [94](#)
- EU-Allowances (EUA) II/A, [58](#), [68](#)
- EU-Emissionshandelssystem I/A, [105](#)
- EU-Registerverordnung I/B, [396](#)
- Europäische Union (EU) I/A, [81](#)
- europäischer Binnenmarkt I/A, [81](#)
- European Energy Exchange II/A, [4](#)
- European Gas Target Model I/A, [170](#)
- European Market Infrastructure Regulation III/B, [212](#)
- Excess Emissions Penalty I/B, [415](#)
- Exchange for Physical II/A, [86](#)
- Exit-Entry-Modell I/A, [159](#)
- Expositionsberechnung III/A, [117](#)
- Externe Stakeholder III/A, [97](#)

F

 - Fahrplan II/A, [55](#)
 - Fahrplangeschäft II/A, [51](#)
 - FCA *siehe* Network Codes
 - fehlende Daten III/A, [68](#)
 - Ferngasunternehmen I/A, [154](#)
 - Fernleitungsnetzbetreiber I/A, [155](#)
 - Fernwärmevertrag III/A, [141](#)
 - Festlegung der Limite III/A, [119](#)
 - Financial Risk Management III/A, [32](#)

 - Finanzanalysen IV, [79](#)
 - finanzielle Produkte II/A, [51](#)
 - Finanzportfolioverwaltung IV, [70ff.](#)
 - FMBC *siehe* Market Coupling, Flow-based
 - formale Minimalbewertung III/A, [30](#)
 - Fortführung des Unternehmens III/B, [241](#)
 - Forward-Kurve III/A, [143](#)
 - Forwards I/B, [449](#)
 - Fremdwährungsrisiko III/A, [139](#)
 - Front-Office III/A, [81](#)
 - Früherkennung III/B, [243](#)
 - Frühwarnsystem III/B, [209a](#), [225a](#)
 - Fungibilität II/A, [1](#)
 - Funktionstrennung III/A, [1](#), [10](#), [80](#); III/B, [266](#)
 - Futures I/A, [65](#); II/B, [152](#)
 - physische II/A, [69](#)
 - Futureskontrakt II/A, [2](#), [51](#)

G

 - Garant II/B, [169](#)
 - Garantie I/B, [487](#)
 - Gas I/B, [188](#)
 - GASPOOL I/A, [160](#), [168](#)
 - Gasvertrag III/A, [140](#)
 - Gaswirtschaft I/A, [152](#)
 - Gaußsche Normalverteilungskurve III/B, [272](#)
 - Gebietsmonopole I/A, [106](#)
 - Gebot der Quantifizierung III/A, [5f.](#)
 - Gebotszone *siehe* Marktgebiet
 - Gebührenordnung II/A, [23](#)
 - Geldkurve III/A, [144](#)
 - gemischte Teams III/A, [54](#)
 - Genehmigungserfordernis II/A, [1](#)
 - General Clearer III/B, [227](#)
 - Gesamtrisikobild III/A, [112](#)

Stichwortverzeichnis

- Geschäftsleitung III/A, [55](#)
Gesellschaft gefährdende Entwicklungen III/B, [239](#)
Gesellschafterdarlehen III/B, [242](#)
Gewalt, höhere I/B, [264](#)
Gewinnabführungsvertrag I/B, [503](#)
Gläubigerbenachteiligung I/B, [577](#)
Grenzkosten I/A, [12](#), [15](#)
– kurzfristige I/A, [15](#)
– langfristigen Grenzkosten I/A, [18](#)
Grenznutzen I/A, [20](#)
Grid Trade Master Agreement I/B, [204](#)
GroMiKV III/B, [264](#)
Großhandelsmarkt I/A, [77](#), [83](#), [93](#)
Großhandelsmärkte I/A, [111](#)
Großhändler I/B, [185](#)
Grundgeschäft I/A, [63](#)
grundlegende Anforderungen III/A, [78](#)
Grundstromlieferung II/A, [51](#)
Grundtyp I/B, [448](#)
Gründung II/A, [15](#)
Grünstrom I/A, [129](#)
Gültigkeitsbestimmung II/B, [194](#)
- H**
- Haftungsbeschränkung I/B, [323](#)
Haltedauer III/A, [158](#)
Haltezeit III/A, [158](#)
Handel I/A, [1](#), [3](#), [83](#)
– außerbörslicher I/B, [197](#)
– börslicher I/B, [197](#)
– finanzieller I/B, [191](#), [210](#)
– fortlaufender II/A, [6](#)
– mit CO2-Emissionszertifikaten I/B, [392](#)
– mit Kohle I/B, [426](#)
– physischer I/B, [191](#)
Handel für Andere III/B, [263](#)
- Handel mit Strom, physischer I/B, [202](#)
Handelsbedingung II/A, [17](#), [19](#)
Handelsmarkt I/B, [199](#)
Handelsphasen für Spot- und Termingeschäfte II/B, [184](#)
Handelsplatz I/B, [197](#)
Handelsportfolio III/A, [117](#)
Handelsposition III/B, [274](#)
Handelpunkt I/A, [164](#)
– physisch I/A, [165](#)
– virtuell I/A, [167](#)
Handelssicherheit I/B, [471](#)
Handelsstrategie III/A, [64](#)
Handelssystem ETS II/B, [186](#)
Handelssystem M7 II/B, [187](#)
Handelssystem T7 II/B, [185](#)
Handelsteilnehmer II/B, [139](#)
Handelsüberwachungsstelle II/A, [18](#), [31](#); II/B, [146](#)
Handelsverträge mit Instituten I/B, [311](#)
Händler I/A, [40](#)
Händlerassistenten II/A, [39](#); II/B, [136](#)
Hauptaufgaben III/A, [37](#)
Hauptleistungspflicht I/B, [248](#)
Hedge Accounting III/B, [234](#)
Hedging III/B, [216](#)
Herkunftsnnachweis I/A, [132](#)
– Herkunftsnnachweisregister I/A, [132](#)
Historische Simulation III/A, [164](#)
Hochfrequenzhandel IV, [85](#)
holistischer Risikoansatz III/A, [6](#)
homogenes Gut I/A, [11](#), [13](#)
Hub *siehe* Handelpunkt
- I**
- IAS 32 III/B, [234](#)
Identifikationsnummer II/B, [197](#)
IDW EPS 340 III/B, [207a](#)

