

Paweł Hawranek\*, Dariusz Michalski\*\*

## Analiza wpływu Dyrektywy MIFID II na rynek energii elektrycznej w Europie

### Spis treści

- I. Wprowadzenie
- II. Pakiet legislacyjny – odpowiedź na kryzys finansowy
- III. MiFID II – dyrektywa wzmacniająca nadzór nad rynkiem towarowym
  1. Instrumenty towarowe objęte regulacją MiFID II
  2. Cele dyrektywy MiFID II
  3. Oddziaływanie MiFID II na rynek energii
  4. Wdrażanie dyrektywy MiFID II
- IV. MiFID II – bezpieczeństwo dla systemu obrotu
- V. Wpływ MiFID II na strukturę przedsiębiorstw energetycznych
- VI. Uwagi końcowe

### Streszczenie

W artykule poruszono kwestię wpływu Dyrektywy MiFID II na rynek energii oraz na strukturę przedsiębiorstw elektroenergetycznych. Omówiono także cele tej regulacji, a także wskazano, które z instrumentów szeroko rozumianego rynku energii zostaną objęte nową regulacją oraz przedstawiono wątpliwości i konsekwencje skutków tak ukształtowanego zakresu przedmiotowego regulacji. Poruszono również kwestię zakresu podmiotowego nowej dyrektywy, jej relację do zakresu stosowania rozporządzenia EMIR oraz wynikające z tego konsekwencje dla przedsiębiorstw elektroenergetycznych. Zasygnalizowano także zagadnienia związane z planowanym harmonogramem wdrażania dyrektywy i związane z tym wyzwania dla podmiotów działających na rynku energii.

**Słowa kluczowe:** MiFID II; EMIR; rynek energii; struktura przedsiębiorstw energetycznych; ryzyko; hedging; prop-trading.

\* Radca prawny HAWRANEK Kancelaria Prawnicza; e-mail: pawel.hawranek@hawranek.pl.

\*\* Dr hab., Akademia Techniczno-Humanistyczna w Bielsku-Białej; e-mail: michalskidariusz@o2.pl.

## I. Wprowadzenie

W odpowiedzi na światowy kryzys finansowy, w dniu 24 września 2009 r., zwołano w Pittsburghu szczyt przywódców G-20<sup>1</sup>. Była to konferencja międzynarodowa, mająca na celu przezwyciężenie ówczesnego kryzysu oraz zapobieżenie podobnym w przyszłości, dzięki poprawie nadzoru nad funkcjonowaniem systemu finansowego. G-20 podjęła także szereg inicjatyw mających na celu redukcję ryzyka systemowego<sup>2</sup>, powstającego na rynku derywatów<sup>3</sup> OTC<sup>4</sup>. Między innymi ustalono, że zostaną wprowadzone regulacje polepszające przejrzystość funkcjonowania nie tylko rynków finansowych, lecz także rynków towarowych. Zgodzono się, iż wszystkie podmioty, których upadek może mieć wpływ na stabilność systemu finansowego powinny podlegać podwyższonym standardom regulacyjnym, spójnym i ujednoliconym w skali globalnej. Dostrzeżono również rodzaje ryzyka związane z obrotem derywatami będącymi przedmiotem handlu poza giełdami, wskazując, że wszystkie zestandaryzowane derywaty będące przedmiotem handlu na rynku OTC powinny być przedmiotem obrotu na giełdach, lub elektronicznych platformach handlowych oraz być centralnie rozliczane<sup>5</sup>, a także notyfikowane do repozytoriów handlowych<sup>6</sup>, a wszystko w celu podniesienia przejrzystości tego rynku. Powyższe działania stały się genezą dla niniejszego artykułu, którego celem jest wskazanie, jaki wpływ na funkcjonowanie elektroenergetyki w Unii Europejskiej może mieć wejście w życie w styczniu 2007 r. dyrektywy MiFID II.

Komisja Europejska, wypełniając powyższe ustalenia, podjęła działania ustawodawcze, zmierzające do realizacji trzech podstawowych celów:

- 1) zwiększenia przejrzystości funkcjonowania rynku finansowego poprzez wymóg przekazania informacji o handlu derywatami na rynku OTC do repozytoriów handlowych oraz udostępnienie tych danych instytucjom nadzorującym te rynki, co umożliwi instytucjom nadzorczym skuteczne rozpoznawanie problemów związanych z tymi pozycjami i podejmowanie działań wyprzedzających; ponadto, poprzez informowanie o zagregowanych podaży i popycie (długie i krótkie pozycje<sup>7</sup>) na rynku zrównają oni dostępność informacji dla wszystkich uczestników tego handlu;
- 2) redukcji ryzyka kredytowego<sup>8</sup>, dzięki określeniu niezbędnej wielkości kapitału, utrzymywanego przez instytucje finansowe i gwarantującego ich ciągłość funkcjonowania oraz obowiązkowe rozliczanie transakcji przez izby rozliczeniowe;

<sup>1</sup> W G-20 reprezentowanych było siedem największych gospodarek świata (USA, Wielka Brytania, Kanada, Francja, Niemcy, Włochy, Japonia, Unia Europejska), a także tzw. gospodarki wschodzące, m.in.: Brazylia, Rosja, Indie, Chiny (grupa BRIC) i Turcja.

<sup>2</sup> Ryzyko systemowe związane jest z możliwością powstania efektu domina upadłości przedsiębiorstw na rynku, wywołanej przez niewywiązanie się ze zobowiązań przez jedno z przedsiębiorstw czy instytucji finansowych. Więcej: J.C. Hull: *Zarządzanie ryzykiem instytucji finansowych*, Wydawnictwo Profesjonalne PWN, Warszawa 2011, s. 295–297, 668.

<sup>3</sup> Derywaty rozumiane w niniejszej publikacji jako instrumenty pochodne, wchodzą w skład kategorii instrumentów finansowych. Ich wartość uzależniona jest od zmian wartości instrumentu bazowego (stąd nazwa instrument pochodny). Derywaty znajdują coraz to nowe zastosowanie. Oprócz zabezpieczenia przed ryzykiem kursu walutowego, rynkowym czy stopy procentowej są wykorzystywane do hedgingu ryzyka rynkowego, katastrof, zielonych rynków czy ryzyka kredytowego.

