

Bei ihrem Besuch der Leipziger Strombörse im August sparte die Bundeskanzlerin nicht mit großen Worten: „Ich glaube, hier wird Energiegeschichte geschrieben.“ Hoch über den Dächern von Leipzig zeigte sich Frau Merkel voll des Lobes für die dort ansässige European Energy Exchange AG (EEX). Deren Kooperation mit der französischen Strombörse Powernext sei wegweisend für weitergehende europäische Ziele. Leipzig und der Freistaat Sachsen könnten auf das, was hier entstanden sei, stolz sein.

Noch vor drei Jahren wäre eine solche Lobrede, zumal von der Regierungschefin persönlich, undenkbar gewesen. Die Stimmung war seinerzeit gereizt. Industriunternehmen beklagten auf breiter Front den Anstieg der Börsenpreise für Strom, deren Entwicklung, so der Vorwurf, nicht auf die Preisentwicklung der Primärenergieträger zurückzuführen war. Zwischen Anfang 2003 und Ende 2007 stieg der Preis für sogenannte Grundlastlieferungen im jeweiligen Folgejahr um 140 Prozent von rund 25 Euro pro Megawattstunde auf rund 60 Euro. Die Europäische Kommission ging derweil dem Verdacht nach, dass deutsche Stromversorgungsunternehmen im kurzfristigen Börsenhandel (Spotmarkt) gezielt Angebotsverknappung betrieben haben könnten, um den Preis künstlich in die Höhe zu treiben. Parallel dazu sorgte Anfang 2007 eine anonyme E-Mail für Aufregung, die – wie sich später herausstellte – von einem EEX-Mitarbeiter stammte und den Vorwurf erhob, die Preise an der Strombörse seien von einem großen Energieversorger gezielt manipuliert worden.

Kritik wurde 2006 auch an dem gesetzlichen Rahmen für den börslichen und außerbörslichen Stromhandel laut. Bei einer Anhörung im Finanzausschuss des Bundestages attestierte der Augsburger Juraprofessor und Fachmann für Kapitalmarktrecht Thomas Möllers dem börslichen Stromhandel eine „Aura der Gesetzlosigkeit“. Die Tatsache, dass an der Strombörse (und an organisierten Warenmärkten insgesamt) kein strafbewehrtes Insiderhandelsverbot existiere, sei „eine eklatante Rechtslücke“. Ganz ähnlich sah es die

„Die deutsche Stromspotbörse ist offshore gegangen, an einen Ort ohne Aufsicht.“

Bund-Länder-Arbeitsgruppe „Verbesserung der Markttransparenz im Stromgroßhandel? Strompreisbildung an der EEX“, die auf Initiative von Hessen und Sachsen eingerichtet worden war. Die Bundesregierung müsse, so schnell wie möglich für „die Erweiterung der Vorschriften zur Sanktionierung von Insidergeschäften sowie die Einführung gesetzlicher Melde- beziehungsweise Veröffentlichungspflichten der Handelsteilnehmer für ihre nicht über die Börse abgewickelten Geschäfte“ sorgen, hieß es Ende 2007 im Abschlussbericht der Arbeitsgruppe.

Signalisiert also der Strombörsen-Auftritt der Kanzlerin in diesem Jahr, dass die Probleme im Stromhandelsmarkt gelöst sind? Mitnichten, denn die Lücken in den gesetzlichen Regelungen bestehen fort. Schlimmer noch: Seit September 2009 ist der Spotmarkt für Strom, also jener Markt, auf dem täglich die Preise für die kurzfristigen Stromlieferungen am Folgetag bestimmt werden und der maßgeblich für das Strompreisniveau in Deutschland ist, ohne behördliche Aufsicht. Ursache dafür ist die im Rahmen der – von der Kanzlerin gelobten – Kooperation zwischen der Leipziger und der Pariser Strombörse vollzogene Verlagerung des Stromspotmarktes von Leipzig nach Paris, wo er jedoch keiner Börsen- oder Handelsaufsicht unterliegt.