- IDW PS 340 III/B, [207a](#), [287a](#)
IEaR III/B, [269](#)
IFRS/IAS-Standard III/B, [234](#), [237](#)
IGCC *siehe* International Grid Control Cooperation
Imparitätsprinzip III/A, [69](#)
Independent System Operator I/A, [87](#)
Independent Transmission Operator I/A, [87](#)
indizierte Verträge I/A, [68](#)
Informationen, rechtzeitige III/B, [246](#)
Informationspflicht I/B, [374](#)
Inhaberschuldverschreibung IV, [48](#)
Initial Margin Spot Market II/B, [218](#)
Insidergeschäft II/B, [314](#)
Insiderinformation II/B, [310](#)
Insiderrecht IV, [116 ff.](#)
– Ad hoc-Pflicht IV, [125 ff.](#)
– Emissionszertifikate IV, [119](#), [127](#), [132](#)
– Erfüllungsgeschäft IV, [122](#)
– Finanzinstrumente IV, [117 f.](#)
– Handelsverbot IV, [121](#), [154](#)
– Hedging IV, [122](#)
– Insidergeschäft IV, [116 ff.](#)
– Insiderinformation IV, [116 ff.](#), [153](#)
– Insiderlisten IV, [135 ff.](#)
– Legitime Handlungen IV, [122](#)
– REMIT IV, [146 ff.](#)
– Selbstbefreiung IV, [125](#), [128](#), [161 f.](#)
– Veröffentlichung auf der Website IV, [133](#)
– Veröffentlichung nach REMIT IV, [156 ff.](#)
– Warenderivate IV, [120](#)
Insolvenz III/B, [240](#)
– grenzüberschreitende I/B, [581](#)
Insolvenzanfechtung I/B, [595](#)
Insolvenzrisiko III/B, [240](#)
Insolvenzstatut I/B, [582](#)
Integral-Earnings-at-Risk(IEaR) III/A, [169](#)
intercommodity spread credit II/A, [76](#)
Interim Tight Volume Couplings ITVC II/A, [11](#)
International Emissions Trading Association I/B, [408](#)
International Grid Control Cooperation I/A, [128](#)
Inter-Product-Spread II/B, [193](#)
intracommodity spread charge II/A, [76](#)
Intraday-Markt I/A, [125](#); II/A, [2](#)
Investition I/A, [17](#), [19](#)
Investitionsentscheidung III/A, [196](#)
Investmentclub IV, [73](#)
ISDA Master Agreement I/B, [210](#)
ISO *siehe* Independent System Operator
Italian-Power-Futures II/A, [94](#)
IT-Ausstattung III/A, [66](#)
ITO *siehe* Independent Transmission Operator
- J**
- Jarque-Bera-Test III/A, [172](#)
- K**
- Kalkulationsirrtum II/B, [295](#)
Kapitalanlagegeschäft III/B, [223](#)
kapitalmarktferne Haupttätigkeit III/B, [227](#)
Kaskadeneffekt III/A, [179](#)
Kassageschäft II/A, [52](#)
Kassageschäfte IV, [2](#)
Katastrophenrisiko III/B, [265](#)
Kaufoption I/B, [205](#)
Klöckner-Entscheidung III/B, [220](#), [222](#)

