

# Inhaltsverzeichnis

|                                                                                  |    |
|----------------------------------------------------------------------------------|----|
| Abkürzungsverzeichnis                                                            | 19 |
| § 1 Einführung                                                                   | 25 |
| A. Relevanz des Stromhandels                                                     | 25 |
| B. Regulierung des Stromhandels zwischen Kapitalmarkt-, Börsen- und Energierecht | 26 |
| C. Problemstellung und Gang der Arbeit                                           | 27 |
| § 2 Ökonomische Theorie und Stromhandel                                          | 29 |
| A. Mikroökonomische und industrieökonomische Grundlagen                          | 29 |
| I. Einflussfaktoren auf Marktstrukturen                                          | 29 |
| 1. Wohlfahrtsmaximierung als Beurteilungskriterium                               | 29 |
| 2. Gewinnmaximierendes Verhalten                                                 | 30 |
| 3. Marktmacht und Marktstruktur                                                  | 31 |
| a. Wettbewerbsmarkt (Polypol)                                                    | 31 |
| b. Monopol                                                                       | 32 |
| c. Oligopol                                                                      | 32 |
| II. Elastizität von Nachfrage und Angebot                                        | 33 |
| III. Marktkonzentration                                                          | 34 |
| IV. Markteintrittsbarrieren                                                      | 34 |
| V. Vertikale Marktstrukturen                                                     | 35 |
| VI. Zusammenfassung                                                              | 36 |
| B. Auswirkung der Wareneigenschaften von Elektrizität auf die Marktstruktur      | 36 |
| I. Netzgebundenheit und Nicht-Speicherbarkeit von Strom                          | 36 |
| II. Begünstigung von horizontaler Marktkonzentration im Erzeugungsmarkt          | 37 |
| 1. Skaleneffekte                                                                 | 37 |
| 2. Preiszyklizität                                                               | 37 |
| a. Geringe kurzfristige Angebotselastizität                                      | 38 |
| b. Geringe kurzfristige Nachfrageelastizität                                     | 38 |
| c. Fluktuierende Nachfrage                                                       | 38 |
| 3. Kapitalintensität als Markteintrittsbarriere                                  | 39 |
| III. Marktmachtausübung auf Strommärkten                                         | 40 |
| 1. Marktmachtausübung auf dem Erzeugungsmarkt                                    | 40 |
| 2. Empirische Untersuchungen zur Marktmacht                                      | 41 |
| IV. Begünstigung vertikaler Integration                                          | 41 |

|      |                                                                     |    |
|------|---------------------------------------------------------------------|----|
| 1.   | Verminderung von Koordinationskosten zwischen Erzeugungsanlagen     | 41 |
| 2.   | Netz als natürliches Monopol                                        | 42 |
| V.   | Zusammenfassung                                                     | 42 |
| C.   | Bedeutung von Informationen für Waren- und Wareterminmärkte         | 43 |
| I.   | Wertschöpfungsmöglichkeiten im physikalischen Handel mit Strom      | 43 |
| 1.   | Handel als Austausch                                                | 43 |
| 2.   | Wertschöpfung durch Verringerung von Transaktionskosten             | 43 |
| 3.   | Wertschöpfung durch Portfolio- und Risikomanagement                 | 44 |
| II.  | Funktion und Wertschöpfung im Terminhandel mit Strom                | 45 |
| 1.   | Funktion von Wareterminmärkten                                      | 46 |
| a.   | Hedging-Funktion                                                    | 46 |
| b.   | Preisbildungs-Funktion (Informationsaggregation)                    | 47 |
| 2.   | Transparenz von Wareterminmärkten                                   | 47 |
| a.   | Effizienz von Märkten                                               | 47 |
| b.   | Mechanismus der Informationsverarbeitung auf Terminmärkten          | 48 |
| c.   | Effizientes Maß an Transparenz                                      | 49 |
| d.   | Effekt von Transparenz auf den Wettbewerb                           | 50 |
| 3.   | Wertschöpfung auf Wareterminmärkten                                 | 51 |
| a.   | Handel durch „informierte“ Händler                                  | 52 |
| b.   | Handel durch „nicht-informierte“ Händler                            | 52 |
| III. | Informationsbedarf im Handel mit leistungsgebundenen Energieträgern | 52 |