Wie konnte es dazu kommen? Schon seit 2002 war es erklärtes Ziel der EEX, ein „europäischer Marktplatz für Energie“ zu werden. In diesem Sinne wurde vor drei Jahren der tägliche Stromspothandel in eine gemeinsam mit der französischen Strombörse gegründete Tochtergesellschaft EEX Power Spot GmbH mit Sitz in Leipzig ausgegliedert. Als Warenbörse unterlag diese Stromspotbörse ebenso wie der börsliche Terminmarkt dem deutschen Börsengesetz. Börsenrechtlich zuständig für die Aufsicht ist das jeweilige Bundesland, im Falle von Leipzig oblag sie dem sächsischen Wirtschaftsministerium.

Die weitergehenden Kooperationspläne zwischen EEX und Powernext sahen eine Überkreuz-Verbindung beider Börsengesellschaften vor. Der deutsche Spotmarkt sollte nach Paris verlagert und dort parallel mit dem französischen Spotmarkt betrieben werden. Umgekehrt sollte der französische Terminmarkt von Paris nach Leipzig in die EEX Power Derivatives GmbH überführt werden.

Dass dieser Schritt schwerwiegende Konsequenzen für die Aufsicht haben würde, war den Beteiligten damals klar. Die sächsische Börsenaufsicht würde ihre Zuständigkeit verlieren, während in Frankreich keine Behörde an ihre Stelle träte. Dessen ungeachtet wurde das Vorhaben verwirklicht. Zum 1. September 2009 wurde die Leipziger EEX Power Spot GmbH, die bisherige Börsengesellschaft für den Spotmarkt, auf die französische EPEX Spot SE verschmolzen, deren Sitz bis heute Paris ist.

Die fehlende Aufsicht in Frankreich ist jedoch nicht Folge einer möglicherweise per se unzureichenden französischen Auf-

sicht. Ausschlaggebend sind vielmehr rechtliche Gründe: Die mit der Energiehandelsaufsicht betraute Commission de Régulation de l'Énergie (kurz CRE) ist nach französischem Recht ausschließlich für den französischen Energiehandel sowie für grenzüberschreitende Transaktionen zuständig. Da der tägliche Handel an der Stromspotbörse für das Marktgebiet Deutschland jedoch keine grenzüberschreitende Transaktion, sondern eine sich innerhalb Deutschlands vollziehende Stromlieferung darstellt, ist die Preisbildung für das Marktgebiet Deutschland schlicht und einfach der Zuständigkeit der CRE entzogen. Im Jargon der Finanzmärkte ausgedrückt ist die deutsche Stromspotbörse 2009 also „offshore“ gegangen, an einen Ort ohne Aufsicht.

Angesichts dieser gravierenden Lücken muss man sich fragen, ob die Bundeskanzlerin gut beraten war, diese Problematik in Leipzig nicht nur unerwähnt zu lassen,

Europäische Kommission 2007 geführt hat: der Verdacht der Kapazitätszurückhaltung am Stromspotmarkt. Zwar schloss Eon mit der Kommission im Frühjahr 2008 einen Vergleich, mit dem das Verfahren gegen die Zusage von Eon, rund ein Fünftel seiner Erzeugungskapazitäten im deutschen Markt zu veräußern, eingestellt wurde. In ihrer Entscheidung zur Verfahrenseinstellung jedoch skizzierte die Kommission, worum es gegangen war: „Der vorläufigen Beurteilung der Kommission zufolge hat Eon die Strategie verfolgt, verfügbare Erzeugungskapazität kurzfristig zurückzuhalten, um die Preise in die Höhe zu treiben.“ Sie stellte fest, „dass der kurzfristige Effekt sich zu einem langfristigen Effekt entwickeln könnte, weil die langfristigen Märkte von den Trends der kurzfristigen Preise abhängen“. Und ferner: „Sollte Eon Kapazität zurückgehalten haben, hätte dies auch zu einer erhöhten Volatilität geführt, durch