Stichwortverzeichnis

- Klumpenrisiken III/A, [240a](#)
Klumpenrisiko II/A, [89](#)
Knappheitsprämie I/A, [33](#)
Kohleausstiegsgesetz I/A, [92, 147](#)
Kohlenhandelsverträge, typischer Inhalt I/B, [430](#)
Kohleverstromungsbeendigungsge- setz I/A, [144](#)
siehe auch Kohleausstiegsgesetz
Kohlevertrag III/A, [139](#)
Kombination von Risiko III/A, [26](#)
Kommissionsgeschäft III/A, [200](#)
Kommune III/B, [211](#)
Kommunikationsfähigkeit III/A, [40](#)
Kommunikationskompetenz III/A, [54](#)
Kommunikationsprozess III/B, [255](#)
Komplexität der IFRS/IAS-Standards III/B, [237](#)
Konfidenzniveau III/A, [158](#); III/B, [270](#)
Konni Gas I/A, [168](#)
Konsumentenrente I/A, [10](#)
KonTraG III/A, [3, 7](#); III/B, [248](#)
KonTraG-Einheit III/A, [41](#)
Kontrahentenrisiko II/A, [71, 89](#)
Kontraktpfadmodell I/A, [159](#)
Kontraktprofil I/A, [54](#)
Kontraktspezifikationen II/B, [119](#)
Kontroll- und Steuerungsfunktion III/A, [89](#)
Kontrollfunktion III/A, [44](#)
Kontrollverfahren III/B, [252](#)
Konzentrationsmaße III/A, [178](#)
Konzentrationsrisiko II/A, [106a](#)
Konzern IV, [92](#)
Konzernlagebericht III/B, [286](#)
Korrekttheit bzw. Nachvollziehbarkeit von Ergebnissen III/A, [106](#)
Korrelationen III/A, [160](#)
Korrelationskoeffizient III/A, [160](#)
Korrelationsmatrix III/A, [160](#)
Kostenstruktur des Angebots I/A, [16](#)
– Deckungsbeitrag I/A, [28](#)
– fixe I/A, [22](#)
– fixe Kosten I/A, [15](#)
– variable Kosten I/A, [16, 22](#)
– Vollkosten I/A, [16, 22, 147](#)
Kraftwerksoptionalitäten, Bewirt- schaftung III/A, [201](#)
Kraftwerksportfolio III/A, [117, 173](#)
Kreditausfall III/A, [63](#)
Kreditbesicherungsanhänge(Credit Support Annex) I/B, [218](#)
Kreditrisiken III/A, [1](#)
Kreditrisiko III/A, [120](#); III/B, [261](#)
Kreditriskosteuerung III/A, [183](#); III/B, [232](#)
kumulative Effekte III/A, [22](#)
Kündigung
– außerordentliche I/B, [285](#)
– automatische I/B, [289](#)
– bei Insolvenz I/B, [289](#)
– ordentliche I/B, [284](#)
– von Verträgen mit Instituten I/B, [302](#)
Kündigungsbetrag, Berechnung I/B, [321](#)
Kündigungsgrund I/B, [286](#)
Kupiec-Test III/A, [188](#)
Kuppelstellen II/A, [1](#)
Kurve zur Bewertung von Lastpro- filen auf Stundenbasis III/A, [145](#)
KVBG *siehe* Kohleverstromungsbeendigungsge- setz
Kyoto-Protokoll I/B, [393](#)

L

- Lagebericht III/B, [208, 286](#)
Lastmanagement I/A, [20, 136](#)

- Laufzeit und Beendigung des Vertrages **I/B**, [282](#)
- leicht und schwer quantifizierbare Risiken **III/A**, [71](#)
- Leistungsstörung **I/B**, [261](#)
- Leitungsaufgabe **III/B**, [209](#), [224](#)
- leitungsgebundene Energieträger **I/A**, [75](#), [78f.](#), [94](#), [105](#)
- Leitungsverantwortung, allgemeine **III/B**, [243](#)
- lernenden Organisation **III/A**, [47](#)
- Letters of Credit **I/B**, [501](#)
- Liberalisierung **I/A**, [87](#), [156](#)
- Liefermenge **I/A**, [54](#)
- Lieferort **I/A**, [54](#)
- Lieferperiode **I/A**, [54](#)
- Lieferverträge, strukturierte **I/B**, [457](#)
- Lieferzeitpunkt **I/A**, [54](#)
- Life-to-Date **III/A**, [148](#)
- Limit Order **II/A**, [49](#); **II/B**, [191](#)
- Limite **III/B**, [261](#)
- Limitsystem **III/A**, [109](#); **III/B**, [267](#)
- Kopplung an Geschäftserfolg **III/A**, [121](#)
- Limitvergabe **III/A**, [123](#)
- nach Risiko-Rendite-Verhältnis **III/A**, [126](#)
- pragmatische **III/A**, [124](#)
- strategisch **III/A**, [127](#)
- Versteigerung **III/A**, [125](#)
- Liquidations-Netting **I/B**, [521](#)
- Liquidität **II/A**, [50](#)
- notwendige **II/A**, [101](#)
- Liquiditätsbelastung **II/A**, [96](#)
- Liquiditäts-Provider **II/A**, [36](#)
- Liquiditätsrisiko **III/A**, [120](#), [137](#), [190](#)
- Locked-in-Situation **III/A**, [62](#)
- Long-Form-Confirmations **I/B**, [227](#)
- LPX Leipzig Power Exchange **II/A**, [7](#)
- M**
- Makler **IV**, [61](#), [66](#)
- Managed Accounts **IV**, [61](#)
- Mandelbrotschen Fraktalverteilung **III/B**, [273](#)
- MAR **III/B**, [219b](#)
- MaRisk **III/A**, [9](#), [47](#), [77](#), [108](#), [128](#); **III/B**, [228](#), [231](#)
- Market Coupling **I/A**, [89](#)
- 4M Market Coupling **I/A**, [111](#)
- CWE **I/A**, [111](#)
- Flow-based **I/A**, [89](#), [111](#)
- MRC **I/A**, [111](#)
- NTC **I/A**, [111](#)
- SDAC **I/A**, [111](#)
- SIDC **I/A**, [111](#)
- trilateral **II/A**, [11](#)
- XBID **I/A**, [111](#)
- Market Maker **II/B**, [130](#); **IV**, [82](#)
- Market-Clearing-Price **II/A**, [56](#)
- Market-Coupling **II/A**, [10](#)
- Market-Maker **II/A**, [36](#)
- Marketmaking **III/B**, [227](#)
- Market-Sweep-Order **II/A**, [49](#)
- Markt **I/A**, [7](#)
- Commodity-Märkte **I/A**, [34](#)
- Marktabgrenzung **I/A**, [7](#)
- Marktausfallrisiko **III/B**, [263](#)
- Marktbewertung, bilanzielle **III/B**, [235](#)
- Märkte **I/A**, [4](#), [7](#)
- mit knappen Kapazitäten **I/A**, [31](#)
- Marktgebiet **I/A**, [34](#), [54](#), [89](#)
- Marktgebietsverantwortliche **I/A**, [160](#)
- Marktmanipulation **II/B**, [311](#), [314](#); **III/B**, [219c](#)
- Emissionszertifikate **IV**, [143 ff.](#)
- Indizien **IV**, [144](#)
- Legitimer Grund **IV**, [145](#)
- REMIT **IV**, [163 ff.](#)