<sup>4</sup> Transakcje na rynku pozagiełdowym umów bilateralnych: (*over-the-counter*, przez ladę).

<sup>5</sup> Rozliczenie centralne derywatów będących przedmiotem obrotu na rynku OTC oznacza przejście ryzyka kredytowego przez izbę rozliczeniową, która gwarantuje rozliczenie zobowiązań wynikających z transakcji, wymagając jednak wpłaty zabezpieczeń (depozyt początkowy i depozyt uzupełniający).

<sup>6</sup> Repozytoria handlowe – wprowadzone Rozporządzeniem EMIR rejestry transakcji mających za przedmiot derywaty finansowe lub towarowe.

<sup>7</sup> Pozycja długa lub krótka na rynku derywatów oznacza zakup lub sprzedaż instrumentu finansowego.

<sup>8</sup> Ryzyko kredytowe rozumiane jest w niniejszym artykule jako niewywiązanie się kontrahenta ze swego zobowiązania, np. w wyniku bankructwa.

- 3) redukcji ryzyka operacyjnego<sup>9</sup> w wyniku zastosowania elektronicznych narzędzi potwierdzania transakcji dla transakcji OTC, co powinno poprawić jakość określania pozycji i zobowiązań przez podmioty funkcjonujące na tym rynku.

## II. Pakiet legislacyjny – odpowiedź na kryzys finansowy

Komisja Europejska doprowadziła do opracowania dedykowanego pakietu regulacji konsolidującego hurtowy rynek energii elektrycznej we Unii Europejskiej, jak i zwiększającego jego transparentność. W ocenie Komisji Europejskiej postulowane zmiany powinny wpłynąć na poprawę bezpieczeństwa funkcjonowania rynków finansowych, na których znaczące ryzyko jest generowane przez instrumenty pochodne, będące przedmiotem handlu na rynku OTC.

Na wspomniany pakiet składają się:

- swoiste dla energetyki Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1227/2011 z dnia 25 października 2011 r. w sprawie integralności i przejrzystości hurtowego rynku energii<sup>10</sup> (REMIT);
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji<sup>11</sup> (EMIR) obejmujące swoim zakresem zarówno podmioty działające na rynku finansowym, jak i towarowym;
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE<sup>12</sup> (MiFID II) wraz z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie nr 648/2012 (EU)<sup>13</sup> (MiFIR II) – adresowana przede wszystkim do uczestników rynku finansowego, równocześnie mocno ingerująca w funkcjonowanie rynków towarowych.

Wspomniane dwa pierwsze rozporządzenia doczekały się już aktów wykonawczych, zostały również implementowane do prawa krajowego krajów członkowskich. Elektroenergetyka podejmowała już próby oceny skutków tych regulacji, co więcej oba rozporządzenia stały się już elementem codziennej działalności operacyjnej przedsiębiorstw energetycznych. Z tej perspektywy, zważywszy na fakt, iż MiFID II oraz MiFIR II oczekują na zakończenie *vacatio legis*, a proces przygotowania aktów wykonawczych trwa, właśnie te dwie regulacje wydają się warte oceny ich wpływu na dalsze funkcjonowanie przedsiębiorstw energetycznych.

## III. MiFID II – dyrektywa wzmacniająca nadzór nad rynkiem towarowym

Na wstępie można postawić tezę, iż obecnie wprowadzane regulacje europejskie – dyrektywa MiFID II wraz z rozporządzeniem MiFIR II<sup>14</sup> – będą dla elektroenergetyki generatorem nowych

<sup>9</sup> Ryzyko operacyjne rozumiane jest w niniejszym artykule jako możliwość poniesienia straty w wyniku błędów ludzkich lub wadliwie funkcjonujących systemów informatycznych.

<sup>10</sup> Dz. Urz. L 326, z 8.12.2011 r.

<sup>11</sup> Dz. Urz. L 201, z 27.7.2012 r., s. 1–59.

<sup>12</sup> Dz. Urz. UE L 283, z 12.06.2014 r.

<sup>13</sup> Dz. Urz. UE L 173, z 12.6.2014 r.

<sup>14</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie nr 648/2012 (EU).

kosztów. Dalej, z jednej strony stanowić będą one dla elektroenergetyki i innych podmiotów aktywnie działających na rynku energii znaczne ryzyko regulacyjne i ryzyko zgodności (*compliance*)<sup>15</sup>, z drugiej zaś – regulacje te mogą stanowić rozwiązanie problemów systemowych, które wystąpiły na innych rynkach niż rynek energii elektrycznej<sup>16</sup>.

## 1. Instrumenty towarowe objęte regulacją MiFID II

Jak wspomniano wyżej, w następstwie kryzysu finansowego Komisja Europejska zaproponowała dalsze zwiększenie nadzoru nad terminowym rynkiem finansowym, proponując objęcie nadzorem rynku kapitałowego także instrumentów terminowych, rozliczanych w wyniku fizycznej dostawy (do tej pory wyłączone). Na etapie prac legislacyjnych nad MiFID II przeważał pogląd, iż pierwotne instrumenty terminowe rozliczane poprzez fizyczną dostawę, a odnoszące się do energii elektrycznej lub gazu, nie powinny zostać objęte przepisami regulującymi rynki finansowe. Zdecydowanie bardziej stanowcze okazały się być poglądy dotyczące instrumentów pochodnych, które mogą być rozliczane inaczej niż poprzez fizyczną dostawę. Intencją unijnego ustawodawcy było bowiem objęcie tych instrumentów regulacją charakterystyczną dla rynku finansowego, co też znalazło wyraz w dyrektywie.