deren Begründung setzte sie sich inhaltlich nicht auseinander. Dem Bundesrat blieb nach seinem Scheitern wenig mehr, als im Mai 2007 seine Forderungen mit einer rein deklaratorischen Entschließung nochmals zu Protokoll zu geben. Zufrieden hingegen wird seinerzeit der VDEW, der Branchenverband der Stromwirtschaft, gewesen sein. Dort hatte man nachdrücklich eine Beschränkung auf eine „Eins-zu-Eins-Umsetzung“ gefordert. Zwei Jahre später kam es immerhin noch zu einer kleinen Gesetzesänderung, ebenfalls auf Initiative von Sachsen: Im März 2009 wurde Paragraph 7 Absatz 1 Börsengesetz ergänzt und damit die Befugnisse der EEX-internen Handelsüberwachungsstelle erweitert. Deren gesetzlich definierte Aufgaben – Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Bestimmung im börslichen Handelsgeschäft – erstrecken sich seitdem nicht lediglich auf den an der Börse ausgeführten Handel, son-

deren Begründung setzte sie sich inhaltlich nicht auseinander. Dem Bundesrat blieb nach seinem Scheitern wenig mehr, als im Mai 2007 seine Forderungen mit einer rein deklaratorischen Entschließung nochmals zu Protokoll zu geben. Zufrieden hingegen wird seinerzeit der VDEW, der Branchenverband der Stromwirtschaft, gewesen sein. Dort hatte man nachdrücklich eine Beschränkung auf eine „Eins-zu-Eins-Umsetzung“ gefordert. Zwei Jahre später kam es immerhin noch zu einer kleinen Gesetzesänderung, ebenfalls auf Initiative von Sachsen: Im März 2009 wurde Paragraph 7 Absatz 1 Börsengesetz ergänzt und damit die Befugnisse der EEX-internen Handelsüberwachungsstelle erweitert. Deren gesetzlich definierte Aufgaben – Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Bestimmung im börslichen Handelsgeschäft – erstrecken sich seitdem nicht lediglich auf den an der Börse ausgeführten Handel, son-

derung der Handelsüberwachungsstelle für Börsenangehörige nur ein Zwischenschritt in deren Karriere ist, wird auch dies die Unabhängigkeit relativieren. Die vormalige Leiterin der Handelsüberwachungsstelle beispielsweise ist heutzutage Finanzvorstand der EEX AG.

Was also ist zu tun? Ein Schritt in die richtige Richtung ist die von der Bundesregierung im Rahmen des neuen Energiekonzepts angekündigte „Markttransparenzstelle“, deren Zweck die „Aufdeckung möglichen Fehlverhaltens bei der Preisbildung“ sein soll. Die zentrale Erfassung aller relevanten Daten aus dem Stromgroßhandel und deren kontinuierliche Überwachung (Monitoring) ist eine wesentliche Voraussetzung für eine effektive Aufsicht. Seit Jahren wird eine solche Institution gefordert, auch von der Monopolkommission. Das Projekt, das noch in einem frühen Planungsstadium zu sein scheint, muss jedoch zügig vor-

Kevin Canty und Volker Lüdemann

# Strompreisbildung ohne Aufsicht

Seit einem Jahr ist der Spotmarkt für Strom, also jener Markt, auf dem täglich die Preise für die kurzfristigen Stromlieferungen am Folgetag bestimmt werden und der maßgeblich für das Strompreisniveau in Deutschland ist, ohne behördliche Aufsicht. Auch fehlt ein Verbot des Insiderhandels. Die mangelnde Kontrolle öffnet Marktmissbrauch und Manipulation der Strompreise Tür und Tor. Für die Wirtschaft kann das sehr teuer werden.



