



# Temporäre Liquiditätshilfen für die Stromversorgung

Ökonomische Analyse im Hinblick auf das  
«Bundesgesetz über subsidiäre Finanzhilfen zur Rettung systemkritischer  
Unternehmen der Elektrizitätswirtschaft» (FiREG)

Im Auftrag der Aepo

20. Mai 2022



## **Temporäre Liquiditätshilfen für die Stromversorgung**

Ökonomische Analyse im Hinblick auf das «Bundesgesetz über subsidiäre Finanzhilfen zur Rettung systemkritischer Unternehmen der Elektrizitätswirtschaft» (FiREG) im Auftrag der Axpo

20. Mai 2022

Autoren Polynomics:

Dr. Heike Worm

Dr. Stephan Vaterlaus

Lukas Zölch

Dr. Janick Mollet

Patrick Zenhäusern

## Inhaltsverzeichnis

---

<b>Das Wichtigste in Kürze .....</b>	<b>4</b>
<b>1 Ausgangslage und Zielsetzung .....</b>	<b>8</b>
<b>2 Volatile Situation im europäischen Strommarkt .....</b>	<b>8</b>
2.1    Aussergewöhnliche Nachfrage- und Angebotsituation.....	9
2.2    Mittelfristige Marktchancen und -risiken .....	9
2.3    Mittelfristige Absicherungsgeschäfte und kurzfristige «Margin Calls».....	10
2.4    Börsenausschlüsse verhindern.....	11
2.5    Aktivitäten in der EU.....	12
<b>3 Liquiditätsbedarf im Kontext vergangener Krisen .....</b>	<b>14</b>
3.1    Ursachen der Krisen .....	14
3.2    Risiken für die Volkswirtschaft.....	16
3.3    Staatliche Massnahmen .....	17
3.4    Schlussfolgerungen bezüglich Ausgestaltung der Liquiditätshilfen.....	19
<b>4 Lösungsvorschlag unter Berücksichtigung bestehender Vorarbeiten .....</b>	<b>21</b>
4.1    Anforderungen an die Lösung .....	21
4.2    Vergleich der Liquiditätshilfe in Deutschland mit dem Vorschlag des Bundesrats ..	23
4.3    Vorschlag zu den Eckpunkten einer Liquiditätshilfe.....	25
4.4    Fazit zur Ausgestaltung von Liquiditätshilfen für die Stromversorgung .....	28

## Das Wichtigste in Kürze

### Was sind die Hintergründe für den ausserordentlich hohen Liquiditätsbedarf?

- Die aktuelle Marktsituation mit stark steigenden Energiepreisen ist die Folge der Kombination mehrerer spezieller und zum Teil extremer nachfrage- und angebotsseitiger Effekte.
- Produzierende Unternehmen reduzieren ihre Preisrisiken, indem sie ihre geplante Produktion Jahre im Voraus über Termingeschäfte absichern. An der Börse tätige Stromunternehmen müssen für ihre Strom(termin)geschäfte Sicherheiten (sogenannte «Margins») hinterlegen und in Abhängigkeit der Preisentwicklung aufstocken. Aufgrund der Finanzmarktregulierung der EU müssen dafür Barmittel hinterlegt werden. Diese fließen spätestens zum Zeitpunkt der Lieferung wieder an das Stromunternehmen zurück. Die stark steigenden und volatilen Energiepreise führen aktuell zu kurzfristigen Liquiditätsforderungen in einem bisher einmaligen Ausmass für Termingeschäfte, die in der Vergangenheit zu wesentlich niedrigeren Preisen abgeschlossen wurden.
- Kann ein Stromhändler den Verpflichtungen aus den Margin Calls nicht mehr nachkommen, droht ein Börsenausschluss. Dieser kann im Extremfall bei gleichzeitiger Insolvenz vieler Marktteilnehmer die Marktliquidität und damit die kurzfristige Versorgungssicherheit gefährden. Im Interesse der Systemstabilität ist demnach eine starke Beeinträchtigung des Handels durch Börsenausschlüsse von Stromunternehmen zu vermeiden. Liquiditätshilfen zielen darauf, dieses systemische Risiko zu reduzieren und damit zur Aufrechterhaltung der kurzfristigen Versorgungssicherheit beizutragen.
- Ein Ausfall von Produktionskapazitäten oder eine Stromangellage ist hingegen alleine durch die aktuelle Marktsituation nicht zu befürchten. Drohenden Liquiditätsengpässen bei den Eigentümern von Produktionskapazitäten stehen steigende Marktopportunitäten und ein steigender Anlagenwert gegenüber. Die aktuelle Entwicklung steigert z. B. den Wert der schweizerischen Wasserkraft, für die sich aufgrund der steigenden Preise entsprechende Renditepotenziale eröffnen.
- Alle an den europäischen Energiebörsen tätigen Unternehmen der Stromwirtschaft sehen sich diesem steigenden Liquiditätsbedarf gegenüber. Die EU hat deshalb eine temporäre rechtliche Grundlage für Liquiditätshilfen in der aktuellen Situation geschaffen. Deutschland stellt Unternehmen Hilfen für Marginzahlungen für Strom- und Erdgashandelspositionen über die staatliche Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) bereit.

### Wie ist die Situation im Vergleich zu vergangenen Krisen einzuordnen?

- **Ursachen:** Im Gegensatz zum Swissair-Grounding und zur UBS-Stützung sind im vorliegenden Fall keine in Schieflage geratenen Unternehmen nachträglich zu retten. Ähnlich wie bei den COVID19-Krediten geht es um eine vorsorgliche Massnahme, um potentielle temporäre Liquiditätsprobleme erst gar nicht entstehen zu lassen. Dabei ist im vorliegenden Fall sowohl die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Liquiditätsbedarfs als auch das Ausfallrisiko im Vergleich zu den COVID19-Krediten viel kleiner. Letzteres ist insbesondere auch deshalb der Fall, weil die hinterlegte Liquidität spätestens zum Zeitpunkt der Lieferung der im Handelstermingeschäft vereinbarten Strommenge zurückfliesst.
- **Risiken:** Im Gegensatz zum Swissair-Grounding oder den COVID19-Krediten stehen nicht konjunkturelle oder arbeitsmarktliche Risiken im Vordergrund und es geht auch nicht um die Rettung eines systemkritischen Unternehmens wie bei der UBS im Sinn eines «Too

Big Too Fail». Vielmehr besteht bei einem Verlust des Börsenzugangs schweizerischer Stromunternehmen die Gefahr, dass Angebot und Nachfrage kurzfristig nicht mehr in Einklang gebracht werden können. Dies könnte zu einer übermässigen Frequenzabweichung und damit zu einem partiellen oder gar flächendeckenden Netzausfall («Blackout») führen.

- **Massnahmen:** Bei den Liquiditätshilfen geht es um eine präventive und temporär begrenzte Massnahme, bedingt vergleichbar mit den COVID19-Krediten. Allerdings: Während COVID19-Kredite direkt in Verbindung mit den staatlichen COVID19-Massnahmen standen und entsprechend häufig in Anspruch genommen wurden, dürfte die Wahrscheinlichkeit, dass die hier zur Diskussion stehenden Liquiditätshilfen überhaupt je in Anspruch genommen werden müssen, sehr gering sein.

### Erkenntnisse für die Ausgestaltung von Liquiditätshilfen aufgrund bisheriger Krisen

- Da es sich im vorliegenden Fall um ein systemisches Risiko und nicht um systemkritische Unternehmen handelt, dürfen die Liquiditätshilfen nicht auf spezifische Unternehmen begrenzt werden. Sie müssen allen Stromunternehmen offenstehen, die an der Börse aktiv sind.
- Eine zeitliche Begrenzung der Liquiditätshilfen ist zielführend. Zum einen handelt es sich derzeit um eine ausserordentliche Krise, bei deren Auslaufen sich Preisanstieg und Preisvolatilitäten wieder beruhigen dürften. Im Zuge der Normalisierung des Marktes dürfte dann das systemische Risiko wegfallen, dass Unternehmen Liquiditätsprobleme haben. Zum anderen sind in Europa verschiedene Massnahmen in Diskussion, um die aktuelle Regelung bezüglich der Hinterlegung von Sicherheiten bei Börsengeschäften zu ändern, so dass nicht nur Barmittel verwendet werden können. Ein Ablaufdatum hat den Vorteil, dass das Parlament automatisch zur Prüfung aufgefordert wird, ob die Voraussetzung für das Gesetz noch gegeben ist.
- Unter Berücksichtigung der Eintrittswahrscheinlichkeit und des geringen Ausfallrisikos im Vergleich mit der Vorgehensweise bei den COVID19-Krediten sollten staatliche Auflagen erst bei Inanspruchnahme von Liquiditätshilfen greifen und sich auf Transparenzvorschriften begrenzen.

### Anforderungen an eine Liquiditätshilfe und deren Erfüllung durch den Vorschlag des Bundesrats und das deutsche «Finanzierungsinstrument Margining»

- Als Anforderungen an die Gestaltung der Liquiditätshilfen sind folgende Punkte zu nennen:
  - Beschränkung auf die Nachschusspflicht für Absicherungsgeschäfte
  - Zeitliche Begrenzung
  - Reduktion des Systemrisikos der Stromversorgung
  - Verfügbarkeit für alle betroffenen, an der Börse aktiven Stromunternehmen
  - Anreize zur Eigenvorsorge
  - Verhältnismässigkeit

Im Vergleich mit dem deutschen «Finanzierungsinstrument Margining» setzt der Vorschlag des Bundesrats stärker auf Anreize zur Eigenvorsorge, bezieht aber die Verhältnismässigkeit kaum ein und adressiert auch nicht das Gesamtsystem. Dagegen ist das deutsche Konzept systemorientiert und besser zwischen Anreizen zur Eigenvorsorge und Verhältnismässigkeit austariert.