| 1.   | Informationen bezüglich des Handels                                 | 53 |
| 2.   | Informationen bezüglich der Leitungsinfrastruktur                   | 53 |
| 3.   | Veröffentlichung ex ante und ex post                                | 54 |
| 4.   | Zeitnahe Veröffentlichung von Daten                                 | 54 |
| IV.  | Zusammenfassung                                                     | 55 |
| D.   | Marktmissbrauch auf Waren- und Wareterminmärkten                    | 55 |
| I.   | Formen der Marktmanipulation                                        | 56 |
| 1.   | Informationsbasierte Manipulation                                   | 56 |
| a.   | Nachfrageprognosen                                                  | 56 |
| b.   | Anmeldung von Fahrplänen und Lastdaten                              | 56 |
| c.   | Transaktionsdaten                                                   | 57 |
| d.   | Verfügbarkeit von Netz- und Erzeugungskapazität                     | 57 |
| 2.   | Handelsbasierte Manipulation                                        | 57 |
| 3.   | Ausübung von Marktmacht                                             | 58 |
| II.  | Insiderhandel in Warenderivaten                                     | 59 |
| 1.   | Ökonomische Grundlagen für Insiderregelungen                        | 59 |
| a.   | Wirkung von Insiderhandel innerhalb von Unternehmen                 | 59 |
| b.   | Wirkung von Insiderhandel auf den Markt                             | 60 |
| 2.   | Unterschiede von Waretermin- und Wertpapierhandel                   | 60 |
| a.   | Wareterminhandel als kommerzielle Tätigkeit                         | 61 |
| b.   | Kein Emittent bei Warenderivaten                                    | 61 |
| 3.   | Ansatzpunkte für Insiderregelungen bei Warenderivaten               | 61 |

|            |                                                                    |           |
|------------|--------------------------------------------------------------------|-----------|
| a.         | Informationsnutzung durch Unternehmen                              | 61        |
| b.         | Informationsnutzung durch Dritte (Informationsempfänger)           | 62        |
| c.         | Informationsnutzung durch am Handel Beteiligte                     | 63        |
| III.       | Zusammenfassung                                                    | 64        |
| E.         | Ergebnis der ökonomischen Betrachtung                              | 64        |
| <b>§ 3</b> | <b>Aufsichtsregime anderer Stromhandelsmärkte</b>                  | <b>66</b> |
| <b>A.</b>  | <b>Aufsicht in den USA</b>                                         | <b>66</b> |
| I.         | Marktrahmenbedingungen                                             | 66        |
| II.        | Energiemarktaufsicht                                               | 68        |
| 1.         | Historische Entwicklung von der Preisaufsicht zur Marktaufsicht    | 68        |
| 2.         | Marktmissbrauchsverbot des Energy Policy Act of 2005               | 70        |
| 3.         | Ausgestaltung des Marktmissbrauchsverbot durch die FERC            | 70        |
| a.         | Anwendbarkeit im Zuständigkeitsbereich der FERC                    | 71        |
| b.         | Manipulationshandlungen nach den Market Behavior Rules             | 72        |
| aa)        | Leer- oder Nulltransaktionen („wash trades“)                       | 73        |
| bb)        | Anmeldung falscher Fahrpläne                                       | 74        |
| cc)        | Erzeugung künstlicher Kapazitätsengpässe („artificial congestion“) | 74        |
| dd)        | Kollusion mit anderen Marktteilnehmern                             | 75        |
| ee)        | Zurückhalten von Erzeugungskapazität („capacity withholding“)      | 75        |
| ff)        | Angabe falscher Informationen gegenüber offiziellen Stellen        | 76        |
| c.         | Subjektiver Tatbestand für das Marktmissbrauchsverbot              | 77        |
| d.         | Insiderhandel als Missbrauchstatbestand nach Rule 1c.2a(2)         | 77        |
| aa)        | Grundsätze der SEC Rule 10b-5                                      | 77        |
| bb)        | Zweckentfremdung von Informationen unter Rule 1c.2                 | 78        |
| cc)        | Keine Offenlegungspflicht im Rahmen von Rule 1c.2                  | 79        |
| III.       | Warenterminmarktaufsicht                                           | 79        |
| 1.         | Zuständigkeit der Commodities Futures Trading Commission           | 80        |
| 2.         | Marktmissbrauchsverbote                                            | 81        |
| a.         | Manipulationsverbote                                               | 81        |
| b.         | Insiderhandelsverbote                                              | 82        |
| 3.         | Handelsüberwachung                                                 | 83        |