Wie kommt der Wettbewerb in den Strom? Die Gebühren für den Stromtransport durch die Netze werden überwacht. Aber niemand passt auf, dass der Preis nicht schon vor der Einspeisung manipuliert wird. Foto dpa

sondern faktisch den gegenteiligen Eindruck zu erwecken. Der Kontrast zu den intensiven Diskussionen um Verschärfungen der Finanzmarktaufsicht könnte kaum größer sein. Gerade der Großhandelsmarkt für Strom ist aufgrund fehlender Speicherbarkeit und einhergehender Volatilität besonders anfällig für Manipulationsversuche. „Marktteilnehmern auf den Börsenmärkten für Elektrizität bieten sich vielfältige Möglichkeiten zur wohlfahrtsschädigenden Ausnutzung ihrer Marktmacht auf dem Erzeugermarkt“, urteilte die Monopolkommission im vergangenen Jahr.

Die gesamtwirtschaftliche Tragweite verzerrter Preise ist immens. Da die Stromspotbörse preisbestimmend auch auf den außerbörslichen Handel und die Terminmärkte wirkt, lässt sich die Auswirkung einer Preisüberhöhung hochrechnen auf den Jahresgesamtverbrauch in Deutschland. Käme es infolge von Insiderhandel oder Marktmanipulation des börslichen Spotmarktes zu einer Überhöhung der Terminpreise für das kommende Jahr um nur 1 Prozent (gegenwärtig rund 0,5 Euro pro Megawattstunde), dann hätte dies schon Megawattstunden in einer Viertelmilliarde Euro im Jahr zur Folge.

Eine solche Strategie zur künstlichen Preisanhebung stand im Mittelpunkt eines Kartellverfahrens gegen Eon, das die

die sich der Aufschlag erhöht, den Abnehmer von Terminprodukten zu akzeptieren bereit sind.“

Auf eine Strafanzeige hin hat sich auch die Staatsanwaltschaft Düsseldorf mit den Vorwürfen befasst. Die Einleitung eines Verfahrens lehnte sie jedoch ab, da es an einem Anfangsverdacht gemangelt habe. Ohne ein gesetzliches Verbot, Stromerzeugungskapazität zurückzuhalten, bestünde keine Möglichkeit, den Sachverhalt strafrechtlich aufzuklären, stellte die Staatsanwaltschaft fest. Den Anfangsverdacht einer Marktmanipulation durch Kapazitätszurückhaltung festzustellen scheiterte auch daran, „dass es mangels entsprechender gesetzlicher Überwachungsmöglichkeit zur Zeit an Prüf- und Kontrollergebnissen für den OTC-Handel (außerbörslicher Handel) durch die Börsenaufsicht und die Bafin fehlt“. Die Staatsanwaltschaft brachte damit genau jene Probleme auf den Punkt, die zwei Jahre zuvor der Bundesrat hatte lösen wollen: lückenhafte Verbotsvorschriften und fehlender Überblick der zuständigen Behörden über das Marktgeschehen.

Die größte Gesetzeslücke ist wohl das fehlende Verbot des Insiderhandels. Während das Wertpapierhandelsgesetz das Börsengeschehen in Bezug auf Wertpapierhandel umfassend regelt und klare Verbotsvorschriften enthält, fehlen für den Stromspotmarkt jegliche Verbote in Bezug auf Insiderhandel.

haltenskodex ist somit wenig mehr als Augenwischerei.

Unzureichend sind ferner die gesetzlichen Dokumentationspflichten. Denn nach dem Wertpapierhandelsgesetz sind lediglich Finanzinstitute meldepflichtig, die jedoch an der Leipziger Börse nur einen Bruchteil der Handelsteilnehmer ausmachen. Zudem erstreckt sich die Meldepflicht nicht auf Waren (also Strom), da diese keine „Finanzinstrumente“ sind. Die gemeinsame Arbeitsgruppe der europäischen Finanz- und Energieaufsichtsbehörden wies in diesem Zusammenhang unlängst darauf hin, dass gerade durch die fehlenden Dokumentationspflichten solche Bedingungen gefördert werden könnten, in denen Marktmissbrauch möglich war.