## Vorschlag für die Ausgestaltung von Liquiditätshilfen für die Stromversorgung

Die Liquiditätshilfen dienen dazu, präventiv das Eintreten eines Systemrisikos zu reduzieren, das bestehen würde, sobald aufgrund von Liquiditätsengpässen schweizerische Stromunternehmen von der Börse ausgeschlossen werden. Mit Liquiditätshilfen kann verhindert werden, dass Störungen beim Bilanzausgleich auftreten und im Extremfall das Stromnetz nicht mehr stabil ist, mit der Gefahr von Abschaltungen und Blackouts. Bei der Ausgestaltung der Liquiditätshilfen ist zum einen diesen Systemrisiken und zum anderen der sehr geringen Eintrittswahrscheinlichkeit sowie dem geringen Ausfallrisiko Rechnung zu tragen. Das bedeutet konkret:

- Die Liquiditätshilfen stehen allen schweizerischen und an der Börse aktiven Stromunternehmen offen. Eine Begrenzung auf sogenannte «systemkritische Unternehmen» greift zu kurz, da es im vorliegenden Fall nicht um systemkritische Unternehmen geht, sondern um die Vermeidung eines systemischen Risikos im Hinblick auf die kurzfristige Versorgungssicherheit.
- Die Unterstellung unter das System der Liquiditätshilfen ist freiwillig.
- Die Liquiditätshilfen sind zeitlich zu begrenzen. Mit Ende der aktuellen Krisensituation und der damit verbundenen erwarteten Beruhigung bei den Energiepreisen wird sich der Liquiditätsbedarf entsprechend reduzieren. Das systemische Risiko, dass Stromunternehmen aufgrund der Hinterlegungspflicht in Liquiditätsprobleme geraten, existiert dann nicht mehr. Auch im Fall von geänderten Regeln zur Hinterlegung von Sicherheiten bei Börsengeschäften oder ablösenden Massnahmen in der Schweiz wäre eine spezielle Liquiditätshilfe nicht mehr erforderlich. Indem ein konkretes Ablaufdatum definiert wird, erhält das Parlament zudem die Möglichkeit zu überprüfen, ob die Voraussetzung für das Gesetz zu diesem Zeitpunkt noch gegeben ist.
- Nur für den Fall einer Inanspruchnahme von Liquiditätshilfen sind unternehmerische Informationspflichten vorzusehen. Diese müssen einerseits eine Bonitätsprüfung vor und andererseits eine Überwachung der Geschäftstätigkeit während der Inanspruchnahme erlauben. Die Informationen sollen nur einer Behörde zur Verfügung gestellt und können durch ein Expertenteam aus Mitarbeitern mehrerer Bundesämter geprüft werden. Über Transparenzvorschriften hinausgehende Auflagen sind in Anbetracht der geringen Eintrittswahrscheinlichkeit und des geringen Ausfallrisikos unverhältnismässig.
- Bei der Finanzierung der Kosten für die Liquiditätshilfen sind die Bereitstellungskosten für das System sowie die konkreten Umsetzungskosten bei Inanspruchnahme zu unterscheiden. Die Bereitstellungskosten sollen vom Gesamtsystem finanziert werden, da dadurch die Systemrisiken reduziert werden. Die konkreten Umsetzungskosten bei Inanspruchnahme von Liquiditätshilfen sollen vom Unternehmen, das die Liquiditätshilfen in Anspruch nimmt, verursachergerecht finanziert werden.
- Um einerseits die Eigenverantwortung im Hinblick auf die Sicherstellung von genügend eigener Liquidität zu stärken und andererseits eine schnelle Ablösung der Bundesmittel durch andere Kapitalgeber nach einer Inanspruchnahme der Liquiditätshilfen zu beanreizen, ist ein angemessener Risikozuschlag auf dem Marktzins für die Inanspruchnahme zu veranschlagen. Für den Fall, dass Transparenzauflagen nicht erfüllt werden, ist eine Pönale denkbar.

## Fokus der Analyse

In der ökonomischen Analyse liegt der Fokus auf den Auswirkungen des stark gestiegenen Liquiditätsbedarfs bei den Schweizer Stromproduzenten und Stromversorgungsunternehmen (in der Analyse vereinfachend auch Stromunternehmen genannt) für Börsenabsicherungsgeschäfte zur Stromversorgung in der Schweiz. Ausgeklammert werden infolge dessen mögliche Liquiditätsengpässe aufgrund der Gasbeschaffung an den Börsen und ein möglicher stark steigender Liquiditätsbedarf bei den Käufern von Energie im Falle sinkender Energiepreise.

## 1 Ausgangslage und Zielsetzung

Für Unternehmen, die Strom produzieren und handeln, spielt für den Unternehmenserfolg die Strompreisentwicklung eine wichtige Rolle. Stromunternehmen sichern sich daher mit Terminkontrakten gegen zukünftige Preisschwankungen ab. Sie verkaufen ihre Produktion an der Strombörse auf einen Zeitpunkt in der Zukunft zu einem heute festgelegten Preis. Um das Clearinghaus abzusichern, falls der Verkäufer ausfällt, muss gemäss geltenden Börsenregeln eine Sicherheitsleistung (Margin) in bar innert 48 Stunden hinterlegt werden. Die hinterlegte Liquidität fliesst bei sinkenden Preisen bzw. spätestens nach Lieferung der Energie wieder vollständig zurück. Die extremen Preisanstiege im Gas- und Strom-Grosshandel seit Ende 2021, die durch den Krieg in der Ukraine verstärkt wurden, führen zu einem massiven Anstieg der Margin-Forderungen. Dies führt bei den Elektrizitätsunternehmen in der aktuellen Krisensituation kurzfristig zu erheblichen Liquiditätsabflüssen.

Mit dem «Bundesgesetz über subsidiäre Finanzhilfen zur Rettung systemkritischer Unternehmen der Elektrizitätswirtschaft»<sup>1</sup> will der Bundesrat für einen solchen Ausnahmefall an spezifische, seines Erachtens systemkritische Unternehmen, einen subsidiären Einsatz von Darlehen des Bundes ermöglichen.

Vorliegende Analyse geht auf die Kernelemente dieser Vorlage ein und untersucht Hintergrund und Modalitäten der «subsidiären Finanzhilfen zur Rettung systemkritischer Unternehmen der Elektrizitätswirtschaft» aus ökonomischer Sicht. Im Kapitel 2 beschreiben wir die volatile Entwicklung im europäischen Strommarkt und zeigen auf, dass das Ziel einer staatlichen Intervention lediglich sein sollte, dass die an der Börse aktiven schweizerischen Stromunternehmen zu keinem Zeitpunkt von der Börse ausgeschlossen werden. Im Kapitel 3 zeigen wir, dass die gegenwärtige Entwicklung am Strommarkt keine Parallelen mit der Finanzkrise 2008 aufweist. Die Stromunternehmen selbst sind hier nicht Mitverursacher der Krise. Die Krise ist – wenn überhaupt – noch am ehesten vergleichbar mit den wirtschaftlichen Folgen der COVID19-Massnahmen. Abschliessend zeigen wir im Kapitel 4 eine Lösungsvariante, wie der Bund mit verhältnismässigen Bedingungen dazu beitragen kann, dass die Stromunternehmen jederzeit den hohen Liquiditätsforderungen der Börse entsprechen können.

## 2 Volatile Situation im europäischen Strommarkt

Die aktuelle Situation im europäischen Strommarkt ist durch ein hohes Preisniveau in Verbindung mit einer starken Volatilität geprägt. Eine hohe Volatilität ist vor allem auf Prognoseunsicherheiten und damit verbunden häufig wechselnde Zukunftserwartungen zurückzuführen. Die Marktteilnehmer reagieren auf wechselnde Erwartungen mit einer laufenden Optimierung der eigenen Positionen. Dadurch entstehen eine zunehmende Dynamisierung und damit verbunden eine steigende Volatilität der Marktpreise.

Die Gründe für das hohe Preisniveau sind indes stabiler und anhaltender. Aktuell führen verschiedene nachfrage- und angebotsseitige Einflussfaktoren dazu, dass die Handelspreise seit 2021 kontinuierlich ansteigen. Eine nachhaltige Erholung kann zumindest kurzfristig nicht erwartet werden.

---

<sup>1</sup> Der Bundesrat hat die Botschaft am 18.Mai 2022 ans Parlament überwiesen. <https://www.bfe.admin.ch/bfe/de/home/news-und-medien/medienmitteilungen/mmm-test.msg-id-88855.html>

Das Kapitel äussert sich zu den Nachfrage- und Angebotsentwicklungen, zu den Marktchancen und -risiken sowie zum Themenfeld Absicherungsgeschäfte und Margins.

## 2.1 Aussergewöhnliche Nachfrage- und Angebotssituation

Durch den schockartigen Einbruch der wirtschaftlichen Entwicklung durch die COVID19-Pandemie ist die Nachfrage nach elektrischer Energie 2020 stark zurückgegangen. Mit der sukzessiven Erholung der Konjunktur in Europa hat sich die Stromnachfrage 2021 wieder erholt. Verstärkt wurde dieser Effekt durch anhaltend tiefe Temperaturen im Winter 2020/2021, die einen Nachfragesprung nach Brennstoffen (insbesondere Öl und Gas), aber auch nach elektrischer Energie zur Folge hatten. Insgesamt ist der Stromverbrauch 2021 sogar über das Niveau von 2019 angestiegen.

Dieser starken Ausweitung der Stromnachfrage standen insbesondere zwei angebotsseitige Effekte gegenüber, die ebenfalls preistreibend wirken. Zum einen musste 2021 ein Rückgang der produzierten Menge an Strom mit tiefen Grenzkosten verzeichnet werden. Dabei handelt es sich primär um Energie aus erneuerbaren Quellen, aber auch um Kernenergie.

Zwar wurden auch 2020 und 2021 erneuerbare Produktionskapazitäten zugebaut. Die daraus produzierte Energiemenge sank aber infolge geringerer Sonneneinstrahlung, Trockenheit und weniger Wind. Gleichzeitig sorgten längere Kraftwerksausfälle insbesondere in Frankreich für einen Rückgang der Kernenergieproduktion, die ebenfalls tiefe Grenzkosten aufweist. Als Folge dieses Rückgangs und der gleichzeitig steigenden Nachfrage musste insgesamt die Produktionsmenge in thermischen Kraftwerken (Kohle, Gas, Öl) ausgeweitet werden, also Kraftwerke, die sich aufgrund der Abhängigkeit der Brennstoffpreise allgemein über deutlich höhere Grenzkosten auszeichnen.

Erschwerend kamen weitere Faktoren hinzu, welche die Brennstoffpreise und damit die Grenzkosten der thermischen Kraftwerke zusätzlich ansteigen liessen: Hochwasser in Australien und Indonesien reduzierten die Kohlefördermengen in diesen Ländern deutlich; gleiches gilt für Streiks in Kohleminen in Südamerika. Demgegenüber stand eine wachsende Nachfrage nach Kohle und Gas nicht nur in Europa, sondern insbesondere auch im asiatischen Raum. Neben den steigenden Brennstoffpreisen führt auch der Anstieg des Preises für CO<sub>2</sub>-Zertifikate, der durch die Verschärfung der EU-Klimaschutzmassnahmen bewirkt worden war, zu höheren Grenzkosten bei thermischen Kraftwerken.

Eine weitere Verschärfung der Situation brachte der Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine. Die damit verbundene Unsicherheit über künftige Gaslieferungen haben den Gas- und somit den Strompreis in historisch noch nie dagewesene Höhen getrieben und bergen die Gefahr weiterer Preisanstiege.

## 2.2 Mittelfristige Marktchancen und -risiken

Insgesamt trifft damit eine deutlich gestiegene Nachfrage auf ein knapperes und immer teurer werdendes Angebot. Aus Sicht der Schweizer Energieversorger mit grossen Produktionsportfolios bedeutet dies in erster Linie eine attraktive Marktentwicklung. Insbesondere die Schweizer Grosswasserkraft weist in diesem Umfeld Vorteile auf: sie verfügt über eine stabile und auch auf mehrere Jahre hinaus planbare Produktionsmenge bei konstanten Kosten.

Die im Gesetzesentwurf für die Liquiditätshilfe als systemkritisch bezeichneten Unternehmen Alpiq, Axpo und BKW verfügen alle über Produktionskapazitäten und -beteiligungen. Daraus ergibt sich für diese drei Unternehmen durch die aktuelle Preisentwicklung in erster Linie ein Renditepotenzial, ohne dass zusätzliche Risiken eingegangen werden müssen.

Die aktuelle Marktsituation mit stark steigenden Energiepreisen ist die Folge verschiedener nachfrage- und angebotsseitiger Effekte. Diese Entwicklung eröffnet entsprechende Renditepotenziale im Bereich der Stromproduktion.