| a.         | Large Trader Reporting Program                                     | 83        |
| b.         | Positionslimits                                                    | 83        |
| IV.        | Zusammenfassung                                                    | 84        |
| <b>B.</b>  | <b>Aufsicht in Großbritannien</b>                                  | <b>85</b> |
| I.         | Hintergrund und Marktrahmenbedingungen                             | 85        |
| II.        | Rechtsquellen                                                      | 86        |
| 1.         | Kapitalmarktrechtliche Vorgaben                                    | 86        |
| 2.         | Energierechtliche Vorgaben                                         | 86        |

|      |                                                                                 |     |
|------|---------------------------------------------------------------------------------|-----|
| III. | Kapitalmarktrechtliches Marktmisbrauchsverbot                                   | 87  |
| 1.   | Sachlicher Anwendungsbereich                                                    | 87  |
| 2.   | Verbot des Insiderhandels                                                       | 87  |
| 3.   | Verbot der Marktmanipulation                                                    | 88  |
| IV.  | Erfassung von Marktmisbrauch durch Strafrecht und Common Law                    | 88  |
| V.   | Genehmigungspflichtige Tätigkeiten                                              | 89  |
| 1.   | Allgemeiner Genehmigungsvorbehalt für Investitionstätigkeiten                   | 89  |
| 2.   | Sachlicher Anwendungsbereich des Genehmigungsvorbehalts                         | 89  |
| a.   | Handel mit spezifizierten Instrumenten<br>("specified investments")             | 89  |
| b.   | Genehmigungspflichtige Energiehandelsaktivitäten                                | 91  |
| c.   | Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente                      | 92  |
| 3.   | Zulassung und Pflichten nach Genehmigungserteilung                              | 92  |
| a.   | Genehmigungsvoraussetzungen und Pflichten nach Zulassung                        | 92  |
| b.   | Die Zulassung für Energiemarktteilnehmer                                        | 93  |
| VI.  | Zusammenfassung                                                                 | 94  |
| C.   | Aufsicht in Norwegen                                                            | 95  |
| I.   | Marktrahmenbedingungen                                                          | 95  |
| II.  | Rechtsquellen und deren Anwendbarkeit                                           | 95  |
| 1.   | Anwendbarkeit der Wertpapierhandelsregeln auf Energiegeschäfte                  | 96  |
| 2.   | Handelsregeln der Energiebörsen Nord Pool                                       | 97  |
| 3.   | Genehmigungsvorbehalte nach dem Energiegesetz                                   | 97  |
| III. | Inhalt und Umfang des Insiderhandelsverbots                                     | 98  |
| 1.   | Gesetzliche Insiderregelung                                                     | 98  |
| a.   | Allgemeine Definition der Insiderinformation                                    | 99  |
| b.   | Insiderinformation bei Warenauslieferungen                                      | 99  |
| c.   | Pflichten in Bezug auf Insiderinformationen                                     | 100 |
| d.   | Frontrunning-Verbot nach dem Börsengesetz                                       | 100 |
| 2.   | Handelsregeln (Trading Rules) der Strombörsen Nord Pool                         | 101 |
| a.   | Anwendung der Insiderregelung auf Spot- und Forwardmarkt                        | 101 |
| b.   | Insiderinformationen bezüglich Kapazitätssituation im Markt                     | 101 |
| c.   | Handels- und Verkaufsstrategien als Insiderinformation                          | 102 |
| d.   | Wissenszurechnung innerhalb marktteilnehmender Unternehmen                      | 102 |
| e.   | Organisationspflicht zur Trennung des Handels von anderen Unternehmensbereichen | 103 |
| IV.  | Publizitätspflichten der Energiemarktteilnehmer                                 | 104 |
| 1.   | Gesetzliche Publizitätspflichten                                                | 104 |
| a.   | Wertpapierrechtliche Ad-hoc-Publizitätspflicht für Emittenten                   | 104 |
| b.   | Energierechtliche Publizitätspflichten                                          | 104 |
| 2.   | Publizitätspflichten durch Handelsregeln                                        | 104 |
| a.   | Ad-hoc-Publizitätspflicht für Insiderinformationen                              | 104 |
| b.   | Reporting außerbörslicher Handelsgeschäfte                                      | 105 |
| c.   | Auskunftspflichten gegenüber der Börse                                          | 105 |

|                                                                  |     |
|------------------------------------------------------------------|-----|