## 2. Cele dyrektywy MiFID II

Powyższe dobrze charakteryzuje oczekiwania względem zakresu regulacji MiFID II, a mianowicie objęcie regulacją, zgodnie z wytycznymi G20, rynków do tej pory pozostających poza reżymem MiFID<sup>17</sup> i przesunięcie większości handlu z rynków OTC na bardziej przejrzysty rynek regulowany. Dlatego też MiFID II może być postrzegany również jako reforma rynku finansowego po kryzysie finansowym.

Cel regulacji MiFID II:

- zwiększenie zaufania do rynków finansowych poprzez zwiększenie wymagań kapitałowych oraz rozszerzenie zakresu adresatów regulacji poprzez ograniczenie wyłączeń;
- zwiększenie zakresu regulacji rynków finansowych i zapewnienie ich przejrzystości, także dzięki objęciu nimi handlu pozagiełdowego (OTC), co powinno zapewnić poprawę ich przejrzystości, ochrony inwestorów uczestników obrotu i wyeliminowanie ukrytego ryzyka;
- nałożenie na wszystkie miejsca handlu objęte zakresem MiFID II zharmonizowanych wymogów regulacyjnych;
- **zwiększenie regulacji i nadzoru nad handlem towarowymi instrumentami finansowymi.**

<sup>15</sup> Ryzyko zgodności (*compliance*) oznacza ryzyko sankcji prawnych bądź regulaminowych, materialnych strat finansowych lub utraty dobrej reputacji, na jakie narażony jest przedsiębiorstwo w wyniku niezastosowania się do ustaw, rozporządzeń, przepisów czy przyjętych przez siebie standardów i kodeksów postępowania mających zastosowanie w jego działalności. Definicja za: *Zgodność i zapewnienie zgodności w bankach*, Komitet Bazylejski ds. Nadzoru Bankowego, 2005.

<sup>16</sup> Przykładem może być amerykańska ustawa Dodd-Franka, która obecnie wymaga przygotowania ok. 40 tys. stron aktów wykonawczych przez agencje rządowe. Najczęściej współpracują z nimi lobbyści instytucji finansowych, podczas gdy przedsiębiorstwa energetyczne *trading* – handel na rynku hurtowym postrzegają jako działalność uboczną w stosunku do działalności podstawowej.

<sup>17</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady UE z 21 kwietnia 2004 r., w sprawie rynków instrumentów finansowych, regulująca kwestie świadczenia na terenie Europejskiego Obszaru Gospodarczego usług inwestycyjnych, a w szczególności nadzoru nad obrotem instrumentami finansowymi, Dz. U. L 145 z 30.4.2004.

Wskazane wyżej cele zrealizowane zostały poprzez wprowadzenie nowej kategorii miejsca obrotu instrumentami finansowymi – nowej kategorii platformy rynkowej OTF<sup>18</sup> oraz poprzez zmianę podstawowych dla funkcjonowania rynków rozwiązań wprowadzonych przez dyrektywę MiFID I, a mianowicie:

- zmiany w zakresie wymogów dla MTF<sup>19</sup>, czyli wielostronnego systemu obrotu obsługiwanego przez przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot gospodarczy, który kojarzy transakcje strony trzeciej w dziedzinie kupna i sprzedaży instrumentów pochodnych, m.in. zmiany w zakresie autoryzacji oraz rozszerzenie zakresu instrumentów podlegających obrotowi;
- nowe wymogi w zakresie obrotu instrumentami pochodnymi, tzn. obrót na rynku regulowanym, co ma ścisły związek z wymogami EMIR, które nakłada na przedsiębiorców będących kontrahentami zarówno finansowymi, jak i niefinansowymi<sup>20</sup> szereg obowiązków związanych z zawieraniem transakcji pochodnych, w szczególności transakcji zawieranych na rynku OTC;
- zastrzeżenie wymogów dotyczących handlu algorytmicznego (AT), tj. obrotu instrumentami finansowymi, w przypadku którego parametry zlecenia są określone przez algorytm komputerowy, a także handlu HFT, czyli transakcji o wysokiej częstotliwości, tj. handlu algorytmicznego, który poprzez zastosowanie systemów komputerowych umożliwia równoległe wykonywanie transakcji na wielu instrumentach; HFT jest stosowany np. przez fundusze *hedgingowe* czy firmy typu *proprietary trading* (transakcje spekulacyjne z użyciem środków własnych).

MiFID kładzie szczególny nacisk na to, aby przedsiębiorstwa prowadziły działalność w sposób uczciwy, sprawiedliwy i profesjonalny, zgodnie z interesami klientów. Główną intencją dyrektywy jest zatem ochrona klientów korzystających z usług świadczonych przez przedsiębiorstwa inwestycyjne na terenie EOG<sup>21</sup>.

### 3. Oddziaływanie MiFID II na rynek energii

Dla rynku energii istotne jest, że derywaty towarowe będą objęte limitami pozycji<sup>22</sup> (handel nimi będzie prowadzony na rynku zorganizowanym oraz bilateralnie na OTC), aby wspierać właściwą ich wycenę i ograniczyć możliwość manipulacji rynku. Należy jednak podkreślić, że dyrektywa MiFID II w swojej ostatecznej wersji jest zgodna z większością życzeń energetyki i nie powinna doprowadzić do zahamowania handlu na rynku hurtowym. Uchwalenie MiFID II w takiej wersji jest niewątpliwym sukcesem branży energetycznej, która poprzez swoje organizacje branżowe oraz bezpośrednią aktywność poszczególnych uczestników rynku doprowadziła do przyjęcia rozwiązań dla branży korzystnych, m.in.:

- wyłączenia z zakresu MiFID II fizycznie rozliczanych instrumentów *forward* będących przedmiotem handlu na rynku gazu i energii elektrycznej<sup>23</sup>;
- uznania fizycznie rozliczanych instrumentów *forward* będących przedmiotem handlu na rynku gazu i energii elektrycznej za instrument towarowy (a nie instrument rynku finansowego, co mogłoby budzić pewnego rodzaju kontrowersje metodyczne);

<sup>18</sup> *Organized Trading Facilities.*

<sup>19</sup> *Multilateral trading facility.*

<sup>20</sup> *Kontrahent finansowy* lub *niefinansowy* – kategorie podmiotów uczestniczących w obrocie derywatami ustanowione w EMIR.