### 2.3 Mittelfristige Absicherungsgeschäfte und kurzfristige «Margin Calls»

Gerade für kurz bevorstehende Lieferungen weist der Strommarkt stets eine gewisse Volatilität auf. Diese hängt unter anderem mit der Wetterabhängigkeit der Produktion aus erneuerbaren Energien zusammen. Eigentümer planbarer Produktionskapazitäten (insbesondere Grosswasserkraft) sichern sich über Termingeschäfte gegen diese kurzfristigen Preisrisiken ab; sie verkaufen aber auch darüber hinaus einen grossen Teil der Produktionsmenge bereits mehrere Jahre im Voraus, um einen planbaren Deckungsbeitrag zu erzielen.

Erfolgen solche Termingeschäfte an der Energiebörse «EEX» (European Energy Exchange) in Leipzig, unterliegen diese «Margining-Regeln» der sogenannten EMIR-Verordnung der EU<sup>2</sup>. Die «Margin» ist die Sicherheitsleistung, die Stromunternehmen bei der Clearing-Stelle für eine Transaktion hinterlegen müssen. Mit der Margin wird bei Termingeschäften das Risiko des Ausfalls eines Stromunternehmens (bspw. durch Konkurs) oder des Handelsgutes (bspw. durch Ausfall einer Produktionsanlage) abgesichert. Allgemein werden zwei Arten von Margins unterschieden:

- Die *Initial Margin* ist der von der Clearingstelle geforderte Betrag, um das Kursänderungsrisiko bis zur nächsten Neubewertung der Position abzusichern und wird täglich über die Bankkonten ausgeglichen. Sie wird bei Abschluss der Transaktion in Abhängigkeit der kurzfristig erwarteten Preisvolatilität festgelegt und kann bei sich nachhaltig verändernden Bedingungen angepasst werden.
- Die *Variation Margin* gleicht die Marktwertveränderung der Position von Tag zu Tag aus und wird täglich über Bankkonten ausgeglichen.

Diese Margins müssen bei entsprechendem Abruf (sog. *Margin Call*) umgehend innert 48 Stunden und in Cash geleistet werden. Das aktuelle Marktumfeld mit stark steigenden und zunehmend volatilen Preisen führt dazu, dass die zu leistenden Margins auf bereits bestehenden Termingeschäften extrem angestiegen sind. Die *Initial Margins* sind über die vergangenen vier bis sechs Monate um etwa das sechsfache angestiegen, die *Variation Margins* sogar nahezu um das zehnfache.<sup>3</sup> Unternehmen im Elektrizitätsmarkt können somit innert kürzester Zeit mit enormen Liquiditätsforderungen konfrontiert sein, denen sie im schlimmsten Fall nicht mehr nachkommen

<sup>2</sup> Vgl. Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR-Verordnung), Amtsblatt der Europäischen Union, L 201, 1-59. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0648&from=EN>.

<sup>3</sup> Vgl. Europex (19.04.2022, S. 3): Access to short-term liquidity or guarantees provided by public entities and extension of eligible collateral will maintain the functioning of EU energy markets in times of extreme wholesale price development, <https://www.eurelectric.org/publications/joint-associations-paper-on-access-to-short-term-liquidity/>.

können. Die durch den Verkäufer von Strom hinterlegten Bargeld-Sicherheiten, die bei steigenden Preisen und höheren Preisschwankungen ansteigen, entsprechen somit einem Käuferschutz, falls der Produzent die vereinbarte Strommenge bei Fälligkeit des Termingeschäftes nicht liefern kann.<sup>4</sup> Die hinterlegten Bargeld-Sicherheiten fließen an das Stromunternehmen spätestens zurück, sobald die mit dem Termingeschäft abgesicherte Stromlieferung erfolgt.

Produzierende Unternehmen reduzieren ihre Preisrisiken, indem sie die zukünftig geplante Stromproduktion rollierend über Termingeschäfte absichern. Die an der Börse tätigen Stromunternehmen müssen ihre Strom(termin)geschäfte mit sogenannten Margins besichern und in Abhängigkeit der Preisentwicklung aufstocken. Aufgrund der EU-Regulierung muss dies durch Barmittel erfolgen. Die stark steigenden und volatilen Energiepreise führen zu kurzfristigen Liquiditätsforderungen in bisher einmaligem Ausmass. Die hinterlegte Liquidität fliesst spätestens zum Zeitpunkt der Lieferung vollständig wieder zurück.

## 2.4 Börsenausschlüsse verhindern

Wenn ein an der Börse zugelassenes Stromunternehmen den Margin Calls der Handelsplattform nicht mehr nachkommen kann, droht der Börsenausschluss.<sup>5</sup> Dieser Ausschluss ist jedoch nicht gleichbedeutend mit dem Konkurs des Unternehmens. So werden nach einem Börsenausschluss die noch offenen Handelsgeschäfte geschlossen respektive «glatt gestellt»<sup>6</sup>, was einer drohenden Illiquidität des Stromunternehmens entgegenwirkt. Die Handlungsfähigkeit des gesamten Unternehmens ausserhalb der Handelsabteilung und insbesondere die Fähigkeit, Produktionsanlagen weiter zu betreiben, dürfte somit vom Ausschluss weitestgehend unbeeinträchtigt bleiben.

Ein Börsenausschluss von an der Börse zugelassenen Stromunternehmen kann jedoch unter besonderen Umständen trotzdem zu einer Gefährdung der Systemstabilität führen und damit eine Gefahr für die kurzfristige Versorgungssicherheit in der Schweiz darstellen. Durch den Börsenausschluss besteht die Gefahr, dass innerhalb einer Regelzone zahlreiche Bilanzgruppen kurzfristig nicht mehr ausgeglichen werden könnten. Da der ausgeschlossene Produzent seine Energie nicht mehr an der Börse absetzen und eine «Bereinigung» nur über den OTC-Markt erfolgen kann, könnten Angebot und Nachfrage nicht mehr rechtzeitig zueinander finden. Besonders problematisch aus Systemsicht ist es, wenn gleich mehrere Stromunternehmen von der Börse ausgeschlossen werden. Im Extremfall könnte dies zu einem derart grossen Ungleichgewicht in der Regelzone führen, dass dieses nicht mehr über die vorgehaltene Regelleistung ausgeglichen werden kann. Als Folge davon würden eine übermässige Frequenzabweichung und damit ein partieller oder sogar flächendeckender Netzausfall («Blackout») drohen. Dieser Netzausfall ist jedoch nicht mit der im Landesversorgungsgesetz geregelten «Strommangellage» zu verwechseln<sup>7</sup>.

<sup>4</sup> Zum Schutz des Verkäufers muss auch der Käufer Sicherheiten hinterlegen. Sinken die Preise, muss entsprechend der Käufer die hinterlegten Bargeld-Sicherheiten aufstocken.

<sup>5</sup> Im Folgenden wird vereinfachend der Begriff «Börsenausschluss» verwendet. Die Börsengeschäftsführung hat verschiedene Interventionsstufen: Sie kann die Zulassung des Börsenteilnehmers ganz oder teilweise widerrufen (§ 24) oder die Zulassung bis zu 6 Monaten sistieren (§ 26). Vgl. EEX (01.12.2021): Börsenordnung der EEX 01.12.2021, Leipzig, Version 0052a.

<sup>6</sup> Konkret «ist der Börsenteilnehmer zur Erfüllung noch offener Spotmarktgeschäfte sowie zur Glattstellung oder zur Übertragung der von der Massnahme betroffenen Terminmarktpositionen auf andere Börsenteilnehmer innerhalb einer von der Börsengeschäftsführung gesetzten Frist verpflichtet; ferner muss er alle, in den Handelssystemen vorhandenen Aufträge und Quotes löschen und darf keine neuen Positionen eröffnen.» (Vgl. § 25 der EEX-Börsenordnung).

<sup>7</sup> Art. 2 Bst. b. des Landesversorgungsgesetzes (LVG) betrifft anhaltende Strommangellagen, in denen über längere

Können Stromunternehmen den Verpflichtungen aus den Margin Calls nicht mehr nachkommen, droht ein Börsenausschluss, welcher im Extremfall die Systemstabilität und damit die kurzfristige Versorgungssicherheit gefährden kann. Im Interesse der Systemstabilität ist demnach der Börsenausschluss von Stromunternehmen zu vermeiden. Ein Ausfall von Produktionskapazitäten oder eine Stromangellage ist hingegen alleine durch die aktuelle Marktsituation nicht zu befürchten. Drohenden Liquiditätsengpässen bei den Eigentümern von Produktionskapazitäten stehen steigende Marktopportunitäten und der Wert der Anlagen gegenüber.

## 2.5 Aktivitäten in der EU

### Margin Calls betreffen ganz Europa

Von potenziellen Liquiditätsengpässen aufgrund der Nachschusspflicht an der Börse zur Sicherung der Geschäfte sind nicht nur Schweizer Elektrizitätsunternehmen betroffen. Die spezifischen Regeln der sogenannten EMIR-Verordnung gelten in der ganzen Europäischen Union.<sup>8</sup>

Der Strompreisanstieg und die Preisvolatilität sind besonders massiv in Ländern mit grosser Erdgas- und Erdölabhängigkeit in der Stromproduktion und in angrenzenden Ländern, die über Interkonnektoren mit diesen Ländern Strom austauschen. So ist aufgrund des Preisanstiegs in Deutschland indirekt auch die Schweiz betroffen, obwohl in der Schweiz praktisch kein Strom mit fossilen Energieträgern produziert wird. Weniger Strompreisverwerfungen hingegen haben die skandinavischen Länder, mit einem hohen Anteil an CO<sub>2</sub>-neutralem Strom und verhältnismässig wenig Interkonnektorenkapazität.

### Temporärer EU-Rechtsrahmen für Liquiditätshilfen

Die EU Kommission hat am 23. März 2022 einen temporären Rahmen geschaffen, der den Mitgliedsstaaten unter anderem Möglichkeiten einräumt sicherzustellen, dass nach der Invasion Russlands in die Ukraine genügend Liquidität verfügbar ist, um die wirtschaftliche Tätigkeit aufrechterhalten zu können.<sup>9</sup> Durch die Berufung auf Artikel 107(3) b des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union vom 26.10.2012 sind solche Hilfen im Einklang mit dem Beihilfenrecht der EU. Grundsätzlich steht es damit allen Mitgliedstaaten frei, Programme für staatliche Liquiditätshilfen für Energieunternehmen aufzulegen oder individuell Unternehmen diesbezüglich zu unterstützen.

---

Zeit die übliche Stromnachfrage nicht gedeckt werden kann. Die wirtschaftliche Landesversorgung (WL) sieht derzeit keinen Anlass für die Vorbereitung oder Umsetzung von Massnahmen gemäss LVG. Bei der derzeitigen Situation an den Energiemärkten besteht nicht die Gefahr einer solchen Mangellage. Die Versorgung mit Strom ist sichergestellt und es sind ausreichend Kraftwerkskapazitäten verfügbar. Zudem verfügt die Schweiz über saisonal überdurchschnittliche Speicherreserven. Vgl. Lagebeurteilung WL vom 3.5.2022 bzw. 17.05.2022 [https://www.bwl.admin.ch/dam/bwl/de/dokumente/dokumentation/publikationen/lagebeurteilung-wl.pdf.download.pdf/Lagebeurteilung-WL\\_D.pdf](https://www.bwl.admin.ch/dam/bwl/de/dokumente/dokumentation/publikationen/lagebeurteilung-wl.pdf.download.pdf/Lagebeurteilung-WL_D.pdf).