| 3. Transparenzpflichten der Börse                                | 106 |
| V. Verbot der Marktmanipulation                                  | 106 |
| 1. Gesetzliches Marktmanipulationsverbot                         | 106 |
| 2. Manipulationsverbot nach Handelsregeln                        | 106 |
| VI. Zusammenfassung                                              | 107 |
| D. Überblick über die betrachteten Regelungsmodelle              | 108 |
| I. Nutzung handelsrelevanter Informationen                       | 108 |
| II. Marktmachtmanipulationen                                     | 108 |
| III. Aufsichtsverantwortung                                      | 109 |
| <br>§ 4 Europarechtlicher Rahmen                                 | 110 |
| A. Die Richtlinie 2003/6/EG (Marktmissbrauchsrichtlinie)         | 110 |
| I. Zielsetzung und Inhalt                                        | 110 |
| II. Anwendungsbereich bei Derivaten                              | 112 |
| III. Insiderregelung                                             | 112 |
| 1. Insiderinformation                                            | 112 |
| a. Insiderinformation bei Warenderivaten                         | 113 |
| b. Insiderinformation bezüglich Orderinformationen               | 114 |
| 2. Kurserheblichkeit und Marktüblichkeit der Insiderinformation  | 114 |
| 3. Die Bestimmung der zulässigen Marktplaxis                     | 115 |
| IV. Ad-hoc-Publizitätspflicht für Insiderinformationen           | 115 |
| 1. Handelsteilnehmer als „Emittent“ börslicher Terminkontrakte   | 116 |
| a. Emittentenbegriff der Marktmissbrauchsrichtlinie              | 116 |
| b. Differenzierte Regelung für Wertpapiere und Warenderivate     | 117 |
| 2. Börse als Emittent börslicher Terminkontrakte                 | 118 |
| a. Funktionale Ähnlichkeit zwischen Wertpapieremittent und Börse | 118 |
| b. Bezug von der Börse verfügbaren Informationen                 | 119 |
| c. Ad-hoc-Pflicht der Börse im System der Publizitätspflichten   | 120 |
| 3. Emittenten von bedingten Wareterminkontrakten (Optionen)      | 120 |
| V. Marktmanipulationsverbot                                      | 121 |
| 1. Geschäfte mit falscher oder irreführender Signalwirkung       | 121 |
| a. Physische Geschäfte mit Signalwirkung für Terminmärkte        | 122 |
| b. Sonstige Handlungen mit manipulativer Signalwirkung           | 123 |
| 2. Geschäfte unter Ausnutzung von Marktmacht                     | 124 |
| 3. Verbreitung von Informationen                                 | 125 |
| a. Begriff der Verbreitung von Informationen                     | 125 |
| b. Verschweigen von Informationen                                | 126 |
| 4. Vorspiegelung falscher Tatsachen oder sonstiger Täuschung     | 126 |
| 5. Beurteilung von Marktverhalten                                | 127 |
| a. Objektive Manipulationseignung                                | 127 |
| b. Legitime Gründe und zulässige Marktplaxis                     | 127 |
| VI. Vorgaben zur Durchführung der Marktaufsicht                  | 127 |

|            |                                                                           |            |
|------------|---------------------------------------------------------------------------|------------|
|            | VII. Zusammenfassung                                                      | 128        |
| B.         | Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente 2004/39/EG (MiFID)       | 128        |
|            | I. Zielsetzung des Einbezugs von Warenderivaten                           | 129        |
|            | II. Waren als Basiswert für Derivatkontrakte                              | 130        |
|            | III. Merkmale von Warenderivaten und sonstigen Derivaten                  | 131        |
|            | 1. Nichterfassung von Spotgeschäften                                      | 132        |
|            | 2. Obligatorischer und fakultativer Barausgleich                          | 133        |
|            | 3. Über multilaterale Handelssysteme gehandelte Kontrakte                 | 134        |
|            | 4. Derivatkontrakte mit sonstigen Merkmalen derivativer Finanzinstrumente | 135        |
|            | a. Kriterienkatalog des CESR                                              | 135        |
|            | b. Konkretisierung der Merkmale durch Verordnung 1287/2006/EG             | 136        |
|            | c. Kommerzieller Zweck und objektive Merkmale                             | 137        |
|            | 5. Nichterfassung von Regelgeschäften von Netzbetreibern                  | 137        |
|            | IV. Zusammenfassung                                                       | 138        |
| C.         | Die Vorgaben für den gemeinsamen Energiemarkt                             | 138        |
|            | I. Schritte zur Bildung eines gemeinsamen Energiebinnenmarktes            | 138        |
|            | II. Beschleunigte Marktoffnung                                            | 139        |