<sup>21</sup> [http://bossa.pl/edukacja/rynek/EMIR/\[10.12.2013\]](http://bossa.pl/edukacja/rynek/EMIR/[10.12.2013]).

<sup>22</sup> Może to mieć niekorzystny wpływ na możliwości realizacji transakcji zabezpieczających ryzyko rynkowe w każdym czasie.

<sup>23</sup> Wskazuje się, że zadania MiFID II są realizowane przez rozporządzenie REMIT (*Regulatory on Energy Market Integrity and Transparency*) – rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie integralności i przejrzystości rynku energii (Dz. Urz. UE L 326, 8.12.2011 r.).

- zagwarantowania okresu przejściowego limitów pozycji (trzy lata) dla fizycznie rozliczanych *derywatów* na rynku ropy i węgla, które są przedmiotem handlu na zorganizowanych platformach obrotu; po tym czasie Komisja przygotowuje raport w sprawie możliwości włączenia tych derywatów do systemu limitów pozycji.

Instrument finansowy w rozumieniu Dyrektywy MiFID i implementującej ją ustawy o obrocie instrumentami finansowymi obejmuje:

- opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową, inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest papier wartościowy, waluta, stopa procentowa, wskaźnik rentowności lub inny instrument pochodny, indeks finansowy lub wskaźnik finansowy, które są wykonywane przez dostawę lub rozliczenie pieniężne;
- opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne lub mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron;
- opcje, kontrakty terminowe, swapy oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane przez dostawę, pod warunkiem, że są dopuszczone do obrotu na polskim lub zagranicznym rynku regulowanym albo w polskim lub zagranicznym alternatywnym systemie obrotu;
- niedopuszczone do obrotu na polskim lub zagranicznym rynku regulowanym ani w polskim lub zagranicznym alternatywnym systemie obrotu opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar, które mogą być wykonane przez dostawę, które nie są przeznaczone do celów handlowych i wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych;
- instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego;
- kontrakty na różnicę;
- opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward dotyczące stóp procentowych oraz inne instrumenty pochodne odnoszące się do zmian klimatycznych, stawek frachtowych, uprawnień do emisji oraz stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne albo mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron, a także wszelkiego rodzaju inne instrumenty pochodne odnoszące się do aktywów, praw, zobowiązań, indeksów oraz innych wskaźników, które wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych.

Wyłączenie z zakresu regulacji MiFID II kontraktów fizycznie rozliczanych (i umożliwienie handlu nimi podmiotom, które nie są domami maklerskimi) jest kompromisem, umożliwiającym energetyce zabezpieczanie ryzyka rynkowego aktywów produkcyjnych (wyłączenie na potrzeby *hedgingu*<sup>24</sup>) czy optymalizacji ich pracy.

W tym miejscu należy wspomnieć, iż funkcjonowanie unijnego rynku finansowego podlega nadzorowi Europejskiego Urzędu Nadzoru Rynków i Papierów Wartościowych (ESMA)<sup>25</sup> oraz

<sup>24</sup> Wyłączenie to jest jednym z niewielu, które pozostały w dyrektywie MiFID II, w porównaniu z wcześniejszą dyrektywą MiFID I. Zob.: Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, (Dz. Urz. UE L 145, 30.04.2004 r.).

<sup>25</sup> *European Securities and Markets Authority*.

Agencji ds. Współpracy Organów Regulacji Energetyki (ACER)<sup>26</sup>. Z nimi powinny współpracować narodowe urzędy regulujące rynek energii<sup>27</sup>. ESMA odgrywa kluczową rolę w nowym reżymie regulacyjnym Komisji Europejskiej. Agencja ta jest odpowiedzialna za identyfikację kontraktów, które podlegają obowiązkowi raportowania i centralnego rozliczania. ESMA jest także odpowiedzialna za funkcjonowanie rejestrów umów (repozytoria) oraz nadzór nad działalnością izb rozliczeniowych, które oferują swe usługi w kilku państwach członkowskich. ESMA będzie musiała także przygotować niezbędne dokumenty wykonawcze do EMIR oraz MiFID II.

W pracach prowadzonych obecnie przez ESMA nad aktami wykonawczymi do EMIR i MiFID II kluczowe dla elektroenergetyki zagadnienie to precyzyjne zdefiniowanie pojęcia *hedgingu* przez ESMA. Odpowiednie doprecyzowanie tego pojęcia umożliwi lub nie przedsiębiorstwom energetycznym skorzystanie z zawartego w MiFID II wyłączenia dla działalności hedgingowej. Drugą równie krytyczną kwestią jest dookreślenie pojęcia *działalności dodatkowej*<sup>28</sup>. Brak możliwości skorzystania z wyjątku dla działalności *hadgingowej* rodzi bowiem ryzyko objęcia firm tradingowych, funkcjonujących na rynku energii, przez regulacje rynku finansowego i traktowania ich jako instytucje finansowe. Wiąże się z tym wiele konsekwencji, jak np. objęcie przepisami EMIR i obowiązkiem centralnego rozliczania handlu OTC w izbach rozrachunkowych czy zwiększony obowiązek raportowania.

Zmiany MiFID II będą miały wpływ na obszary funkcjonowania przedsiębiorstw objętych przez tę regulację<sup>29</sup>:

- 1) struktura rynku – wprowadzenie pojęcia rynku OTF jako uzupełnienie w stosunku do MTF i rynku giełdowego i stopniowe przenoszenie handlu i zabezpieczania ryzyka na część regulowaną rynku finansowego;
- 2) przejrzystość handlu – wymóg przedstawiania informacji o zawartych transakcjach przez operatorów rynków regulowanych;
- 3) wymogi organizacyjne – objęcie regulacją nowych obszarów handlu sprawi, że coraz więcej przedsiębiorstw będzie zmuszonych funkcjonować jako domy maklerskie lub takie tworzyć we własnej organizacji.