<sup>8</sup> Vgl. Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR-Verordnung), Amtsblatt der Europäischen Union, L 201, 1-59. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0648&from=DE>.

<sup>9</sup> Vgl. Mitteilung der Kommission «Befristeter Krisenrahmen für staatliche Beihilfen zur Stützung der Wirtschaft infolge der Aggression Russlands gegen die Ukraine». 2022/C 131 I/1-17. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:52022XC0324\(10\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:52022XC0324(10)&from=EN).

Deutschland hat auf dieser Grundlage das «Finanzierungsinstrument Margining» als Bestandteil des «Massnahmenpakets der Bundesregierung für vom Krieg betroffene Unternehmen»<sup>10</sup> entwickelt. Ziel ist die «Unterstützung von Energieunternehmen bei bestimmten Liquiditätsengpässen». Die Finanzhilfe in Form von Kreditlinien der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW-Kreditlinien) werden für Marginzahlungen für Handelspositionen in Strom und Erdgas an der EEX oder der ICE Europe mit Bezug zum deutschen Spotmarkt oder für physische Lieferung nach Deutschland gewährt. Wie auch der EU-Rahmen ist dieses Finanzierungsinstrument temporär für die Dauer der Krise angelegt.

### **Vorschlag der betroffenen Elektrizitätsunternehmen, Clearinghäuser und Börsen**

Ein zentraler Grund für die potenziellen Liquiditätsengpässe der an der Börse aktiven Stromunternehmen ist, dass die Sicherheiten für Handelsgeschäfte in bar innerhalb von 48 Stunden hinterlegt werden müssen. Um solche Liquiditätsengpässe zu verhindern, fordern verschiedene europäische Verbände der Energiewirtschaft, der Händler und Clearinghäuser der Börsen in einem gemeinsamen Papier, dass die Notwendigkeit zur Hinterlegung von Barmitteln durch Regierungen oder staatsnahe Banken vorübergehend abgefedert werden.<sup>11</sup> Die Abfederung wird in Deutschland bereits durchgeführt. Darüber hinaus schlagen die Verbände vor, dass durch eine Anpassung der Börsenregeln mittelfristig das Problem entschärft wird, indem zusätzlich zum Bargeld auch andere geeignete Instrumente als Sicherheit akzeptiert werden. Eine solche Änderung des Regelwerks ist grundsätzlich mittelfristig möglich. Die European Union Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER) hat bereits signalisiert, eine Änderung zu befürworten.<sup>12</sup> In der kurzen Frist wird dadurch das Problem aber nicht entschärft, da hierzu Gesetze und Verordnungen angepasst werden müssen.

Aufgrund der gesetzlichen Rahmenbedingungen in der EU sehen sich grundsätzlich alle an den europäischen Energiebörsen tätigen Stromunternehmen einem steigenden Liquiditätsbedarf gegenüber. Die EU hat deshalb die rechtliche Grundlage für Liquiditätshilfen in der aktuellen Situation geschaffen. Deutschland stellt bereits Hilfen über die staatliche Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) bereit. Für die Gestaltung der Schweizer Liquiditätshilfen können die Ansatzpunkte aus Deutschland mitbetrachtet werden.

<sup>10</sup> Vgl. Abschnitt 5 des «Schutzschild der Bundesregierung für vom Krieg betroffene Unternehmen». [https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Downloads/M-O/massnahmeneueberblick-schutzschild-der-breg-fuer-vom-krieg-betroffene-unternehmen.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=4](https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Downloads/M-O/massnahmeneueberblick-schutzschild-der-breg-fuer-vom-krieg-betroffene-unternehmen.pdf?__blob=publicationFile&v=4) oder auch <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/Entlastungen/massnahmenpaket-fuer-vom-krieg-betroffene-unternehmen.html>.

<sup>11</sup> Vgl. <https://www.eurelectric.org/publications/joint-associations-paper-on-access-to-short-term-liquidity/>.

<sup>12</sup> Vgl. ACER's Final Assessment of the EU Wholesale Electricity Market Design. <https://www.acer.europa.eu/events-and-engagement/news/press-release-acer-publishes-its-final-assessment-eu-wholesale>.

### 3 Liquiditätsbedarf im Kontext vergangener Krisen

Der Bund hat in der Vergangenheit verschiedentlich in wirtschaftlichen Krisensituationen interveniert. Diese hatten aber oft eine andere Natur und sind nicht vergleichbar – weil oft auch das individuelle Versagen einer Unternehmung mitwirkte, was im vorliegenden Fall nicht zutrifft.

Blickt man auf die letzten 20 Jahre zurück, sind vor allem das Grounding der Swissair (2001), die Stützung der UBS (2008) sowie die Kreditvergabe zur Überbrückung der COVID19-Pandemie-massnahmen (2020) zu nennen. Um den bundesrätlichen Vorschlag für «subsidiäre Finanzhilfen zur Rettung systemkritischer Unternehmen der Elektrizitätswirtschaft» einzuordnen, ist ein vertiefter Blick auf die drei genannten wirtschaftlichen Krisensituationen zielführend. Hierbei stellen sich die folgenden Fragen:

- Was waren die **Ursachen** für diese Krisen und wie sind diese mit der aktuellen Situation in der Elektrizitätswirtschaft vergleichbar?
- Was waren die **Risiken** für die Volkswirtschaft, die mit diesen wirtschaftlichen Krisen einhergingen? Welche Risiken sind mit der aktuellen Situation in der Elektrizitätswirtschaft zu identifizieren?
- Was waren die zentralen staatlichen **Massnahmen** und wie lässt sich der aktuelle Vorschlag des Bundesrates für «subsidiäre Finanzhilfen zur Rettung systemkritischer Unternehmen der Elektrizitätswirtschaft» hierzu einordnen?

#### 3.1 Ursachen der Krisen

Betrachtet man die drei Krisenfälle bezüglich der Ursachen für das staatliche Handeln, können zwei Aspekte unterschieden werden:

- Bedeutung von Unternehmensentscheiden versus exogene Einflussfaktoren
- Präventiver versus kurativer Eingriff.

##### **Einflussfaktoren**

Sowohl bei der Swissair als auch bei der UBS waren falsche strategische Unternehmensentscheide Auslöser der Krise («Hunter Strategie» und «Risikohafters Ausbau des Investmentbankings»<sup>13</sup>). Die Unternehmen waren bereits wirtschaftlich in einer schlechten Verfassung, fuhren Verluste ein und hatten grosse Liquiditäts- oder Bilanzprobleme (Eigenkapital). Exogene Faktoren (Terroranschlag vom 9.11.2001 bei der Swissair und Konkurs der Bank Lehman Brothers bei der UBS) fungierten lediglich als Beschleuniger der jeweiligen Krisensituation. Anders präsentiert sich die Situation bei der COVID19-Pandemie. Hier führte die Pandemie als exogener Schock zu wiederholten Lockdowns mit verordneten Geschäftsschliessungen. Die wirtschaftliche Situation der einzelnen von der Schliessung betroffenen Unternehmen spielte keine Rolle.

<sup>13</sup> Sowohl das Grounding der Swissair als auch die Stützung der UBS sind in vielen Analysen und Filmen dokumentiert (vgl. z.B. <https://www.sozialarchiv.ch/2021/09/25/vor-20-jahren-das-swissair-grounding/> für die Swissair oder [https://www.swissinfo.ch/ger/finanzkrise-2008\\_der\\_tag--an-dem-die-groesste-schweizer-bank-gerettet-wurde/44475002](https://www.swissinfo.ch/ger/finanzkrise-2008_der_tag--an-dem-die-groesste-schweizer-bank-gerettet-wurde/44475002) für die UBS-Stützung).

## Eingriffszeitpunkt

Sowohl bei der Swissair als auch bei der UBS erfolgte das staatliche Handeln, nachdem die Krise eingetreten war. Die Massnahmen sollten somit kurativ die Folgen der Krisen reduzieren. Anders präsentiert sich die Situation bei den COVID19-Massnahmen. Diese wurden bereits im Frühjahr 2020 beschlossen, bevor flächendeckende Liquiditätsprobleme oder eine Konkurswelle die Wirtschaft erreichten.

## Einordnung der aktuellen Situation auf dem Elektrizitätsmarkt

Zum Vergleich der aktuellen Situation auf dem Elektrizitätsmarkt mit den beschriebenen Krisen kann folgendes festgehalten werden:

- Im Gegensatz zum Swissair-Grounding und der UBS-Stützung sind aktuell bei den für Liquiditätshilfen vorgesehenen Unternehmen keine falschen und stark risikobehafteten strategischen Unternehmensentscheidungen auszumachen.
- Im Gegensatz zum Swissair-Grounding und der UBS-Stützung befinden sich die für Liquiditätshilfen vorgesehenen Unternehmen in keiner wirtschaftlich gefährlichen Abwärtsspirale, wie das bei der Swissair (starker Liquiditätsabbau und fehlende Finanzierungsmöglichkeiten) oder der UBS (massive Abschreibungen auf den Aktiven, Verlust des Eigenkapitals) der Fall war.
- Im Gegensatz zum Swissair-Grounding und der UBS-Stützung müssen die für Liquiditätshilfen vorgesehenen Unternehmen nicht vor dem Konkurs gerettet werden. Vielmehr findet ihr Geschäft aktuell in einem derart volatilen Umfeld statt, dass die Unternehmen im schlimmsten Fall kurzfristig die von der Börse geforderten Sicherheiten nicht mehr aus eigener Kraft aufbringen können. Die Sicherheitsleistungen für die Termingeschäfte fliessen indes komplett wieder zurück, spätestens sobald die Stromlieferung erfolgt ist.
- Ähnlich wie bei den COVID19-Krediten handelte es sich bei der aktuellen Situation auf dem Elektrizitätsmarkt um einen temporären und aus Sicht der Marktteilnehmer exogen ausgelösten Ausnahmefall. Dieser Ausnahmefall endet, sobald die Unsicherheit abnehmen oder entsprechende Regulierungen (hier: EMIR) ändern. Ein konkreter Zeitpunkt ist derzeit jedoch sehr schwer vorzubestimmen.
- Im Gegensatz zur COVID19-Pandemie, während der der exogene Schock (Schliessungen) mit 100%-iger Sicherheit zu Ertragsausfällen bei den betroffenen Unternehmen führte, ist es in der aktuellen Situation auf dem Elektrizitätsmarkt alles andere als sicher, ob der exogene Schock mit steigenden Elektrizitätspreisen faktisch wirklich zu Liquiditätsengpässen bei den betroffenen Unternehmen führen wird, die sie nicht mehr selbst beheben können.

Im Gegensatz zum Swissair-Grounding und der UBS-Stützung sind im vorliegenden Fall keine Unternehmen, die aufgrund von strategischen Fehlentscheidungen in Schieflage geraten sind, nachträglich zu retten. Ähnlich wie bei den COVID19-Krediten geht es um eine vorsorgliche Massnahme, um die systemischen Risiken zu reduzieren, die in Bezug auf die kurzfristige Versorgungssicherheit aufgrund des Ausschlusses von Schweizer Stromunternehmen von den europäischen Börsen entstehen können.