|            | III. Vertikale Entflechtung und Netzzugang                                | 139        |
|            | IV. Maßnahmen für Transparenz in der Infrastruktturnutzung                | 140        |
|            | V. Zusammenfassung                                                        | 141        |
| <b>§ 5</b> | <b>Insiderüberwachung im Stromhandel</b>                                  | <b>143</b> |
| A.         | Anwendbarkeit des Wertpapierhandelsgesetzes auf Stromhandelsgeschäfte     | 143        |
|            | I. Derivatbegriff nach Umsetzung der MiFID                                | 143        |
|            | 1. Waren als Basiswert für Derivate                                       | 144        |
|            | 2. Erfassung außerbörslicher Geschäfte                                    | 145        |
|            | 3. Erfassung von physisch erfüllbaren Geschäften                          | 147        |
|            | a. Ausnahme von Kassageschäften                                           | 147        |
|            | b. Ausschluss von Netzregelleistungsgeschäften                            | 148        |
|            | II. Auswirkung eines typologischen Termingeschäfts begriffs               | 149        |
|            | 1. Bedeutung des Termingeschäfts begriffs                                 | 150        |
|            | 2. Weite Typuslehre                                                       | 151        |
|            | a. Festgeschäfte auf Termin                                               | 152        |
|            | b. Optionsgeschäfte auf Termin                                            | 153        |
|            | c. Vollversorgungs-, Band-, und Programmlieferungsverträge                | 153        |
|            | d. Indexlieferungsverträge                                                | 154        |
|            | 3. Engere Typuslehre unter Berücksichtigung der Differenzabsicht          | 154        |
|            | III. Raum für den typologischen Termingeschäfts begriff                   | 156        |
|            | 1. Termingeschäfts begriff der §§ 37e, 37g                                | 156        |
|            | a. Zweck der Regelung                                                     | 156        |
|            | b. Europarechtskonformität der Typuslehre in § 37e                        | 157        |

|      |                                                                             |     |
|------|-----------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2.   | Termingeschäfts begriffs des § 2                                            | 157 |
| a.   | Zweck der Regelung                                                          | 157 |
| b.   | Europarechtskonformität der Typuslehre in § 2                               | 158 |
| 3.   | Termingeschäfts begriff des Kreditwirtschaftsgesetzes                       | 159 |
| IV.  | Derivate auf sonstige Basiswerte                                            | 159 |
| V.   | Zusammenfassung                                                             | 160 |
| B.   | Insiderhandelsverbot des Wertpapierhandelsgesetzes bezüglich Warenderivaten | 161 |
| I.   | Warenderivate als Insiderpapiere                                            | 161 |
| 1.   | Börslich gehandelte Derivate                                                | 161 |
| 2.   | OTC-Derivate                                                                | 162 |
| II.  | Begriff der Insiderinformation                                              | 162 |
| 1.   | Anforderungen an den Begriff der Insiderinformation                         | 162 |
| 2.   | Emittenten- und Insiderpapierbezug von Informationen                        | 163 |
| a.   | Fehlender Emittentenbezug                                                   | 163 |
| b.   | Insiderpapierbezug von Marktinformationen                                   | 164 |
| 3.   | Definition der Insiderinformationen bei Warenderivaten                      | 164 |
| a.   | Markterwartung als Definitionsgrundlage                                     | 165 |
| b.   | Relativität der Markterwartung                                              | 166 |
| 4.   | Maßstab für die Marktüblichkeit i.S.v. § 13 Abs. 1 S. 4 Nr. 2               | 167 |
| a.   | Rechts- und Verwaltungsvorschriften                                         | 167 |
| b.   | Handelsregeln                                                               | 167 |
| c.   | Ständige Übung und zulässige Marktpraxis                                    | 168 |
| d.   | Selbstverpflichtung von Marktteilnehmern                                    | 169 |
| 5.   | Marktüblichkeit einzelner Informationskategorien                            | 169 |
| a.   | Netzinformationen                                                           | 170 |
| b.   | Erzeugungsanlagenbezogene Informationen                                     | 170 |