Wszystko to sprawia, że o ile zmiany do MiFID oraz pozostałe wymienione regulacje wejdą w życie, to jeśli koncerny energetyczne będą chciały funkcjonować w systemie regulacyjnym domów maklerskich, będą musiały uzyskiwać licencje na działalność na regulowanym rynku kapitałowym (lub wydzielić tę działalność do osobnych podmiotów<sup>30</sup>). Obecnie przedsiębiorstwa tradingowe są zwolnione z reżymu regulacyjnego MiFID, jeżeli handlują na własny rachunek lub dostarczają usługi zarządzania portfelem kontraktów na rynku energii czy dostępu do rynku hurtowego w ramach jednej grupy kapitałowej, albo ograniczają swoją aktywność wyłącznie do instrumentów rozliczanych w towarze. Zmiany dyrektywy MiFID zmierzają do fizycznego zabezpieczenia ryzyka rynkowego poprzez ograniczenie liczby wyjątków wyłączających niektóre podmioty

<sup>26</sup> Agency for the Cooperation of Energy Regulators.

<sup>27</sup> W Polsce Urząd Regulacji Energetyki.

<sup>28</sup> *Ancillary activities*, zgodnie z art. 2 pkt 1) lit. j) MiFID II.

<sup>29</sup> *MiFID II. An initial impact analysis*, KPMG 2012, kpmg.nl.

<sup>30</sup> Takie działania można zaobserwować na polskim rynku energetycznym, gdzie jego znaczący uczestnicy podjęli się zorganizowania działalności w formie domu maklerskiego lub towarowego domu maklerskiego.

spod zakresu regulacji dyrektywy MiFID<sup>31</sup>. Stąd przedsiębiorstwa, które wcześniej nie były objęte zakresem podmiotowym regulacji MiFID, jeżeli są członkami giełdy lub prowadzą handel poprzez alternatywne platformy obrotu w niektórych wypadkach zostaną objęte reżymem regulacyjnym przewidzianym dla instytucji finansowych.

Wiele wyjątków, które elektroenergetyka uzyskała w MiFID utraci swą ważność pod rządami MiFID II. Będzie to bez wątpienia wpływać także na rozwój handlu na hurtowym rynku energii elektrycznej. Elektroenergetyka jest obecnie dopiero na początku odkrywania tego, co ta zmiana niesie. Jedno jest pewne, jest ona wynikiem dążenia rządzących do zwiększenia zakresu regulacji rynków finansowych, czego koszty poniosą także uczestnicy rynku energii elektrycznej, a szczególnie realizujący handel instrumentami pochodnymi na energię i prawami do emisji dwutlenku węgla (EUA). Rezultatem zaś będzie zmiana podejścia do *hedgingu* ryzyka rynkowego i wzrost kosztów funkcjonowania na zliberalizowanym rynku energii elektrycznej.

Dyrektywa MiFID zawierała 13 różnych wyjątków dla handlu derywatami towarowymi, które przynajmniej w części umożliwiały przedsiębiorstwom działającym na rynkach towarowych uniknąć objęcia ich systemem regulacyjnym przeznaczonym dla instytucji finansowych. Po likwidacji niektórych wyjątków przedsiębiorstwom tym będzie już trudniej unikać statusu firmy regulowanej. Jako najistotniejsze dla energetyki wskazać należy następujące zmiany wprowadzane przez MiFID II w zakresie wyjątków przewidzianych w dyrektywie MiFID:

- handel na własny rachunek – przedsiębiorstwa mogły zostać wyłączone z instytucji regulowanych, jeżeli prowadziły handel na własny rachunek i nie prowadziły usług inwestycyjnych na rzecz swych klientów; ten wyjątek zostanie zlikwidowany, jeżeli przedsiębiorstwa handlują na rynku regulowanym, będąc jego członkiem lub na MTF, a także jeżeli realizują zlecenia klientów w drodze handlu na własny rachunek – tzw. handel *back-to-back*; z wyłączenia nie będą mogli skorzystać także animatorzy rynku funkcjonujący na rynku derywatów towarowych (włączając energię) oraz praw do emisji dwutlenku węgla, o ile nie będzie to dla nich wyłącznie *działalność dodatkowa*;
- usługi dodatkowe – w porównaniu z dyrektywą MiFID I wyjątek ten zostaje zawężony; dotyczy on handlu wspierającego niefinansową działalność przedsiębiorstwa elektroenergetycznego; obecnie usługi związane z realizacją zleceń klientów lub dostarczanie usług związanych z derywatami towarowymi klientom z działalności podstawowej zostały zinterpretowane w podobny sposób, jak handel na własny rachunek; problemy niesie także brak pełnej jasności takiego wyjątku, dlatego podkreślić należy rolę ESMA, która obecnie pracuje nad regulacyjnymi standardami technicznymi będącymi aktem wykonawczym do MiFID II; obecnie ESMA prowadzi konsultacje społeczne projektu<sup>32</sup>;
- wyjątek dealerów towarowych – wyjątek dotyczył wszystkich podmiotów handlujących na rynkach energii, które nie były częścią organizacji instytucji finansowych; ten wyjątek także został zawężony; wynikał on z założenia, że ryzyko systematyczne generowane przez przedsiębiorstwa handlujące na rynkach towarowych jest znacznie mniejsze niż te generowane przez instytucje finansowe;

<sup>31</sup> Jednakże obecnie istnieją także mechanizmy regulujące dostęp do rynku energii elektrycznej podmiotów, które w rezultacie spekulacji mogłyby zakłócać mechanizm rynkowy na hurtowym rynku energii elektrycznej – przykładem jest procedura dopuszczania do giełd energii, która związana jest z badaniem potencjalnego wolumenu handlu, który potencjalny uczestnik planu realizować w różnych okresach.

<sup>32</sup> Obecnie konsultowany projekt: *ESMA Consultation Paper on MiFID II / MiFIR (reference ESMA/2014/1570)*.