## 3.2 Risiken für die Volkswirtschaft

Betrachtet man die drei diskutierten Fälle bezüglich der Risiken und damit der Begründung stattdessen Handelns, sind zwei Effekte zu unterscheiden:

- **Systemische Risiken:** Die Krise gefährdet die Versorgungssicherheit mit kritischen Produkten und Dienstleistungen, was zu wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Verwerfungen führen kann.
- **Konjunkturelle Verwerfungen:** Die Krise beeinträchtigt vorwiegend wirtschaftliche Kenngrößen wie den Arbeitsmarkt oder das Wirtschaftswachstum, wobei die Auswirkungen zeitlich und/oder branchenmässig begrenzt sind.

### Systemische Risiken

Von den drei diskutierten Fällen (Swissair, UBS, COVID19) können nur bei der UBS-Stützung systemische Risiken ausgemacht werden. Das Ausscheiden der UBS aus dem Markt hätte aufgrund der Vernetzung und ihrer Stellung im Zahlungsverkehr und bei weiteren Finanzdienstleistungen mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem Zusammenbruch eines grossen Teils des Finanzsystems geführt. Durch die Vernetzung von Wirtschaft und Gesellschaft über das Finanzsystem wären grosse wirtschaftliche und gesellschaftliche Verwerfungen die Folge gewesen. Verstärkt worden wäre dieser Effekt durch den Vertrauensverlust der Bevölkerung in das Bankensystem (Stichwort: Bankrun). Weder beim Swissair-Grounding noch bei den COVID19-Krediten sind systemische Risiken auszumachen.

### Konjunkturelle Verwerfungen

Vor allem bei den COVID19-Krediten standen konjunkturelle Argumente als Grund für das staatliche Handeln im Vordergrund. Dazu kam die Befürchtung, dass verordnete Lockdowns zu einer stark ansteigenden Arbeitslosigkeit führen würden. Beim Swissair-Grounding war es der Verlust einer «nationalen Marke» und das damit ausgesendete negative Signal des Standortes Schweiz, das zu einer Nachfrage nach staatlicher Unterstützung geführt hat. Auch hier kam die Angst vor einem grossen Arbeitsplatzabbau dazu.

### Einordnung der aktuellen Situation auf dem Elektrizitätsmarkt

Vergleicht man die aktuelle Situation auf dem Elektrizitätsmarkt mit den beschriebenen Krisen, kann folgendes festgehalten werden:

- Im Gegensatz zum Swissair-Grounding und den COVID19-Krediten stehen bei der Liquiditätshilfe für Elektrizitätsunternehmen nicht die konjunkturellen und arbeitsmarktlichen Auswirkungen von möglichen Liquiditätsproblemen von Unternehmen im Vordergrund, für die Liquiditätshilfen vorgesehen sind.
- Gemäss dem vorgesehenen Bundesgesetz über subsidiäre Finanzhilfen zur Rettung systemkritischer Unternehmen der Elektrizitätswirtschaft und der Botschaft steht das systemische Risiko im Fokus, welches das staatliche Eingreifen erfordert. In der Botschaft wird erwähnt, dass sich infolge stark und kurzfristig steigender Energiepreise der Liquiditätsbedarf der Stromunternehmen in kurzer Zeit erhöhen könnte und mit einem unkontrollierten Ausfall eines oder mehrerer der als systemkritisch eingestuft Unternehmen gerechnet werden muss. Aus Sicht des Bundesrats könnte dies zu einer Kettenreaktion führen, die die Stromversorgungssicherheit aufgrund eines grossflächigen Stromausfalls gefährdet.

- Diese Argumentation verkennt den Unterschied zwischen einem systemrelevanten Unternehmen und einer systemkritischen Marktfunktion.
- Die UBS wurde vom Expertenbericht des Bundesrates<sup>14</sup> zu Recht aufgrund der Kriterien Grösse und Marktkonzentration, Vernetzung innerhalb der Branche und zwischen Wirtschaft und Gesellschaft sowie einer mangelnden Substituierbarkeit von systemkritischen Funktionen als «Too Big Too Fail» (TBTF) und damit als systemkritisches Unternehmen eingestuft.
- Im Gegensatz zur UBS-Stützung geht es im aktuell vorliegenden Fall jedoch nicht darum, systemkritische Unternehmen, die TBTF sind zu retten, sondern sicherzustellen, dass die systemkritische Marktfunktion «Zugang zum Stromhandel» nicht gefährdet ist. Liquiditätseingpässe, die aufgrund der aussergewöhnlichen Marktsituation in Verbindung mit den Anforderungen zur Hinterlegung von Bargeld im Stromhandel auftreten können, können zu einem Börsenausschluss von Stromunternehmen führen. Diese Akteure haben dann zumindest vorübergehend keinen Marktzugang zum Stromhandel, was zu Ungleichgewichten im System und im Extremfall zur einem Systemkollaps führen kann (vgl. Abschnitt 2.4.).

Im Gegensatz zum Swissair-Grounding oder den COVID19-Krediten stehen vorliegend nicht konjunkturelle oder arbeitsmarktliche Risiken im Vordergrund. Es geht auch nicht um die Rettung eines systemkritischen Unternehmens wie bei der UBS im Sinn eines «Too Big Too Fail». Vielmehr besteht bei einem Verlust des Börsenzugangs schweizerischer Stromunternehmen die Gefahr, dass Angebot und Nachfrage kurzfristig nicht mehr in Einklang gebracht werden könnten. Dies könnte zu übermässigen Frequenzabweichungen und damit einem partiellen oder gar flächendeckenden Netzausfall (Blackout») führen. Ein solcher Netzausfall betrifft die kurzfristige Versorgungssicherheit, die jedoch nicht mit der im Landesversorgungsgesetz geregelten «Strommangellage» zu verwechseln ist.

### 3.3 Staatliche Massnahmen

Betrachtet man die im Rahmen der beschriebenen drei Krisen getroffenen staatlichen Interventionen, können zwei Arten von Massnahmen unterschieden werden:

- Zeitlich begrenztes Engagement des Staates
- Umbau des Regulierungssystems

#### Zeitlich begrenztes Engagement

- Die COVID19-Kredite als Folge der behördlich verordneten Schliessungen von Unternehmen waren von Beginn an zeitlich beschränkt. Dies war vor dem Hintergrund eines zeitlich begrenzten Schocks und der damit verbundenen möglichen Liquiditätsprobleme der betroffenen Unternehmen zielführend. Das zwischen den Banken und dem Eidgenössischen Finanzdepartement (EDF) ausgearbeitete Programm umfasste schliesslich ein gewährtes Kreditvolumen von knapp 17 Milliarden Franken<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Expertengruppe zur Weiterentwicklung der Finanzmarktstrategie Schlussbericht vom 1. Dezember 2014 (vgl. <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-55545.html>).

<sup>15</sup> <https://covid19.easygov.swiss/>.

- Beim Swissair-Grounding gewährte der Bund einen Notkredit von 450 Millionen Franken, um den kurzfristigen Flugbetrieb nach dem Grounding sicherzustellen. Er sprach in der Folge noch einen A-fond-perdu-Betrag von einer Milliarde Franken, um den Flugbetrieb bis zur Gründung einer neuen Fluggesellschaft zu garantieren und eine grössere Konkurswelle bei den Zuliefererbetrieben zu verhindern.

### **Umbau des Regulierungssystems**

- Nachdem der Bund Hypothekendarlehen im Umfang von 60 Milliarden Franken der UBS in eine Zweckgesellschaft ausgelagert hatte, die von der SNB finanziert wurde, und eine UBS-Wandelanleihe über 6 Milliarden Franken finanziert hatte, wurde insbesondere die Finanzmarktregulierung angepasst.
- Der von einem Expertengremium erarbeitete Massnahmen-Mix umfasste die folgenden Regulierungsmassnahmen:<sup>16</sup>
  1. Verschärfte Eigenmittelvorschriften
  2. Verschärfte Liquiditätsvorschriften
  3. Massnahmen zur verbesserten Risikoverteilung
  4. Organisatorische Massnahmen zur Sicherstellung der systemrelevanten Funktionen der Banken.

### **Einordnung der aktuellen Situation auf dem Elektrizitätsmarkt**

- Im Gegensatz zu den COVID19-Krediten, die grundsätzlich allen betroffenen Unternehmen offenstanden, fokussieren die Liquiditätshilfen auf ex-ante definierte sogenannte systemkritische Unternehmen.
- Diese Einschränkung auf ausgewählte Unternehmen trägt jedoch den aktuellen Risiken nicht adäquat Rechnung. Wie erläutert geht es im vorliegenden Fall um die Sicherung der systemkritischen Funktion «Zugang zum Stromhandel».
- Im Gegensatz zur UBS-Stützung und ähnlich der Liquiditätsüberbrückung während der COVID19-Pandemie sind die Liquiditätshilfen bewusst zeitlich begrenzt.

Bei den Liquiditätshilfen geht es um präventive und temporär begrenzte Liquiditätshilfen, ähnlich der COVID19-Kredite, wobei die Wahrscheinlichkeit, dass solche Hilfen gesprochen werden müssen, deutlich niedriger sind als in der Pandemiezeit. Auch ist das Ausfallrisiko der Liquiditätshilfen sehr niedrig, da die für die Termingeschäfte hinterlegten Sicherheiten rollierend bei erfolgter Lieferung zurückfliessen.

<sup>16</sup> Vgl. Schlussbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen vom 30. September 2010, [https://www.ub.unibas.ch/digi/a125/sachdok/2011/BAU\\_1\\_5637863.pdf](https://www.ub.unibas.ch/digi/a125/sachdok/2011/BAU_1_5637863.pdf).

### 3.4 Schlussfolgerungen bezüglich Ausgestaltung der Liquiditätshilfen

Betrachtet man die verschiedenen Krisen der letzten 20 Jahre, können folgende Schlussfolgerungen zur Ausgestaltung der Massnahmen für Liquiditätshilfen gezogen werden:

#### Begrenzung auf ausgewählte Unternehmen

- Die aktuellen Ursachen der Diskussion für Liquiditätshilfen sind am ehesten mit den COVID19-Krediten vergleichbar, aber nicht mit dem Swissair-Grounding und der UBS-Stützung. Bei den für Liquiditätshilfen vorgesehenen Unternehmen ist weder ein unternehmerisches Fehlverhalten noch eine wirtschaftlich problematische Situation Ursache der staatlichen Intervention. Vielmehr handelt es sich um einen möglichen exogenen Schock.
- Die erwarteten Risiken betreffen nicht wie bei der UBS ein oder mehrere systemkritische Unternehmen (TBTF), sondern die systemkritische Marktfunktion «Zugang zum Stromhandel», die der Sicherstellung der kurzfristigen Versorgungssicherheit dient. Für die Gewährleistung dieser Marktfunktionen sind viele Marktakteure und nicht nur die im Gesetzentwurf für Liquiditätshilfen vorgesehenen Unternehmen verantwortlich.

Die Liquiditätshilfen dürfen nicht auf spezifische Unternehmen begrenzt werden und müssen allen an der Börse aktiven Schweizer Stromunternehmen offenstehen.