| c.   | Informationen über die Entnahme                                             | 170 |
| 6.   | Allgemeine Merkmale der Insiderinformation                                  | 171 |
| a.   | Konkretheit der Information                                                 | 171 |
| b.   | Öffentlichkeit der Information                                              | 171 |
| c.   | Eignung zur Kursbeeinflussung                                               | 172 |
| III. | Zulässige Marktpraxis                                                       | 173 |
| 1.   | Zulässige Marktpraxis i.R.v. § 13 Abs. 1 S. 4 Nr. 2                         | 173 |
| a.   | Anwendbarkeit auf berechtigte Markterwartungen                              | 173 |
| b.   | Grundlage für positive Publizitätspflichten                                 | 174 |
| c.   | Safe-Harbour-Regelung                                                       | 174 |
| 2.   | Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen i.R.v. § 14 Abs. 2           | 174 |
| IV.  | Handelsinformationen bei Warenderivaten gem. § 13 Abs. 1 S. 4 Nr. 1         | 174 |
| V.   | Zusammenfassung                                                             | 175 |

|      |                                                                            |     |
|------|----------------------------------------------------------------------------|-----|
| § 6  | Publizitätspflichten im Stromhandel                                        | 177 |
| A.   | Energierechtliche Publizitätspflichten                                     | 177 |
| I.   | Publizitätspflichten für netzbezogene Daten                                | 178 |
| 1.   | Publizitätspflichten nach der Stromhandelsverordnung                       | 178 |
| a.   | Umfang und Inhalt der Publizitätspflicht                                   | 178 |
| b.   | Zeitpunkt und Format der Veröffentlichung                                  | 180 |
| c.   | Pflichtverstoß als Marktmissbrauch                                         | 181 |
| 2.   | Publizitätspflichten nach dem Energiewirtschaftsgesetz                     | 181 |
| a.   | Mitteilungspflicht für Netzteilnehmer                                      | 181 |
| b.   | Mitteilungspflicht des Netzbetreibers im Störungsfall                      | 182 |
| c.   | Mitteilungspflicht von Anlagenbetreibern                                   | 183 |
| d.   | Monitoring durch die Bundesnetzagentur                                     | 183 |
| e.   | Bericht über den Netzzustand und Netzausbauplanung                         | 184 |
| 3.   | Publizitätspflichten nach der Stromnetzzugangsverordnung                   | 185 |
| a.   | Veröffentlichungspflichten der Versorgungsnetzbetreiber                    | 185 |
| b.   | Meldung von Kapazitätsengpässen                                            | 187 |
| c.   | Informationen zur Berechnung von Bilanzkreisabweichungen                   | 188 |
| d.   | Sanktionierung von Verstößen gegen Publizitätspflichten                    | 188 |
| 4.   | Publizitätspflichten nach der Stromnetzentgeltverordnung                   | 189 |
| a.   | Meldung der Netzauslastung gegenüber<br>der Bundesnetzagentur              | 189 |
| b.   | Veröffentlichung von Netzstrukturdaten                                     | 189 |
| II.  | Anlagenbezogene Informationspflichten bezüglich Erzeugung und<br>Verbrauch | 189 |
| 1.   | Gesetzliche Vorschriften für Erzeugungsanlagen                             | 190 |
| 2.   | Freiwillige Auskünfte der Erzeuger                                         | 191 |
| 3.   | Private Datenerhebungen über Erzeugungsaktivitäten                         | 192 |
| 4.   | Informationspflichten bezüglich Großverbrauchern                           | 193 |
| III. | Zusammenfassung                                                            | 193 |
| B.   | Ad-hoc-Publizität für Insiderinformationen gem. § 15 WpHG                  | 193 |
| I.   | Adressat der Publizitätspflicht                                            | 194 |
| 1.   | Termingeschäftspartei als Adressat                                         | 194 |
| 2.   | Termingeschäftspartei bei bedingten Geschäften (Optionen)                  | 195 |
| 3.   | Börse als Adressat                                                         | 196 |
| II.  | Anwendbarkeit auf Spotmärkte                                               | 196 |
| C.   | Publizitätsregeln der Börsen                                               | 196 |
| I.   | Gesetzliche Vorgaben zur Publizität der Börse                              | 197 |
| II.  | Börsenordnung und Handelsregeln der European Energy Exchange               | 198 |
| 1.   | Veröffentlichungspflichten der Börse                                       | 198 |
| 2.   | Veröffentlichungspflichten der Marktteilnehmer                             | 198 |
| D.   | Zusammenfassung                                                            | 199 |

|      |                                                                             |     |