Stichwortverzeichnis

- Marktmissbrauchsverordnung
IV, [108 ff.](#)
- Mark-to-Market **III/A**, [142](#), [147](#), [149](#)
- Mark-to-Model **III/A**, [152](#)
- Marktplatz **I/A**, [7](#)
- Marktposition **III/B**, [261](#)
- Marktpreis **I/A**, [9](#), [138](#)
- Marktpreisänderungsrisiko **II/A**, [89](#)
- Marktpreisrisiko **III/A**, [63](#),
[132](#), [134](#), [156](#)
- Marktrisiko **III/A**, [1](#), [133](#); **III/B**, [261](#)
- Marktwirtschaft **I/A**, [5](#)
- Master-Netting-Agreements **I/B**, [215](#)
- Material Adverse Change **I/B**, [354](#)
- Mehrwert **III/A**, [28](#)
- Mid-Curve **III/A**, [144](#)
- Middle Office **III/A**, [81](#)
- Mindestanforderung **III/B**, [228](#)
– an das Risikomanagement
(MaRisk) **III/A**, [74](#); **III/B**, [228](#)
- Mindestanforderungen des Wirtschaftsprüfers **III/A**, [28](#)
- Mindestergebnis **III/A**, [111](#)
- Minutenreserve
– Systemdienstleistung **I/A**, [127](#)
– *siehe auch* Systemdienstleistung missing money phenomenon
I/A, [19](#), [33](#)
- Mistrade **II/B**, [283](#)
- Mistrade-Spanne **II/B**, [283](#)
- Mittelwert **III/A**, [162](#)
- Modellberechnung **III/B**, [271](#)
- Modelle
– für das Risikocontrolling **III/A**, [107](#)
– mathematische **III/A**, [106](#)
- Modellrisiko **III/A**, [151](#), [184](#)
- Monopol **I/A**, [78](#), [82](#)
- Monte-Carlo-Simulation
III/A, [51](#), [165](#)
- Moratorium **I/B**, [310](#)
- Multi-Commodity-Verträge **I/A**, [70](#)
- Multilaterales Handelssystem **IV**, [111](#)
- Multi-Regional Market Coupling
siehe Market Coupling, MRC
- N**
- Nachfrage **I/A**, [7](#), [135](#)
– aggregierte **II/A**, [56](#)
– Nachfragekurve **I/A**, [9](#)
- Nachfragefunktion **I/A**, [20](#)
- Nachschlussbeitrag **II/B**, [229](#)
- Nachsicherungsrecht **I/B**, [354](#)
- Näherungsverfahren **III/B**, [272](#)
- Namenschuldverschreibungen **IV**, [49](#)
- Nasdaq OMX Commodities **II/A**, [75](#)
- National Balancing Point **I/A**, [167](#)
- NBP *siehe* National Balancing Point
- NCG *siehe* Net Connect Germany
- Net Connect Germany **I/A**, [160](#), [168](#)
- Net Transfer Capacities *siehe* Market Coupling, NTC
- Netting **III/B**, [261a](#)
- Netting Opinions **I/B**, [210](#), [518](#)
- Netting-Vereinbarung **III/A**, [177](#)
- Network Codes **I/A**, [89](#)
- Netzbetreiber
– Transportnetz **I/A**, [82](#)
– Verteilnetz **I/A**, [82](#)
- Netzentgelte **I/A**, [114](#)
- Netzzugang **I/A**, [113](#)
- Nicht-Clearing-Mitglieder
II/B, [141](#), [211](#)
- nichtfinanzielle Gegenparteien (Non-Financial Counterparties= NFCs)
III/B, [212](#)
- Non-Trading-Broker **II/A**, [37](#)
- Normalverteilungshypothese
III/A, [171](#)