#### Zeitliche Begrenzung

- Die aktuelle Situation wird durch diverse exogene Faktoren bestimmt. Es handelt es sich um eine ausserordentliche Krisensituation. Mit dem Ende der Krise dürften sowohl der Druck zu steigenden Energiepreisen als auch die Volatilität aufgrund der vorhandenen Unsicherheit abnehmen. Die Folge ist ein reduzierterer Liquiditätsbedarf.
- Selbst wenn die Energiepreise hoch bleiben werden, dürften sich die Absicherungsgeschäfte auf dem hohen Niveau einpendeln, womit die Differenz zum Marktpreis kleiner wird und in der Folge der Liquiditätsbedarf abnimmt.
- Ähnlich der COVID19-Kredite ist somit eine zeitliche Beschränkung zielführend. Ein solche zeitliche Befristung mit konkretem Ablaufdatum ist auch deshalb sinnvoll, damit das Parlament überprüfen muss, ob zukünftig die Voraussetzungen für das Gesetz weiterhin gegeben sind.

Eine zeitliche Begrenzung der Liquiditätshilfen ist wichtig. Es ist zu erwarten, dass die aktuelle Krise irgendwann überwunden ist, womit auch die Unsicherheit und Volatilität in den Energiepreisen abnimmt. Auch wenn die Preise hoch blieben, reduziert sich bei den Absicherungsgeschäften die Differenz zum Marktpreis. Alle diese Faktoren führen dazu, dass der Liquiditätsbedarf abnimmt. Zudem erlaubt ein konkretes Ablaufdatum die Überprüfung der Voraussetzungen für die Weiterführung des Gesetzes.

### Zwangsunterstellung und Vorabinformation

- Aufgrund der TBTF-Problematik wurde für die Banken ein neues Regulierungsregime entwickelt, das für alle gilt. Im Rahmen dieser Regulierungen sind die Banken auch gezwungen, verschiedene Unternehmensinformationen an den Regulator zu übermitteln. Dies ist insofern für die TBTF-Unternehmen sachgerecht, als sie aufgrund ihrer Systemrelevanz de facto eine Staatsgarantie erhalten haben.
- COVID19-Kredite konnten von den Unternehmen freiwillig beantragt werden. Erst im Rahmen der Beantragung mussten entsprechende Unternehmensinformationen geliefert werden, um die Berechtigung für einen Kredit prüfen zu können.
- Im Vergleich zur Situation bei den COVID19-Krediten ist die Wahrscheinlichkeit, dass Liquiditätsunterstützung in Anspruch genommen werden muss, deutlich niedriger. Zudem hat die Werthaltigkeit des Kraftwerkparks in der aktuellen Krise zugenommen. Das Ausfallrisiko eines Unternehmens ist somit im Gegensatz zu vielen COVID19-Krediten deutlich niedriger. Im Gegenteil: es liegt die paradoxe Situation vor, dass die Ausfallwahrscheinlichkeit der Unternehmen derzeit nur besteht, wenn die Liquidität nicht gesichert ist. Wird diese gesichert, geht die Ausfallwahrscheinlichkeit gegen Null, da die Rentabilität der Produktion nicht gefährdet ist. Auch in der Botschaft zum Gesetz wird von einem «unwahrscheinlichen Ernstfall» gesprochen.
- Aufgrund der geringen Eintrittswahrscheinlichkeit, dass es zu einer Inanspruchnahme der Liquiditätshilfe kommt und aufgrund des geringen Kreditausfallrisikos für etwaig gewährten Liquiditätshilfen, lassen sich operative Eingriffe in die Geschäftstätigkeit nicht rechtfertigen. Transparenzvorgaben sind aus diesen Gründen auf ein Minimum zu beschränken und sollten erst bei Inanspruchnahme greifen.

Unter Berücksichtigung der Eintrittswahrscheinlichkeit und im Vergleich mit der Vorgehensweise bei den COVID-Krediten sollten staatliche Auflagen zum einen erst bei Inanspruchnahme von Liquiditätshilfen greifen und sich zum andern auf Transparenzvorschriften begrenzen.

## 4 Lösungsvorschlag unter Berücksichtigung bestehender Vorarbeiten

Ziel der Liquiditätshilfe ist es, Liquiditätsengpässe für Absicherungsgeschäfte von Schweizer Stromunternehmen zu vermeiden und die Gefahr abzuwenden, dass diese Unternehmen von der Börse ausgeschlossen werden. Bei einem Ausschluss wäre nicht mehr garantiert, dass der Strommarkt reibungslos funktioniert. Es bestünde die Gefahr von Störungen im Stromsystem bis hin zu Blackouts.

In diesem Kapitel werden folgende Fragen beantwortet:

- Welche Anforderungen an die Lösung ergeben sich auf Grundlage der Krisensituation und der geltenden Börsenregeln in Europa sowie der Erfahrungen in anderen Sektoren, die in den vorangegangenen Kapiteln dargestellt sind?
- Wie werden diese Anforderungen im angedachten Modell für Deutschland und im Gesetzesvorschlag des Bundesrates erfüllt?
- Welche Schlussfolgerungen ergeben sich für die Gestaltung einer ökonomisch fundierten Lösung für die Schweiz?

### 4.1 Anforderungen an die Lösung

Die Anforderungen an die Lösung ergeben sich aus dem speziellen Sachverhalt (vgl. Kapitel 2) und auch im Vergleich zu vergangenen Krisen in anderen Wirtschaftssektoren (vgl. Kapitel 3). Ursachen möglicher Liquiditätsengpässe liegen nicht in Misswirtschaft oder zu hoher Risikobereitschaft von potenziell betroffenen Unternehmen wie im Fall Swissair oder UBS.

Aktuell besteht im Strommarkt die paradoxe Situation, dass sich bei stark steigenden Strompreisen die Profitabilität der Stromproduktion und entsprechend der Wert der Produktionsanlagen erhöht, jedoch infolge der hohen Volatilität und dem starken Anstieg der Energiepreise aufgrund der Börsenregeln kurzfristig extrem hohe Liquiditätsforderungen und -engpässe resultieren können.

Folglich lassen sich die nachfolgenden Anforderungen an eine Lösung ableiten:

- **Beschränkung auf Nachschusspflicht für Absicherungsgeschäfte:** Eine Liquiditätshilfe ist für die börsenrechtlich begründete Nachschusspflicht für Absicherungsgeschäfte zu gestalten, nicht jedoch um das Grundgeschäft oder die Produktionsaktivitäten der Unternehmen zu stützen. Die Profitabilität der Produktion ist aufgrund der aktuellen Situation nicht gefährdet, sondern gewinnt vielmehr an Wert.
- **Zeitliche Begrenzung:** Die Liquiditätshilfe ist zeitlich zu begrenzen. Die aktuelle Marktsituation ist aussergewöhnlich; auch eine Verschärfung ist aufgrund der geopolitischen Situation möglich. Die Liquiditätsrisiken für Stromunternehmen können so lange andauern, wie mit Preisausschlägen aufgrund der Krisensituation gerechnet werden muss. Ist die Krise überwunden, reduzieren sich die Unsicherheit und damit die Volatilität in den Preisen. Zudem dürfte der Preisanstieg gestoppt werden. Beides führt zu einem geringeren Liquiditätsbedarf und reduziert das systemische Risiko von alleine. Selbst wenn die Energiepreise hoch bleiben, aber nicht weiter ansteigen, nimmt der Liquiditätsbedarf ab, da die Differenz zu den Marktpreisen in den Absicherungsgeschäften abnimmt. Auch können andere Mass-

nahmen in der EU oder der Schweiz dazu führen, dass die Liquiditätsrisiken zukünftig abnehmen und Liquiditätshilfen überflüssig werden. Beispielsweise werden aktuell in der EU Ideen diskutiert, die zu einer Änderung der Börsenregeln führen könnten, indem andere Garantien als Bargeld als Sicherheitsleistung der Stromunternehmen akzeptiert würden. Ein konkretes Ablaufdatum ist sinnvoll, da dann das Parlament aktiv beschliessen muss, das Gesetz zu verlängern. Das erlaubt zu prüfen, ob die Voraussetzungen für das Gesetz zu diesem Zeitpunkt noch erfüllt sind, wie die Krisensituation, die Börsenregeln oder die Entwicklung alternativer Massnahmen.

- **Reduktion des Systemrisikos:** Mit einem Börsenausschluss wären systemkritische Marktfunktionen der Schweizer Stromunternehmen betroffen, nicht wie im Fall UBS ein systemkritisches Unternehmen. Alle Stromverkäufer sind gleichsam von der besonderen Marktlage betroffen. Allfällige Liquiditätshilfen sollen garantieren, dass das Gesamtsystem unterbruchsfrei weiterfunktioniert.
- **Verfügbarkeit für alle betroffenen Unternehmen:** Die Liquiditätshilfen sind so zu konzipieren, dass das systemische Risiko reduziert wird, auch im Fall des Ausfalls mehrerer an der Börse aktiver Stromunternehmen. Daher sollten alle an der Börse aktiven Stromunternehmen gleichsam auf die Liquiditätshilfen zugreifen können. Damit wird auch vermieden, dass Finanzhilfen die Marktposition spezifischer Akteure im Schweizer Stromhandel verbessern und somit den Wettbewerb verzerren.
- **Anreize zur Eigenvorsorge:** Da die Profitabilität der Stromproduktion nicht gefährdet ist, sondern sich durch die aussergewöhnliche Marktlage sogar verbessert, ist bei Unternehmen mit eigener Produktion ein hohes Mass an Eigenvorsorge zur Liquiditätsbereitstellung mittels Fremd- und Eigenkapitalgebern zu erwarten. Dies muss bei einer Inanspruchnahme einer Liquiditätshilfe auch eingefordert werden.
- **Verhältnismässigkeit<sup>17</sup>:** Für die Börsenzulassung der Stromunternehmen und zur reibungslosen Abwicklung der Handelsgeschäfte und somit Sicherung der jederzeitigen Systemstabilität sind kurzfristig sehr hohe Bargeldzahlungen erforderlich. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Finanzhilfen in Anspruch genommen werden müssen, ist im Gegensatz zum Bankensektor oder COVID19-Krediten gering. Diese geringere Eintrittswahrscheinlichkeit ist auch bei der Umsetzung der Liquiditätshilfen zu beachten.

---

<sup>17</sup> Im Sinn des Gesetzgebungsleitfadens des Bundesamts für Justiz vgl. <https://acrobat.adobe.com/link/review?uri=urn:aaid:scds:US:662608a0-10ff-3065-9eae-f01bd21561e9>.

## 4.2 Vergleich der Liquiditätshilfe in Deutschland mit dem Vorschlag des Bundesrats

Die Finanzierungshilfen, die in Deutschland bereits eingesetzt werden und in der Schweiz geplant sind, lassen sich folgendermassen charakterisieren.

### Deutsches «Finanzierungsinstrument Margining»

In Deutschland hat bereits Ende 2021 Uniper eine Kreditlinie mit der staatlichen Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) vereinbart.<sup>18</sup> Der Vertragsabschluss erfolgte bilateral noch bevor ein konkretes Programm der Bundesregierung dazu aufgelegt war. Am 8. April 2022 hat das Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz (BMWK) zusammen mit dem Bundesministerium der Finanzen (BMF) das «Finanzierungsinstrument Margining» angekündigt.