|------|-----------------------------------------------------------------------------|-----|
| § 7  | Marktmanipulation im Stromhandel                                            | 200 |
| A.   | Anwendungsbereich des § 20a und der MaKonV                                  | 200 |
| B.   | Verbot unrichtiger oder irreführender Angaben                               | 201 |
| I.   | Machen von unrichtigen oder irreführenden Angaben                           | 201 |
| 1.   | Machen von Angaben                                                          | 202 |
| 2.   | Bewertungserhebliche Umstände nach MaKonV                                   | 202 |
| 3.   | Insidertsachen als bewertungserhebliche Umstände                            | 203 |
| II.  | Verschweigen von Angaben                                                    | 203 |
| 1.   | Anforderungen an Publizitätspflichten                                       | 204 |
| 2.   | Kapitalmarktrechtliche Publizitätspflichten                                 | 204 |
| 3.   | Allgemeine Rechtsgrundsätze                                                 | 205 |
| C.   | Verbot manipulativer Geschäfte oder Handelsaufträge                         | 205 |
| I.   | Manipulationen durch reale und fiktive Transaktionen                        | 205 |
| 1.   | Erhebliche Preisänderungen in illiquiden Finanzinstrumenten                 | 206 |
| 2.   | Fiktive Handelsaufträge                                                     | 206 |
| 3.   | Ökonomisch neutrale Geschäfte                                               | 207 |
| II.  | Unterlassen von Transaktionen                                               | 208 |
| III. | „Safe-Harbour“-Regelungen                                                   | 209 |
| 1.   | Rückkauf-Programme und Kurspflegemaßnahmen                                  | 209 |
| 2.   | Zulässige Marktpraxis                                                       | 210 |
| a.   | Kriterien für die Anerkennung                                               | 210 |
| b.   | Legitime Gründe                                                             | 210 |
| c.   | Rückkauf-Programme als zulässige Marktpraxis                                | 211 |
| D.   | Verbot sonstiger Täuschungshandlungen                                       | 211 |
| I.   | Manipulationen durch Ausübung von Marktmacht                                | 211 |
| 1.   | Marktbeherrschende Stellung in Finanzinstrumenten                           | 212 |
| 2.   | Marktbeherrschung in Warenmärkten                                           | 213 |
| II.  | Manipulationen durch sonstiges Eingehen von Positionen                      | 213 |
| III. | Exkurs: Erfassung von Marktmanipulationen durch das Wettbewerbsrecht        | 214 |
| 1.   | Relevanter Markt                                                            | 214 |
| 2.   | Marktbeherrschende Stellung                                                 | 215 |
| 3.   | Missbrauchsverhalten                                                        | 215 |
| 4.   | Fazit                                                                       | 216 |
| E.   | Zusammenfassung                                                             | 216 |
| § 8  | Die Durchführung der Marktmisbrauchsaufsicht im Stromhandel                 | 217 |
| A.   | Anforderungen zur effektiven Durchführung der Marktaufsicht                 | 217 |
| B.   | Die Marktaufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht | 218 |
| I.   | Überwachung der Insider- und Ad-hoc-Mitteilungsregeln                       | 218 |
| 1.   | Meldepflicht für Handelsgeschäfte                                           | 218 |

|            |                                                                               |     |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2.         | Anzeigepflicht für Verdachtsfälle                                             | 220 |
| 3.         | Anderweitige Informationsquellen                                              | 220 |
| II.        | Organisationspflichten zur Einhaltung von Insiderbestimmungen                 | 221 |
| III.       | Befugnisse zur Konkretisierung und Fortentwicklung der Missbrauchstatbestände | 222 |
| C.         | Die Aufsicht der Bundesnetzagentur                                            | 222 |
| I.         | Befugnisse zur Erhebung von Informationen von Netzbetreibern                  | 222 |
| II.        | Missbrauchsaufsicht im Netzbetrieb                                            | 224 |
| III.       | Befugnisse zur Veröffentlichung und Weitergabe von Daten                      | 224 |
| 1.         | Kooperation mit anderen Behörden                                              | 224 |
| 2.         | Berichtspflichten                                                             | 225 |
| D.         | Die Marktaufsicht im Rahmen der Börsenaufsicht                                | 225 |
| I.         | Umfang der Börsenaufsicht                                                     | 226 |