O

OCO-Aufträge **II/B**, [195](#)
ohne eigene Risikoposition **III/A**, [101](#)
Ökostrom **I/A**, [129](#)
Ölpreisindizierung **I/A**, [173](#)
Operationelle Risiken **III/A**,
[1](#), [65](#), [191](#)
Option **I/A**, [67](#); **I/B**, [451](#); **II/A**, [51](#), [67](#);
II/B, [152](#)

Optionsgeschäft **I/B**, [252](#), [257](#)
Ordnungsgeld **II/B**, [329](#)
Ordnungsmäßigkeitsprüfung
III/B, [278](#)
Organisationsversagen **III/A**, [76](#), [89](#)
Organisiertes Handelssystem **IV**, [112](#)
Organschaftserklärung **I/B**, [503](#)
OTC-Handel **I/A**, [99](#), [122](#), [126](#);
I/B, [197](#)
OTC-Markt *siehe* OTC-Handel
OTC-Vertrag **I/B**, [220](#)
– Verträge in der Insolvenz **I/B**, [513](#)
Overnight-risk **II/A**, [104](#)
over-the-counter (OTC) **II/A**, [51](#)
Over-the-Counter-Handel *siehe* OTC-
Handel
Ownership Unbundling **I/A**, [87](#)

P

Patronatserklärung **I/B**, [493](#)
Payment-Netting **I/B**, [523](#)
Peak **I/A**, [57](#)
Peak-Load-Pricing **I/A**, [33](#)
Personalrisiko **III/A**, [67](#)
Personalsicherheit **I/B**, [474](#)
Pflichtverletzung **III/B**, [279](#)
Physical Electricity Index **II/A**, [57](#)
PnL, realisierte **III/A**, [118](#)
Portfoliomanagement **I/A**, [72](#);
III/A, [32](#)
Positionenbewertung **I/B**, [524](#)

pragmatische Spielräume **III/A**, [29](#)
Pre-Auction Margin **II/B**, [218](#)
Preis, negativer **II/A**, [56](#)
Preisanpassungsklausel **I/B**, [437](#), [466](#)
Preisbildung **I/A**, [134](#)
Preiselastizität **I/A**, [135](#)
Preisermittlung **I/B**, [347](#)
Preisgleitklausel **III/A**, [138](#)
Preisprognose **III/A**, [146](#)
Preisrisiko **III/A**, [120](#)
Pre-Trade Limit **II/B**, [201](#)
Primärregelleistung
– Systemdienstleistung **I/A**, [127](#)
– *siehe auch* Systemdienstleistung
Produkte **I/A**, [36](#)
– ohne Markthistorie **III/A**, [189](#)
Produzentenrente **I/A**, [10](#)
Profit-and-Loss **III/A**, [148](#)
Profit-at-Risk **III/A**, [166](#)
Prognosehorizont **III/B**, [286](#)
Prozesseigner **III/A**, [36](#), [38](#)
Prüfungsausschuss **III/B**, [209](#)
Prüfungsbericht **III/B**, [207](#)
Put-Option **I/A**, [67](#)
Puts **II/A**, [67](#)

Q

Quantifizierung **III/A**, [25](#), [27](#)
Quantifizierung in Geldeinheiten
III/A, [22](#)

R

Rahmenvertrag **I/B**, [236](#)
Rangverhältnis **I/B**, [236](#)
RAROC **III/A**, [197](#)
RARORAC **III/A**, [197](#)
Ratingagenturen **III/A**, [97](#)
Ratingverfahren **III/A**, [181](#)
Rechnungslegung **III/B**, [276](#)
Rechnungsstellung **I/B**, [336](#)