- **Ziel:** Das «Finanzierungsinstrument Margining» ist Bestandteil des «Maßnahmenpakets der Bundesregierung für vom Krieg betroffene Unternehmen»<sup>19</sup>. Ziel ist die «Unterstützung von Energieunternehmen bei bestimmten Liquiditätsengpässen». Die Finanzhilfe in Form von KfW-Kreditlinien werden für den Zweck der Marginzahlungen für Handelspositionen in Strom und Erdgas an der EEX oder der ICE Europe mit Bezug zum deutschen Spotmarkt oder für die physische Lieferung nach Deutschland gewährt. Die Unternehmen müssen eine Niederlassung oder Betriebsstätte in Deutschland haben. Das Hilfsprogramm bezieht sich somit nicht auf eine im Vorherein definierte spezifische Unternehmenskategorie (z. B. «systemkritische Unternehmen»), sondern steht allen Unternehmen für den definierten Zweck offen. Die Hilfen sind auf Liquiditätserfordernisse aus Marginzahlungen beschränkt, wobei die Abgrenzung zu anderen Geschäften in der Praxis unklar ist.
- **Antragstellung und Auflagen:** Die Antragstellung ist freiwillig und auch vorab provisorisch ohne Inanspruchnahme möglich. Mit der Antragsstellung wird eine Bonitätsprüfung des Unternehmens ausgelöst. Als Auflage gilt, dass bestehende Kreditlinien ausgeschöpft werden müssen und auch nicht reduziert werden dürfen. Um Liquiditätsabfluss zu minimieren, muss auf Boni für Leitungsorgane verzichtet werden. Konkretere Bedingungen und Auflagen sind derzeit nicht öffentlich verfügbar.
- **Finanzielle Konditionen:** Die Regelung ist stark am COVID-Sonderprogramm und an den bisherigen KfW-Zuweisungsgeschäften orientiert. Der Zinssatz ergibt sich aufgrund des Beihilfenrechts aus dem EU-Referenzzinsschema<sup>20</sup> zuzüglich eines Zuschlags, so dass der Zinssatz über dem marktüblichen Niveau liegt. Werden Teile der beantragten Kreditlinie nicht genutzt, ist eine Bereitstellungsprovision fällig.

<sup>18</sup> <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/energie/energiekonzern-europaweit-ein-grosses-thema-uniper-und-andere-versorger-sichern-sich-mit-milliarden-gegen-preisspruenge-ab/27947378.html>.

<sup>19</sup> Die Basis dafür auf EU-Ebene ist das «Temporary Crisis Framework for State Aid measures to support the economy following the aggression against Ukraine by Russia» der DG Competition vom 24.03.2022 [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/statement\\_22\\_1949](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/statement_22_1949).

<sup>20</sup> Das Referenzzinsschema der EU basiert auf der Mitteilung der Kommission über die Änderung der Methode zur Festsetzung der Referenz- und Abzinsungssätze (2008/C 14/02) und kommt im Zusammenhang mit der Kontrolle staatlicher Beihilfen zum Einsatz. Vgl. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/ALL/?uri=CELEX%3A52008XC0119%2801%29> und [https://www.voeb.de/fileadmin/Dateien/Fachthemen/Europa\\_Beihilferecht\\_PDFs/beihilferecht-referenzzinsmitteilung-kurzfassung.pdf](https://www.voeb.de/fileadmin/Dateien/Fachthemen/Europa_Beihilferecht_PDFs/beihilferecht-referenzzinsmitteilung-kurzfassung.pdf)

### Schweizer «subsidiäre Finanzhilfen» gemäss Vorschlag des Bundesrates vom 18. Mai 2022

- **Ziel:** Das Gesetz zielt darauf, dass die Stromversorgung in der Schweiz auch bei ausserordentlichen Marktentwicklungen gewährleistet ist. Das Hilfsprogramm beschränkt sich auf sogenannte «systemkritische» Unternehmen der Elektrizitätswirtschaft «im Sinne dieses Gesetzes», die im Gesetzentwurf unter anderem basierend auf der inländischen Kraftwerksleistung definiert werden. Weitere ausschliesslich privatrechtliche Unternehmen können durch das UVEK auch nach Antrag eines Unternehmens noch per Verfügung benannt werden. Andere Unternehmen haben keinen Zugang zu den Liquiditätshilfen. Darlehen können zur Vermeidung von Illiquidität oder Überschuldung dieser Unternehmen bei ausserordentlichen Marktentwicklungen gewährt werden, insbesondere im Fall der Notwendigkeit hoher Geldsicherheiten für Energiehandelsgeschäfte.
- **Antragstellung und Auflagen:** Die dem Bundesgesetz über subsidiäre Finanzhilfen zur Rettung systemkritischer Unternehmen der Elektrizitätswirtschaft unterstellten Unternehmen müssen unabhängig von einer Inanspruchnahme eines Darlehens mit Inkrafttreten des Gesetzes verschiedene Informationen an alle für den Vollzug zuständigen Bundesstellen liefern (Informationen zur Finanzlage, zu Energiehandelsgeschäften und zu Marktentwicklungen, die zu zusätzlichen Liquiditätserfordernissen führen). Ab dem Zeitpunkt der Antragsstellung kommen weitere Transparenzanforderungen zur Prüfung der Ausschöpfung bestehender Finanzierungsoptionen und zur Risikoeinschätzung hinzu. Ausserdem kann das UVEK weitere Auflagen verfügen, um die Risiken der öffentlichen Hand zu reduzieren. Eingriffe in die Geschäftstätigkeit sind auf diese Weise nicht ausgeschlossen. Während der Inanspruchnahme gelten weitere Auflagen, darunter Massnahmen zur Vermeidung von Liquiditätsabfluss wie Dividendenausschüttungsverbot, Verhandlungen mit Gemeinden und Kommunen zur Stundung von Abgaben.
- **Finanzielle Konditionen:** Unabhängig von der Inanspruchnahme wird eine jährliche Bereitstellungspauschale für die dem Bundesgesetz unterstellten Unternehmen fällig. Es wird ein marktüblicher Zinssatz angewendet, zuzüglich eines Risikozuschlags auf die Darlehenssumme. Die Bandbreite für die jährliche Ermittlung des Risikozuschlags beträgt 4 bis 8% bzw. 5 bis 10 % der Darlehenssumme. Fällig ist der Risikozuschlag mit Ablauf der Bezugsmöglichkeit der Darlehen. Die konkrete Höhe innerhalb der Bandbreiten ergibt sich aus der im Einzelfall ermittelten Risikosituation. Die höhere Bandbreite gilt bei Verstoss gegen Pflichten und Auflagen. Es besteht die Möglichkeit, Sicherheiten in der Darlehensverfügung vorzusehen, darunter Pfandrechte auf Aktiven, wodurch sich der Risikozuschlag reduziert.

### Erfüllung der Anforderungen in Deutschland und im Vorschlag des Bundesrats

Die definierten Anforderungen im Abschnitt 4.1 werden im deutschen Konzept und im Vorschlag des Bundesrates vom 18. Mai 2022 in unterschiedlichem Masse erfüllt.

- **Beschränkung auf Nachschusspflicht für Absicherungsgeschäfte:** Die Konzepte beider Länder stellen erwartungsgemäss die Nachschusspflicht für Absicherungsgeschäfte in den Mittelpunkt. In Deutschland ist dies gekoppelt an den Bezug zum deutschen Spotmarkt bzw. der Lieferung nach Deutschland, so dass der Bezug zu deutschen Endkunden gesichert ist.

- **Zeitliche Begrenzung:** Beide Länder sehen eine zeitliche Begrenzung vor, die in Deutschland, auch unter Berücksichtigung des «Temporary Crisis Framework» der EU, an die Dauer der Ukraine Krise geknüpft ist. In der Schweiz sollen die «subsidiären Finanzhilfen» bis 2026 laufen. In der Botschaft wird der Termin damit begründet, dass mittelfristig andere Massnahmen umgesetzt sein müssen, die eine Finanzhilfe überflüssig machen.
- **Reduktion des Systemrisikos:** In der Schweiz sind dem Bundesgesetz über subsidiäre Finanzhilfen sogenannte «systemkritische» Unternehmen zwangsweise unterstellt. In Deutschland ist mit der Ausrichtung am Zweck und nicht an bestimmten Unternehmen klar adressiert, dass bei Marktverwerfungen potentiell mehrere Unternehmen betroffen sein können, deren Absicherungsgeschäfte gleichgerichtet sind. Das deutsche System ist in diesem Aspekt konsistenter als der Entwurf des Bundesrats.
- **Verfügbarkeit für alle betroffenen Unternehmen:** Der Vorschlag des Bundesrats birgt im Gegensatz zum deutschen Konzept die Gefahr von Marktverzerrungen, da nur als systemkritisch angesehene Unternehmen auf die Hilfen zugreifen können und diese gleichsam zwangsunterstellt sind.
- **Anreize zur Eigenvorsorge:** Im Vorschlag des Bundesrats wird die Eigenvorsorge stärker als im deutschen Konzept beanreizt. Dies vor allem durch den sehr hohen Risikozuschlag, der je nach Situation und Verhalten des Unternehmens höher oder niedriger ausfallen kann.
- **Verhältnismässigkeit:** Die Zwangsunterstellung und die Transparenzanforderungen unabhängig von einer Inanspruchnahme im Vorschlag des Bundesrats sind unverhältnismässig. Ebenso ist die nicht ausgeschlossene Möglichkeit zum Eingriff in die Geschäftstätigkeit diesbezüglich kritisch zu beurteilen. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund vergangener Krisen, bei denen die Eintrittswahrscheinlichkeit für die Inanspruchnahme der Finanzhilfen deutlich höher war. Deutschland geht hier massvoller vor und unterzieht lediglich den Antragsteller einer Bonitätsprüfung. Weitergehende Transparenzaufgaben gelten in Deutschland erst bei Inanspruchnahme der Kreditlinie.

Der Vorschlag des Bundesrats fokussiert auf Anreizen zur Eigenvorsorge und weniger auf der Verhältnismässigkeit; auch adressiert er nicht das Gesamtsystem. Das deutsche Konzept ist dagegen systemorientiert und besser zwischen Anreizen zur Eigenvorsorge und Verhältnismässigkeit austariert.

### 4.3 Vorschlag zu den Eckpunkten einer Liquiditätshilfe

Die Konzeption einer Liquiditätshilfe für an der Börse aktive Stromunternehmen ist bei der aktuellen Marktsituation ökonomisch nachvollziehbar. Damit können für Unternehmen vorab die konkreten Bezugsbedingungen der Hilfeleistung festgelegt werden. Ziel ist, dass Stromunternehmen bei Bedarf auch kurzfristig extrem hohe Liquiditätsforderungen der Börse bedienen können. Bei den Eckpunkten zur Inanspruchnahme der Liquiditätshilfe legen wir im Vergleich zum Bundesratsvorschlag ein stärkeres Gewicht auf die Verhältnismässigkeit. Die Anreize zur Eigenvorsorge sind auch in unserer Lösung ein zentrales Anliegen. Im Gegensatz zum Vorschlag des Bundesrates ist unser Vorschlag für alle Unternehmen offen.