- kapitał regulowany – zawężenie wyjątków MiFID wprowadza także niepewność co do poziomu kapitału, który przedsiębiorstwa handlujące na rynku energii będą musiały utrzymywać; w 2008 r. Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego potwierdził, że przedsiębiorstwa tradingowe działające na rynkach towarowych są wyłączone spod wymogów kapitałowych dla instytucji finansowych; w przyszłości może się to zmienić;
- MiFID II zmienił status praw do emisji CO<sub>2</sub>, które zostały zdefiniowane jako instrumenty finansowe – przedsiębiorstwa handlujące EUA będą musiały zatem stać się przedsiębiorstwami regulowanymi lub zagwarantować sobie dostęp do rynku przez domy maklerskie; będzie to impulsem do wzrostu kosztów zabezpieczenia pozycji na rynku praw do emisji; zmiana ta nie powinna jednak dotyczyć przedsiębiorstw zabezpieczających na rynku CO<sub>2</sub> swoje ryzyko kosztów zaspokojenia zapotrzebowania na prawa do emisji;
- propozycja MiFID II zawiera wymóg odnośnie do nakładania przez giełdy oraz platformy handlowe (MTF, OTF) *limitów pozycji*, co ma usprawnić zarządzanie wielkimi pozycjami zajmowanymi na rynku derywatów towarowych; prawo nakładania limitów przekazano do państw członkowskich; ESMA będzie koordynować te działania wśród regulatorów; ponadto, każda giełda oraz MTF i OTF zostają zobowiązane do tygodniowego publikowania danych o pozycjach poszczególnych przedsiębiorstw w podziale na typy instrumentów oraz kategorii przedsiębiorstw.

Ogólnie, Komisja, ograniczając poprzez MiFID II dotychczasowe wyjątki, dążyła zachowania wyjątków dla transakcji mających na celu zabezpieczenie ryzyka rynkowego. Podkreślenia również wymaga, iż firmy elektroenergetyczne mogą zostać „dotknięte” negatywnie przez MiFID II nie tylko w wyniku bezpośredniej zmiany wyjątków, lecz także poprzez wpływ na otoczenie rynkowe, a właściwie szeroko rozumianą infrastrukturę rynku hurtowego, tj. platformy handlowe, izby rozrachunkowe czy wymogi kapitałowe. MiFID II dopuszcza wyłączenie spod swojego systemu derywatów na rynku energii, jeżeli są one rozliczane poprzez dostawę fizyczną produktu bazowego (np. energii elektrycznej) i podlegają rozporządzeniu REMIT<sup>33</sup>. Powodem tego wyłączenia jest dążenie do uniknięcia niepotrzebnego dublowania się regulacji.

#### 4. Wdrażanie dyrektywy MiFID II

Opisane wyżej zmiany wprowadzane będą stopniowo wraz z pracami nad aktami wykonawczymi i zakończeniem się okresu *vacatio legis* dla MiFID II. Obecnie harmonogram wdrażania dyrektywy przedstawia się następująco:

- 15 maja 2014 r. przyjęcie przez Radę Europy dyrektywy MiFID II i rozporządzenia MiFIR II;
- 12 czerwca 2014 r. publikacja dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE<sup>34</sup>; wejście w życie dyrektywy MiFID II w terminie 20 dni po publikacji;
- ESMA została zobowiązana do przedstawienie draftu standardów technicznych i wdrożeniowych (RTS i ITS) Komisji Europejskiej odpowiednio 12 i 18 miesięcy po wejściu w życie dyrektywy MiFID II; ESMA opublikowała dokument prezentujący dyskusję zainteresowanych

<sup>33</sup> REMIT definiuje produkty hurtowego rynku energii (energia elektryczna, gaz, dostęp do infrastruktury przesyłowej, powiązane derywaty) sprzedawane na OTF i rozliczane w drodze fizycznej dostawy.

<sup>34</sup> Dz. Urz. UE L 283, 12.06.2014 r.

podmiotów odnośnie do proponowanych standardów RTS i ITS; kolejny dokument konsultacyjny dotyczący RTS i ITS został opublikowany w grudniu 2014 r.; dalszy powinien pojawić się w marcu 2015 r.; istotne jest zapewnienie równowagi pomiędzy płynnością rynku a jego przejrzystością;

- państwa członkowskie są zobowiązane do transponowania dyrektywy MiFID II do krajowego ustawodawstwa w ciągu 24 miesięcy od wejścia jej w życie – tj. do czerwca 2016 r.;
- dyrektywa MiFID II i rozporządzenie MIFIR II powinny wejść w życie w ciągu 30 miesięcy – tj. do stycznia 2017 r.

Zważywszy na zakres zmian zawartych w MiFID II powyższy harmonogram ocenić należy jako ambitny. Podkreślić należy, iż pewne jego elementy już dzisiaj wydają się niemożliwe do dochowania, gdyż wymagałyby od przedsiębiorstw energetycznych stosowania przepisów niebędących jeszcze prawem obowiązującym. Mowa tu o mechanizmie oceny spełnienia warunków kwalifikujących działalność w zakresie obrotu instrumentami finansowymi jako *działalność dodatkową*. Z punktu widzenia energetyki decyzja o uznaniu działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi za dodatkową w stosunku do ich działalności podstawowej będzie krytyczna – albo dostosowują się do reżymu przewidzianego dla instytucji finansowych, albo będą w stanie wykazać poprzez odpowiednie wskaźniki finansowe, iż prowadzą działalność na rynku instrumentów finansowych wyłącznie jako *działalność dodatkową*. W tym miejscu należy podkreślić, iż obecnie proponowany przez ESMA harmonogram oceny wspomnianych wskaźników uznać należy za wyjątkowo trudny do dochowania, a przede wszystkim zobowiązujący przedsiębiorstwa energetyczne do stosowania regulacji (MiFID II), która nie tylko nie weszła w życie, ale nawet nie przeszła procesu implementacji do ustawodawstwa krajowego.