Stichwortverzeichnis

- Rechnungswesen III/B, [236](#)
Rechte Dritter I/B, [387](#)
Rechtsabteilung III/A, [96](#)
Rechtsaufsicht II/A, [25](#); II/B, [145](#)
Rechtswahl I/B, [389](#)
Referenzwerte II/B, [306](#)
regelleistung.net I/A, [128](#)
Regelwerk II/A, [17](#)
Regelzone I/A, [117](#)
Regulierung I/A, [155](#)
Relevanz III/A, [129](#)
REMIT I/B, [184](#); II/B, [307](#); III/B, [219a](#); IV, [146 ff.](#)
 - Abgrenzung zur MAR IV, [150](#)
 - Ad hoc-Pflicht IV, [156 ff.](#)
 - Anwendungsbereich IV, [149](#)
 - Energiegroßhandelsprodukte IV, [147](#)
 - Handelsverbot IV, [154](#)
 - Insiderrecht IV, [153 ff.](#)
 - Marktmanipulation IV, [163 ff.](#)
 - Meldepflicht IV, [151 f.](#)
 - Registrierungspflicht IV, [151 f.](#)
 - Selbstbefreiung IV, [161 f.](#)
 - Veröffentlichung IV, [156 ff.](#)
 - Zuständige Behörde IV, [146](#)
Reservevertrag III/A, [154](#)
Revision III/A, [94](#)
 - interne III/A, [45](#); III/B, [257](#)
Richtlinien III/A, [51](#), [54](#)
Risiken
 - nicht quantifizierbar III/A, [70](#)
 - quantifizierbar III/A, [70](#)
Risiko III/A, [12](#)
 - bestandsgefährdendes III/B, [265](#)
 - Mengenrisiko I/A, [150](#)
 - Preisrisiko I/A, [150](#)
Risikoabbildung III/A, [20](#)
Risikoaggregation III/A, [56](#); III/B, [260](#)

Risikoanalyse III/A, [14](#); III/B, [232](#), [260](#)
Risikoappetit III/A, [50](#), [55](#)
Risikoausschuss III/A, [42](#); III/B, [251](#), [257](#)
Risikobericht III/A, [131](#)
Risikoberichterstattung III/A, [83](#), [128](#); III/B, [268](#)
Risikoberichtswesen III/A, [129](#)
Risikobetreuung III/B, [232](#)
Risikobewältigung III/B, [260](#)
Risikobewertung III/A, [14](#); III/B, [260](#)
Risikobewusstsein III/A, [8](#)
Risikocontrolling III/A, [34](#), [41](#), [73](#); III/B, [257](#)
Risikocontrollingeinheit III/A, [83](#)
Risikodefinition III/A, [11](#)
Risikoerfassung III/A, [59](#)
Risikofelder III/A, [60](#)
Risikoidentifikation III/A, [14](#), [53](#); III/B, [260](#)
Risikoinventur III/A, [6](#)
Risikokapitalabsicherung III/A, [19](#)
Risikokapitalallokation III/A, [197](#)
Risikokomitee III/A, [84 f.](#)
Risikokommunikation III/A, [19](#)
Risikokonsolidierung III/B, [260](#)
Risikokontrolle III/B, [235](#)
Risikolandschaft III/A, [88](#)
Risikolimit III/A, [121](#)
Risikomanagement III/A, [33](#), [48](#); III/B, [209](#), [228](#), [236](#)
 - holistisches III/A, [21](#)
Risikomanagement als Wettbewerbsvorteil III/A, [2](#)
Risikomanagement vs. Risikocontrolling III/A, [7](#)
Risikomanagementorganisation III/A, [35](#)
Risikomanagementprozess III/A, [52](#)

- Risikomanagementstrategie III/B, [213](#)
- Risikomanagementsystem III/A, [16](#), [43](#); III/B, [208](#), [210](#), [257f](#), [285](#)
- betriebswirtschaftliches III/B, [250](#)
 - internes III/B, [209](#), [244](#), [250](#), [257](#)
- Risikomanagementverfahren III/B, [217](#)
- Risikomessverfahren III/A, [167](#)
- Riskominderungstechnik III/B, [216](#)
- risikoorientierte Prüfung III/A, [45](#)
- Risikophilosophie III/A, [55](#)
- Risikoposition III/A, [116](#)
- Risikorichtlinie III/A, [87](#)
- Risikospielraum III/A, [34](#), [114](#)
- Riskosteuerungssystem III/A, [109](#)
- Risikostrategie III/A, [194](#)
- Risikotragfähigkeit III/A, [23](#), [112](#)
- Risikoüberwachung III/B, [260](#)
- Risikoüberwachungssystem III/B, [210](#)
- Risikoverteilung für den Transport I/B, [436](#)
- Risk Adjusted Performance Measures (RAPM) III/A, [126](#), [197](#)
- Rohöl I/A, [77](#)
- Rohstoffmärkte I/A, [76](#)
- RORAC III/A, [197](#)
- Rücknahme oder Widerruf der Zulassung II/B, [330](#)
- S**
- Salvatorische Klausel I/B, [387](#)
- Sanktionen II/B, [315](#)
- Sanktionsausschuss II/A, [32](#); II/B, [147](#), [329](#)
- scan risk II/A, [76](#)
- Schiedsvereinbarung I/B, [389](#)
- Schnittstellenabgrenzung III/A, [34](#)
- Schriftliche Dokumentation III/A, [87](#)
- Schutz vor Manipulation III/A, [93](#)
- Second Opinion III/A, [98](#)
- Sekundärregelleistung
- Systemdienstleistung I/A, [127](#)
 - *siehe auch* Systemdienstleistung
- Selbstverwaltung, börsliche II/A, [24](#)
- Sensitivitätsanalyse III/B, [287](#)
- Sicherheitsleistung II/B, [209](#)
- Single Agreement Klausel I/B, [524](#)
- Single Contract Order II/A, [48](#)
- Single-Agreement-Konzept I/B, [234](#)
- Software III/A, [51](#)
- SolvV III/B, [264](#)
- Spekulation II/A, [62](#)
- Spiel oder Wette I/B, [460](#)
- Spitzenlaststromlieferung II/A, [51](#)
- Spotgeschäft II/A, [1](#); II/B, [183](#); IV, [2](#)
- Spothandel I/B, [194](#)
- Spotkontrakte II/B, [150](#)
- Spotmarkt I/A, [123](#), [140](#); II/A, [53](#); III/A, [166](#)
- Spotmärkte I/A, [37](#)
- Stadtgas I/A, [148](#)
- Standard, technischer III/B, [217](#)
- Standard Coal Trading Agreement I/B, [442](#)
- Standard Portfolio Analysis of Risk II/A, [74](#)
- Standard-Optionen III/A, [153](#)
- Standardprodukte I/A, [36](#), [56](#)
- State of the Art III/B, [262](#)
- Statistik III/A, [29](#)
- Stellung von Sicherheiten II/A, [98](#)
- Stellvertretung IV, [69](#)
- Steuerklausel I/B, [343](#)
- Steuerungsmaß III/A, [112](#)
- Steuerungsmodelle III/A, [192](#)
- Steuerungssystem III/A, [4](#)
- Stillhalter I/A, [67](#)