Weil diese Defizite schon vor vier Jahren bekannt waren, hatte der Bundesrat im Rahmen der Umsetzung der Finanzmarkttrichlinie (Mifid) die Ausweitung der Meldepflichten auch auf Nicht-Banken und Waren gefordert. Andernfalls laufe das Verbot der Marktmanipulation praktisch ins Leere und sei insbesondere in Bezug auf Waren nur schwer durchsetzbar. Die vorgeschlagene Meldepflicht sei „eine wesentliche Grundlage für die Insiderüberwachung und die Kontrolle über die Marktmanipulation“ und „unabdingbar“ für „ordnungsgemäße“ Aufsicht durch die Finanzaufsicht Bafin. Initiator der Vor schläge war Sachsen, also das Land, das für die Börsenaufsicht zuständig war.

Die Reaktion der damaligen Bundesregierung auf die Reformvorschläge des Bundesrates, fiel dürr aus: In ihrer Stellungnahme vom 16. Januar 2007 stellt sie lapidar fest, dass die vorgeschlagenen Meldepflichten „nicht nur über das Prinzip der Eins-zu-Eins-Umsetzung hinaus“ gingen, sondern „auch einen nationalen Alleingang darstellen“. Meldepflichten für Spotgeschäft mit Waren, so die Bundesregierung, sehe die Finanzmarkttrichlinie nicht vor.

Liest man diese Stellungnahme heute, kommt man aus dem Staunen nicht heraus. Die Bundesregierung stellte sich gegen effektivere Bekämpfung von Marktmanipulation und Insiderhandel mit der Begründung, dies würde einen nationalen Alleingang darstellen. Mit den Änderungsvorschlägen des Bundesrates und

den auch auf jene außerbörslichen Handelsgeschäfte, die nicht über die Börse geschlossen werden, dort aber im Clearing abgewickelt werden. Gleichwohl: Auch hier verbleiben erhebliche Lücken, denn sämtliche außerbörslichen Geschäfte, die nicht über das Clearing der EEX abgewickelt werden, sind weiterhin einer Erfassung entzogen.

Aber ist ein Konstrukt wie die börseninterne Handelsüberwachungsstelle hinreichend unabhängig, um jedem Verdacht auf Marktmissbrauch konsequent nachzu-

„Die gesamtwirtschaftliche Tragweite verzerrter Strompreise ist immens.“

gehen? Im Falle der EEX ist der Leiter der Handelsüberwachungsstelle in Personalunion auch der Chefjurist der EEX AG, der Trägergesellschaft der Börse. Das Börsengesetz schreibt vor, dass die Angehörigen der Handelsüberwachungsstelle nur dann von der Geschäftsführung der Börse zusätzliche Aufgaben übertragen bekommen dürfen, wenn dadurch die Erfüllung der Überwachungsaufgaben der Handelsüberwachungsstelle nicht beeinträchtigt wird. Ist die Bewältigung beider Funktionen ohne Interessenkollisionen möglich? Man führe sich den eingangs erwähnten Fall der anonymen E-Mail vor Augen: Der Chefjurist der Börsengesellschaft wird die Person bei der Staatsanwaltschaft anzeigen (müssen) und bemüht sein, den Reputationsschaden der Börse möglichst gering zu halten. Als Leiter der Handelsüberwachungsstelle hingegen ist er gesetzlich gehalten, unabhängig (und insbesondere ohne Einflussnahme durch den Chefjuristen der Börse) dem Verdacht auf Preismanipulation auf den Grund zu gehen und die zuständigen Aufsichtsbehörden einzuschalten. Ein geradezu klassischer Interessenkonflikt.