#### IV. MiFID II – bezpieczeństwo dla systemu obrotu

Dokonując oceny zmiany zakresu regulacji przedsiębiorstw funkcjonujących na hurtowym rynku energii elektrycznej, a szczególnie w obszarze rynku finansowego, z punktu widzenia bezpieczeństwa systemu można stwierdzić, iż wprowadzone zmiany powinny doprowadzić do poprawy zarządzania ryzykiem oraz ograniczyć ekspozycję na ryzyko systemowe. Jednak tym razem, spoglądając na omawianą regulację z punktu widzenia przedsiębiorstw energetycznych, a raczej inwestora posiadającego aktywa w tych przedsiębiorstwach, konieczność centralnego rozliczania derywatów handlowanych na OTC oraz potencjalnie większe wymagania odnośnie do posiadanego kapitału mogą doprowadzić do obniżenia zyskowności funkcjonowania przedsiębiorstw tradingowych. Zakłada się, że marże uzyskiwane w wyniku handlu centralnie rozliczonymi produktami są niższe o 40–50%<sup>35</sup>. Może to spowodować redukcję produktów na tym rynku i ograniczenie działalności spekulacyjnej oraz zwiększenie koncentracji na *hedgingu* działalności podstawowej przedsiębiorstw elektroenergetycznych. Takie zachowanie rynku prowadzić może do sytuacji, iż efektywny *hadging* będzie znacząco utrudniony z uwagi na ograniczenie płynności na rynkach. W efekcie dojdzie do zwiększenia specjalizacji w zakresie spekulacji produktami objętymi nowymi regulacjami, dzięki wykorzystaniu posiadanych kompetencji i silnych stron.

<sup>35</sup> M. Boehme, D. Chiarella, P. Haerle, M. Neukirchen, T. Poppensieker, A. Raufuss, *Day of reckoning? New regulation and its impact on capital-markets businesses*, McKinsey & Company 2011, s. 6.

Nowe regulacje oraz ich interpretacja powinny doprowadzić do jasnego rozdzielania handlu produktami, które podlegają regulacjom MiFID II i mogą być przedmiotem handlu jedynie pomiędzy podmiotami regulowanymi (domy maklerskie), od produktów dostępnych wszelkim przedsiębiorstwom. Obecnie istnieje szara strefa i brak pewności co do interpretacji statusu poszczególnych produktów.

## V. Wpływ MiFID II na strukturę przedsiębiorstw energetycznych

Wpływ MiFID II na strukturę działalności operacyjnej przedsiębiorstw elektroenergetycznych oraz organizację ich biznesu zależy od struktury handlu na hurtowym rynku energii elektrycznej, a przede wszystkim od odpowiedzi na pytania:

- jak wielki jest udział spekulacji w nim,
- jak wiele transakcji jest związanych z zabezpieczeniem ryzyka oraz
- co jest podstawową działalnością samego przedsiębiorstwa i rodzaju zawieranych przez nie kontraktów.

Zasadniczo zwiększy się jednak liczba podmiotów, które będą musiały uzyskać licencję zgodnie z przepisami MiFID II.

Zakwalifikowanie przedsiębiorstwa do grupy podmiotów regulowanych przez MiFID II i objętych EMIR sprawi, że pojawi się problem zapewnienia finansowania zabezpieczeń oraz wypełnienia zobowiązań adekwatności kapitałowej – wymogi te mogą znacząco wpłynąć na przetrwanie przedsiębiorstwa na rynku. Czyli przedsiębiorstwa handlujące na hurtowym rynku energii elektrycznej będą musiały zwiększyć swe kapitały, aby sprostać nowym wymogom. Bez wątplenia zwiększony zostanie także zakres raportowania do organów regulacyjnych, sprawujących nadzór nad rynkiem oraz zwiększy się ryzyko operacyjne związane z przesyłaniem danych do izb rozliczeniowych. Konieczne też będzie rozdzielanie transakcji dokonywanych na potrzeby zabezpieczenia ryzyka (*hedging*) od tradingu realizowanego w celu osiągnięcia dodatkowych zysków dzięki arbitrażowi<sup>36</sup> i spekulacji (tzw. *prop-trading*). Także transakcje realizowane na rynku regulowanym (giełdy, MTF) będą mogły być dokonywane jedynie przez podmioty objęte MiFID II, co wpłynie na strukturę zawierania transakcji w zależności od statusu podmiotu względem tej dyrektywy – podmioty nią nieobjęte będą mogły handlować jedynie na rynku OTC i platformach handlowych nieregulowanych. Ponadto, objęcie przedsiębiorstwa elektroenergetycznego przez MiFID II sprawi, że wszystkie transakcje i ze wszystkimi podmiotami zostaną objęte obowiązkiem centralnego rozliczenia (zgodnie z EMIR) oraz wymogami adekwatności kapitałowej ustanowionymi przez dyrektywy regulujące działalność bankową i wymogi kapitałowe<sup>37</sup>, co przełoży się na dodatkowe koszty dla przedsiębiorstw (szacowane nawet na dziesiątki milionów euro rocznie dla pojedynczych koncernów prowadzących działalność handlową w skali Europie).