### **Orientierung am Zweck, nicht an einzelnen Unternehmen: Liquiditätshilfen sollen allen Unternehmen offenstehen**

Liquiditätshilfen dienen dazu, dass an der Börse aktive Stromunternehmen in Folge hoher Margin Calls der Börse Liquiditätsengpässe überbrücken können. Auf diese Weise sollte abgewendet werden können, dass Schweizer Stromunternehmen von der Börse ausgeschlossen werden und die Systeminstabilität gefährdet wird. Von der extremen Marktsituation sind gleichermassen alle Unternehmen betroffen, weshalb Liquiditätshilfen für alle an der Börse aktiven Stromunternehmen zur Verfügung stehen sollten. Dies bewirkt auch, dass mit allfälligen finanzielle Hilfen keine systematischen Wettbewerbsverzerrungen einhergehen.

### **Freiwilligkeit gekoppelt mit «Pönale» bei Inanspruchnahme ohne Vertrag**

Jedes Unternehmen soll, wie dies in Deutschland der Fall ist, selbst entscheiden können, ob es die Option zur Inanspruchnahme von Liquiditätshilfe in Anspruch nehmen will oder nicht. Sobald ein Unternehmen Liquidität in Anspruch nehmen muss, wird ein entsprechender Darlehensvertrag unterzeichnet. In der Praxis muss die Liquidität sehr kurzfristig bereitstehen. Daher wäre es zielführend, dass die relevanten Eckpunkte des Darlehensvertrages im Sinne eines «Standardvertrages» bereits vordefiniert sind. Um einen Anreiz zu schaffen, dass die Verträge einschliesslich Informationspflichten und Auflagen rechtzeitig abgeschlossen werden, kann eine Pönale im Fall der Inanspruchnahme ohne gleichzeitige Vertragsunterzeichnung vorgesehen werden.

### **Zeitliche Begrenzung**

Das Instrument der Liquiditätshilfe ist zeitlich zu begrenzen. Indem ein konkretes Ablaufdatum definiert wird, erhält das Parlament die Möglichkeit zu überprüfen, ob die Voraussetzung für das Gesetz zu diesem Zeitpunkt noch gegeben ist. Entfallen kann eine Liquiditätshilfe mit dem Ende der aktuellen Krise, oder im Fall von Massnahmen, welche die Liquiditätsanforderungen reduzieren wie z.B. geänderte Regeln zur Hinterlegung von Sicherheiten bei Börsengeschäften.

### **Bonitätsprüfung als Grundvoraussetzung für die Inanspruchnahme**

Unternehmen, die einen Antrag für eine Kreditlinie stellen, müssen sich einer Bonitätsprüfung unterziehen. Auch bei der Bonitätsprüfung ist zu beachten, dass die Sicherstellung der Liquidität unter hohem Zeitdruck erfolgen wird. Um rechtzeitig die notwendigen Abklärungen treffen zu können, wäre denkbar, dass vorgängig definiert wird, welche Informationen das beantragende Unternehmen einreichen muss. Weil im vorgeschlagenen Modell die Liquiditätshilfe für alle offensteht, wäre analog zu Deutschland zudem denkbar, dass die Unternehmen sich freiwillig vor der Inanspruchnahme eines Darlehens prüfen lassen können. Eine Informationspflicht ohne Antragstellung ist nicht zielführend.

### **Informationspflichten, aber keine Eingriffe in die Geschäftstätigkeit während der Inanspruchnahme**

Während der Dauer der Inanspruchnahme hat das Unternehmen Informationspflichten zu erfüllen. Diese ermöglichen es dem Bund, die Geschäftstätigkeit zu verfolgen, um das Ausfallrisiko rechtzeitig abzuschätzen, und um zu prüfen, dass kein unnötiger Liquiditätsabfluss stattfindet. Um Liquiditätsabfluss zu vermeiden, ist ein Dividendenausschüttungsverbot denkbar. Eingriffsmöglichkeiten in die Geschäftsführung sind unverhältnismässig, auch während der Inanspruchnahme einer Liquiditätshilfe. Aufgrund der Komplexität und dem notwendigen Zusammenspiel

mehrerer Akteure sind Eingriffe in die Geschäftsführung in der Praxis kaum umsetzbar und bieten somit auch keine Garantie, dass Schieflagen vermieden werden.

### **Expertenteam zur Kontrolle der Auflagen während der Inanspruchnahme**

Im Fall einer Inanspruchnahme von Darlehen sind Transparenzanforderungen zu erfüllen. Diese ermöglichen es dem Bund, die Geschäftstätigkeit des Kreditnehmers zu kontrollieren. Aufgrund der Komplexität ist verständlich, dass verschiedene am Vollzug beteiligte Bundesstellen (Eidge-nössische Finanzverwaltung, ElCom, Bundesamt für Energie) in die Kontrolle involviert sind. Die Datenbereitstellung sollte möglichst einfach gestaltet werden und nur gegenüber der feder-führenden Bundesstelle erforderlich sein. Diese könnte dann ein Expertenteam einsetzen, dem auch Mitarbeitende anderer Bundesämter angehören, um die Informationen zu prüfen. Es ist si-cherzustellen, dass die Verwendung der Daten ausschliesslich zweckgebunden erfolgt und Ver-traulichkeitsverpflichtungen gleichermassen für Dritte gelten, die von den Bundesstellen einge-setzt werden.

### **Zuschlag auf Marktzins**

Der Zinssatz muss mindestens dem Marktzins entsprechen. Aufgrund der Kurzfristigkeit der Mit-telbereitstellung und zur Beanreizung der Eigenvorsorge muss ein vernünftiger Zuschlag auf den Marktzins vorgesehen werden. Ein hoher Risikozuschlag ist zum einen eine Hürde für die Inan-spruchnahme. Er gibt einen Anreiz anderer Finanzierungsoptionen zu suchen, bevor im äussersten Notfall die Hilfe des Bundes in Anspruch genommen wird. Hohe Risikozuschläge geben zum anderen auch Anreize zu einer schnellen Rückzahlung, also die Bundeshilfe frühzeitig durch al-ternative Finanzierungen abzulösen. Alternative Finanzierungsquellen dürften in Anbetracht der aktuellen Liquiditätsversorgung auf den Finanzmärkten auffindbar sein, aber auch infolge des geringen Ausfallrisikos aufgrund der mit der zukünftigen Produktion gesicherten Kredite.

Schliesslich ist denkbar, dass Pönalen vorgesehen werden, wenn ein Unternehmen, das Liquidi-tätshilfen beansprucht hat, seinen vertraglich vereinbarten Pflichten nicht nachkommt.

Insgesamt ist sicherzustellen, dass der Zuschlag auf dem Zinssatz nicht prohibitiv ist und nicht seinerseits zu Liquiditätsengpässen führt.

### **Umlagemöglichkeit für Bereitstellungskosten**

Der Aufbau der Option, Liquidität zu beanspruchen und die Inanspruchnahme dieser Option selbst sind mit Kosten auf Seiten des Bundes verbunden. Die Konzeption einer Liquiditätshilfe dient - wie erläutert - der Verhinderung des Eintretens eines systemischen Risikos. Es ist daher begründbar, die Bereitstellungskosten auch dem Gesamtsystem und damit den Stromkunden ana-log der Umlage für bisher definierte Systemdienstleistungen (SDL) zu belasten. Die Umsetzungs-kosten, die im Zusammenhang mit der Gewährung von Liquidität anfallen, sind verursacherge-recht von den betroffenen Unternehmen zu finanzieren; genauso wie die Zinskosten und der Ri-sikozuschlag.

#### 4.4 Fazit zur Ausgestaltung von Liquiditätshilfen für die Stromversorgung

Die Liquiditätshilfen dienen dazu, präventiv das Eintreten eines Systemrisikos zu reduzieren, das bestehen würde, sobald aufgrund von Liquiditätsengpässen schweizerische Stromunternehmen von der Börse ausgeschlossen werden. Mit Liquiditätshilfen kann verhindert werden, dass Störungen beim Bilanzausgleich auftreten und im Extremfall das Stromnetz nicht mehr stabil ist, mit der Gefahr von Abschaltungen und Blackouts. Bei der Ausgestaltung der Liquiditätshilfen ist zum einen diesen Systemrisiken und zum anderen der sehr geringen Eintrittswahrscheinlichkeit sowie dem geringen Ausfallrisiko Rechnung zu tragen. Das bedeutet konkret:

- Die Liquiditätshilfen stehen allen schweizerischen und an der Börse aktiven Stromunternehmen offen. Eine Begrenzung auf sogenannte «systemkritische Unternehmen» greift zu kurz, da es im vorliegenden Fall nicht um systemkritische Unternehmen geht, sondern um die Vermeidung eines systemischen Risikos im Hinblick auf die kurzfristige Versorgungssicherheit.
- Die Unterstellung unter das System der Liquiditätshilfen ist freiwillig.
- Die Liquiditätshilfen sind zeitlich zu begrenzen. Mit Ende der aktuellen Krisensituation und der damit verbundenen erwarteten Beruhigung bei den Energiepreisen wird sich der Liquiditätsbedarf entsprechend reduzieren. Das systemische Risiko, dass Stromunternehmen aufgrund der Hinterlegungspflicht in Liquiditätsprobleme geraten, existiert dann nicht mehr. Auch im Fall von geänderten Regeln zur Hinterlegung von Sicherheiten bei Börsengeschäften oder ablösenden Massnahmen in der Schweiz wäre eine spezielle Liquiditätshilfe nicht mehr erforderlich. Indem ein konkretes Ablaufdatum definiert wird, erhält das Parlament die Möglichkeit zu überprüfen, ob die Voraussetzung für das Gesetz zu diesem Zeitpunkt noch gegeben ist.
- Nur für den Fall einer Inanspruchnahme von Liquiditätshilfen sind unternehmerische Informationspflichten vorzusehen. Diese müssen einerseits eine Bonitätsprüfung vor und andererseits eine Überwachung der Geschäftstätigkeit während der Inanspruchnahme erlauben. Die Informationen sollen nur einer Behörde zur Verfügung gestellt und können durch ein Expertenteam aus Mitarbeitern mehrerer Bundesämter geprüft werden. Über Transparenzvorschriften hinausgehende Auflagen sind in Anbetracht der geringen Eintrittswahrscheinlichkeit und des geringen Ausfallrisikos unverhältnismässig.
- Bei der Finanzierung der Kosten für die Liquiditätshilfen sind die Bereitstellungskosten für das System sowie die konkreten Umsetzungskosten bei Inanspruchnahme zu unterscheiden. Die Bereitstellungskosten sollen vom Gesamtsystem finanziert werden, da dadurch die Systemrisiken reduziert werden. Die konkreten Umsetzungskosten bei Inanspruchnahme von Liquiditätshilfen sollen vom Unternehmen, das die Liquiditätshilfen in Anspruch nimmt, verursachergerecht finanziert werden.
- Um einerseits die Eigenverantwortung im Hinblick auf die Sicherstellung von genügend eigener Liquidität zu stärken und andererseits eine schnelle Ablösung der Bundesmittel durch andere Kapitalgeber nach einer Inanspruchnahme der Liquiditätshilfen zu beanreizen, ist ein angemessener Risikozuschlag auf dem Marktzins für die Inanspruchnahme zu veranschlagen. Für den Fall, dass Transparenzauflagen nicht erfüllt werden, ist eine Pönale denkbar.

Polynomics AG  
Baslerstrasse 44  
CH-4600 Olten

[www.polynomics.ch](http://www.polynomics.ch)  
[polynomics@polynomics.ch](mailto:polynomics@polynomics.ch)

Telefon +41 62 205 15 70