Schwerer wiegt ein anderes Problem: Solange die Handelsüberwachungsstelle von der Trägergesellschaft der Börse bezahlt wird, sind Interessenkonflikte strukturell programmiert. Und solange die Lei-

angetrieben werden, damit nicht weitere Jahre vergehen, bevor sich diese Markttransparenzstelle ein umfassendes Bild von den Geschehnissen an Börse und Stromgroßhandelsmarkt gemacht hat.

Angesiedelt werden soll die Markttransparenzstelle laut Energiekonzept beim Bundeskartellamt in Bonn. Derweil bemüht sich die benachbarte Bundesnetzagentur auf europäischer Ebene um eine maßgebliche Aufsichtsrolle im Stromhandelsmarkt. Auch hier muss dafür Sorge getragen werden, dass die Aufsicht nicht bereits vorab durch Kompromisse bei der Zuständigkeit geschwächt wird. Die Markttransparenzstelle darf nicht als potemkinscher Hochsitz am Rhein enden.

Werden wir mit funktionierender Aufsicht wissen, ob das derzeitige Strompreisniveau überhöht ist? Garantiert ist das nicht. Bislang aber kann wegen fehlender Daten und unzureichender Aufsicht ein Vorwurf des Marktmissbrauchs weder belegt noch widerlegt werden. Angesichts der Bedeutung des Stromhandels darf das kein Dauerzustand werden. Die Erfahrungen der Finanzkrise haben deutlich vor Augen geführt, dass es allzu naiv ist zu glauben, freiwillige Selbstverpflichtungen und „Codes of Conduct“ allein könnten greifbare Manipulationsanreize und allfällige Interessenkonflikte im Zaum halten. Vor allem wird erhöhte Wachsamkeit des Gesetzgebers geboten sein: Der Ruf betroffener Energieunternehmen nach „maßgeschneiderter“ Regulierung erinnert auf fatale Weise an die unzulänglichen Regulierungsdiskussionen im Finanzmarkt vor dem Crash. Mit der Einführung eines Insiderhandelsverbots zu warten, bis auf europäischer Ebene entsprechende Richtlinien oder Verordnungen dies verbindlich machen, ist angesichts der dargelegten volkswirtschaftlichen Bedeutung des Stromgroßhandelsmarktes nachgerade fahrlässig.

Auch für die Stromhandelsmärkte muss das gelten, was die Bundeskanzlerin mit Blick auf die Regulierungsdefizite in den Finanzmärkten gesagt hat, zuletzt im Vorfeld des G-20-Gipfels in Südkorea: „Alle Finanzmärkte, alle Finanzmarktakteure und alle Finanzinstrumente müssen einer angemessenen Aufsicht und Regulierung unterworfen werden.“ Fände diese Maxime auch auf den Stromgroßhandelsmarkt und die dortige Preisbildung Anwendung, wären wir einen entscheidenden Schritt weiter.

## Die Autoren



**Kevin Canty** ist Energiefachmann und unabhängiger Sachverständiger für die Kalkulation von Preisen und Netzentgelten in netzgebundenen Industrien. Der 41 Jahre alte Volkswirt beobachtet seit Jahren die Entwicklung der Energiemärkte und insbesondere die Ausgestaltung der Aufsicht. Er arbeitet auch als Gerichtsgutachter in zivilrechtlichen Verfahren zur Höhe von Netzentgelten und berät Regierungsinstitutionen und Behörden zu wettbewerbspolitischen Fragen im Energiebereich.



**Volker Lüdemann** ist seit 2009 Professor für Wirtschafts-, Wettbewerbs- und Versicherungsrecht an der Hochschule Osnabrück. Mit seinem Co-Autor Canty verbindet ihn das Interesse an aufsichtsrechtlichen Fragestellungen. Geboren in Hagen (Westfalen), hat Lüdemann Bankkaufmann gelernt und dann Jura und Volkswirtschaftslehre in Heidelberg studiert, im Jahr 2000 folgte die Promotion in Osnabrück. Danach arbeitete er einige Jahre als Anwalt im Volkswagen-Konzern. (hig.)