Stichwortverzeichnis

- Stochastik **III/A**, [15](#)
Störung **II/B**, [259](#)
Straddle **II/A**, [67](#)
Stranded Investment **III/A**, [61](#)
Strangles **II/A**, [67](#)
Stresszenario **III/A**, [170](#)
Stresstest **III/A**, [170](#)
Strike-Preis **I/A**, [67](#)
Strom **I/B**, [188](#)
Strombörse **II/A**, [1](#)
Strom-Futures **III/B**, [227](#)
Stromhandelsaktivitäten **III/B**, [226a](#)
Stromkontrakt **III/A**, [138](#)
Strommarkt **I/A**, [19](#), [33](#), [92](#), [109](#)
Strommarktgesetz **I/A**, [92](#)
Stromportfolio **IV**, [71](#)
strukturierte Optionen **III/A**, [153](#)
strukturierte Produkte **I/A**, [59](#)
Swaps **I/B**, [455](#); **II/A**, [51](#)
System der Frühwarnung **III/B**, [209b](#)
Systematische Internalisierung **IV**, [83](#)
System-Clearing-Lizenz **II/B**, [141](#)
System-Clearing-Mitglied
 II/B, [174](#), [210](#)
Systemdienstleistung **I/A**, [71](#), [127](#)
- T**
- TEHG **I/B**, [395](#)
Terminmarkt **I/A**, [37](#), [126](#), [140](#);
 II/A, [61](#)
Tertiärregelleistung *siehe* Minutenreserve
- Third Party Trading Venue **II/A**, [37](#)
Three-Lines-Of-Defence **I/A**, [176](#);
 III/A, [36](#)
Time-Spread **II/B**, [193](#)
Title Transfer Facility **I/A**, [168](#)
Trading Agent **II/B**, [132](#)
Trading-Limite **II/B**, [298](#)
- TTF *siehe* Title Transfer Facility
Typische Fragestellungen des Risiko-controllings **III/A**, [102](#)
Typischer Inhalt von Kohlenhandelsverträgen **I/B**, [430](#)
- U**
- Überschuldung **III/B**, [241](#)
Übertragung von Rechten und Pflichten **I/B**, [357](#)
Übertragungsnetz **I/A**, [82](#)
Übertragungsnetzbetreiber **I/A**, [117](#);
 II/A, [1](#); **IV**, [101](#)
Überwachung der Limite **III/A**, [75](#)
Überwachungs- und Organisationspflicht **III/B**, [245](#)
Überwachungsfunktion **III/A**, [44](#)
Überwachungsorgane **I/A**, [49](#)
Überwachungsprofil **III/B**, [231](#)
Überwachungssystem **III/B**, [207](#), [225](#),
 [229](#), [247](#), [249](#)
Überwachungstätigkeit **III/B**, [275](#)
Ultra-Vires-Doctrine **III/B**, [220](#)
unabhängiges Berichtswesen
 III/A, [75](#)
unabhängiges Risikomanagement
 III/A, [82](#)
Underlying **I/A**, [63](#); **II/A**, [2](#); **III/A**, [151](#)
Undertakings **I/B**, [379](#)
Unsicherheit **III/A**, [12](#)
Unternehmensinteresse **III/B**, [230](#)
- V**
- Value of lost load (VOLL) **I/A**, [20](#)
Value-at-Risk (VaR) **III/A**, [72](#), [158](#),
 [186](#); **III/B**, [269f.](#)
VaR **III/A**, [159](#)
Varianz-Kovarianz-Methode
 III/A, [162f.](#)
VaR-Limit **III/A**, [121](#)