| 1.         | Gegenstand der Börsenaufsicht                                                 | 226 |
| 2.         | Aufsicht durch die Handelsüberwachungsstelle                                  | 226 |
| II.        | Befugnisse der Börse bei der Marktaufsicht                                    | 227 |
| 1.         | Überwachung der Börsenteilnahme durch Zulassung                               | 227 |
| 2.         | Überwachung des Börsenhandels                                                 | 227 |
| a.         | Erhebung von Infrastrukturdaten                                               | 228 |
| b.         | Veröffentlichung börslicher Daten                                             | 228 |
| c.         | Begrenzung von Handelspositionen durch Positionslimite                        | 229 |
| d.         | Überprüfung von Ad-hoc-Meldungen                                              | 229 |
| 3.         | Überwachung des OTC-Handels                                                   | 229 |
| 4.         | Befugnisse zur Sanktionierung von Marktmissbrauch                             | 230 |
| III.       | Befugnisse zur Konkretisierung und Fortentwicklung der Missbrauchstatbestände | 231 |
| 1.         | Börsenordnung                                                                 | 231 |
| 2.         | Verhaltenskodex für Börsenteilnehmer                                          | 231 |
| a.         | Rahmen für einen Verhaltenskodex                                              | 231 |
| b.         | Code of Conduct der European Energy Exchange                                  | 232 |
| E.         | Strukturelle Herausforderungen der bestehenden Zuständigkeitsverteilung       | 232 |
| I.         | Eingeschränkte Marktsicht                                                     | 232 |
| II.        | Aufsicht über Marktteilnehmer                                                 | 233 |
| III.       | Zugriff auf Infrastrukturdaten                                                | 233 |
| IV.        | Konkretisierung von Missbrauchstatbeständen                                   | 234 |
| <b>§ 9</b> | <b>Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse</b>                            | 235 |
| A.         | Merkmale und Funktionszusammenhänge des Stromhandels                          | 235 |
| I.         | Hoher Grad horizontaler Konzentration und vertikaler Integration              | 235 |
| II.        | Wertschöpfung im Handel stark informationsbasiert                             | 235 |
| III.       | Infrastrukturbabhängigkeit des Handels                                        | 235 |
| IV.        | Kopplung physischen und finanziellen Handels                                  | 235 |

|    |                                                                                           |     |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| B. | Erkenntnisse aus anderen Aufsichtsregimen (USA, Großbritannien, Norwegen)                 | 236 |
|    | I. Grundelemente der Missbrauchsaufsicht                                                  | 236 |
|    | II. Regelungsmodelle gegen Nutzung und Missbrauch anlagenbezogener Informationen          | 236 |
|    | III. Instrumente zur Adressierung von Marktmacht                                          | 237 |
|    | IV. Modelle zur Marktüberwachung                                                          | 237 |
| C. | Europäische Vorgaben bezüglich Missbrauch im Stromhandel                                  | 237 |
| D. | Defizite der deutschen Insiderregelungen                                                  | 238 |
|    | I. Lücken in Anwendungsbereich und Konkretisierung der Insiderdefinition                  | 238 |
|    | II. Mögliche Konkretisierungen des Insiderhandelsverbotes                                 | 238 |
| E. | Publizitätspflichten für marktrelevante Informationen                                     | 239 |
|    | I. Wenig vorhandene Publizitätspflichten für Stromhandelsteilnehmer                       | 239 |
|    | II. Mögliche Weiterentwicklungen der Publizitätspflichten                                 | 239 |
| F. | Erfassung strommarktspezifischer Marktmanipulationen                                      | 239 |
| G. | Herausforderungen in der Durchführung des Aufsicht und Empfehlungen zur Weiterentwicklung | 240 |
|    | I. Derzeitige Hindernisse bei der Durchführung der Aufsicht                               | 240 |
|    | II. Empfehlungen für die Entwicklung einer integrierten Stromhandelaufsicht               | 240 |
|    | 1. Ausweitung der Marktmisbrauchstatbestände auf physische Geschäfte                      | 240 |
|    | 2. Stärkung der Rolle der Energiebörsen in der Marktaufsicht                              | 240 |
|    | 3. Weiterentwicklung der Missbrauchstatbestände durch den Gesetzgeber                     | 241 |
|    | Literaturverzeichnis                                                                      | 243 |