- Verbindlichkeit I/A, [54](#)
Vereinfachungsmöglichkeit III/A, [99](#)
Verfahren zur Ermittlung des VaR
III/A, [161](#)
Verhalten des Börsenteilnehmers zu
seinen Kunden II/B, [326](#)
Verhalten von Börsenteilnehmern
gegenüber der Öffentlichkeit
II/B, [322](#)
Verhältnis zu Geschäftseinheiten
III/A, [92](#)
Verkaufsoption I/B, [205](#)
Verletzung von Limiten III/A, [110](#)
Verluste aus Handelsgeschäft
III/A, [115](#)
Verlustobergrenze III/A, [111](#);
III/B, [267](#)
Vermeidung von Interessenkonflikten II/B, [327](#)
Vermögensverwaltung IV, [61](#)
Vertrag I/B, [282](#)
– rohstoffpreisindizierter III/B, [224](#)
Vertragsgegenstand I/B, [231](#)
Vertragskonzern III/B, [245](#)
Vertragsschluss I/B, [237](#)
Vertragsstatut I/B, [582](#)
Vertraulichkeitspflicht I/B, [380](#)
Vertrieb I/A, [83](#)
Verwaltungsakt II/B, [244](#)
Verwaltungsrechtsweg II/B, [331](#)
Vier-Augen-Prinzip I/A, [176](#);
III/A, [1, 10](#)
Virtual Trading Point I/B, [207](#)
virtueller Handelpunkt I/A, [159](#)
Volatilität III/A, [151](#)
vollkommene Konkurrenz I/A, [11](#)
Vollkommener Markt I/A, [11](#)
Vollstromversorgungsvertrag
III/A, [155](#)
Vollversorgung I/A, [61](#)
Volumenlimit III/A, [157](#)
Volumenrisiko III/A, [135](#)
- W**
- Wahlrecht des Insolvenzverwalters
I/B, [513](#)
Warenbörse II/A, [1](#)
Warenderivate II/B, [306](#)
Waren-Spot-Kontrakte II/B, [306](#);
IV, [115](#)
Waretermingeschäfte I/A, [39](#)
Wechselwirkungen III/A, [108](#)
Werbung IV, [79](#)
Wert eines Gesamtportfolios
III/A, [150](#)
Wertermittlung III/B, [217](#)
Wertschöpfungskette III/A, [196](#)
– aufgebrochen III/A, [198](#)
– Zuordnung III/A, [199](#)
Wette I/B, [460](#)
Wiederaufstockung II/B, [232](#)
Wiedereindeckungs-/Wiederver-
marktungsrisiko III/A, [175](#)
Wirtschaftsprüfer III/A, [97](#);
III/B, [281f.](#)
within-day-Handel II/A, [60](#)
Würdigung der Ergebnisse III/A, [31](#)
- Z**
- Zahlungs-Netting I/B, [338, 523](#)
Zahlungsunfähigkeit III/B, [241](#)
– drohende III/B, [241](#)
Zahlungsverzug I/B, [279](#)
Zeichnungsberechtigte I/B, [243](#)
Zeitstempel II/B, [197](#)
Zentrale Gegenpartei (CCP) II/B, [123](#)
Zentralverwaltungswirtschaft I/A, [7](#)
Zielsetzungen des KWG III/B, [230](#)
Zugang von Mitteilungen I/B, [385](#)
Zugangskontrolle II/B, [264](#)

Stichwortverzeichnis

- Zulassung **II/A, 21**
Zulassungsordnung **II/A, 21**
Zuordnung der Risiken **III/A, 39**
Zusammenarbeit mit den Geschäftseinheiten **III/A, 98**
Zusammenarbeit mit Konzernstrategie **III/A, 98**
- Zusammenhänge zwischen
– Bilanzierung **III/B, 236**
– Risikocontrolling **III/B, 236**
Zusicherungen und Gewährleistungen **I/B, 358**
Zustimmungsvorbehalt **III/B, 279**
zweiseitige Auktion **II/A, 56**
Zweitmeinung **III/A, 90**

■ Das Werk beleuchtet den Energiehandel sowohl aus juristischer als auch aus empirisch-ökonomischer Perspektive. Im Zentrum der Darstellung stehen die Geschäftsfelder des Energiehandels, die die Praxis bestimmen: der OTC-Handel und der Handel an der Börse. Daneben wird das Risikomanagementsystem für den Energiehandel präzise entwickelt und die aufsichtsrechtlichen Bezüge zum Energiehandel hergestellt.

Die 5. Auflage greift die neuesten Entwicklungen im Bereich des nationalen und supranationalen Energiehandels auf, u. a.:

- Aktualisierung der Erläuterungen zum europäischen Energiehandelsrecht sowie zu den Standard-Handelsverträgen (EFET),
- Risikomanagement im Energiehandel,
- Energiehandel an der EEX,
- komplette Neufassung des Energieaufsichtsrechts.

Grafiken, praxisnahe Beispiele und ein Glossar erhöhen den praktischen Nutzen.