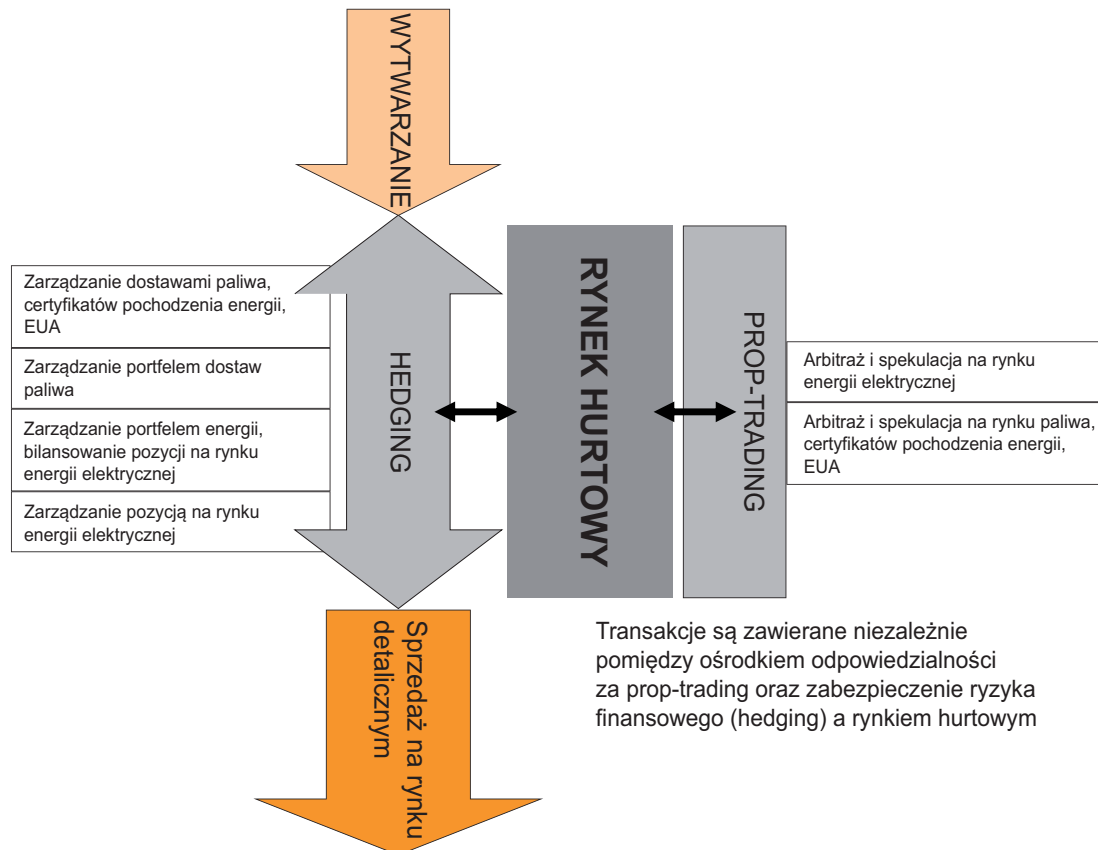
Wejście w życie tych regulacji niewątpliwie zredukuje płynność hurtowego rynku energii w Unii Europejskiej (proces już dziś zresztą obserwowany), ograniczając poszczególnym podmiotom

<sup>36</sup> Arbitraż cenowy – sposób generowania zysków bez podejmowania ryzyka w wyniku wykorzystywania w tym samym czasie różnic cen pomiędzy produktami na tym samym rynku, lub różnych rynkach.

<sup>37</sup> Najważniejsze to: Dyrektywa 2009/111/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 września 2009 r. zmieniającej dyrektywy 2006/48/WE, 2006/49/WE i 2007/64/WE w odniesieniu do banków powiązanych z centralnymi instytucjami, niektórych pozycji funduszy własnych, dużych ekspozycji, uzgodnień w zakresie nadzoru oraz zarządzania w sytuacji kryzysowej, Dz. Urz. UE L 302 z 17.11.2009 r.; Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE, Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013 r.

dostęp do produktów, miejsc handlu, czy wypychając z rynku poprzez wzrost kosztów i redukcję zysków<sup>38</sup>. Na rynku będzie także mniej kapitału, który zostanie zaangażowany w finansowanie zabezpieczeń w izbach rozliczeniowych oraz wypełnienie wymogów kapitałowych. Innym ryzykiem jest wzrost kosztów zabezpieczenia ryzyka na rynku i wręcz jego ograniczanie. Ograniczenie dostępności kapitału – także przez jego zablokowanie w izbach rozliczeniowych – może wpłynąć na redukcję inwestycji w elektroenergetyce.

**Rysunek 1.** Potencjalny wpływ regulacji w scenariuszu ortodoksyjnym na strukturę działalności operacyjnej przedsiębiorstwa elektroenergetycznego na hurtowym rynku energii elektrycznej



Źródło: opracowanie własne.

Analiza rysunku 1, przy założeniu, że transakcje hedgingowe powinny być dedykowanymi, czyli zawieranymi bezpośrednio z rynkiem hurtowym, a nie z innym portfelem, który obecnie należy do portfela np. spekulacyjnego czy dostępu do rynku (tzw. *market access*)<sup>39</sup>, wskazuje, że całość działalności zabezpieczającej należy wydzielić i odseparować od działalności handlowej ukierunkowanej na generowanie zysków w wyniku wykorzystania zmienności cen (*prop-trading*) – czyli każda transakcja powinna być jasno przypisana do zabezpieczanej pozycji, wręcz jedna do drugiej (tzw. *back-to-back*)<sup>40</sup>.

Jednak, jeżeli transakcje na rynku regulowanym będą mogły być realizowane jedynie przez podmioty objęte MiFID II, to także ten ośrodek odpowiedzialności, aby zapewnić sobie dostęp

<sup>38</sup> Choć nawet obecnie wiele kontraktów zawieranych na rynku OTC jest rozliczane centralnie – nie jest to jednak obowiązek, a raczej metoda zarządzania ryzykiem kredytowym, która umożliwiła utrzymanie płynności rynku energii elektrycznej po upadku Enronu.

<sup>39</sup> Usługa ostępu do rynku (tzw. *market access*) – usługa polegająca na umożliwieniu podmiotom trzecim udziału w rynkach, do których nie mają bezpośredniego dostępu.

<sup>40</sup> Czyli może się okazać, że zmiana wywołana przez MiFID II będzie znacznie większa i bardziej znacząca dla przedsiębiorstw, niż one dziś to oceniają.

do wszystkich możliwości *hedgingu* pozycji jego klientów – nie tylko rynek OTC, ale także giełdy energii i regulowane platformy handlowe, będzie musiał zostać objęty regulacjami MiFID II. Stąd istnieje ryzyko konieczności podziału działalności pionowo zintegrowanego przedsiębiorstwa elektroenergetycznego na rynku hurtowym na następujące podmioty (organizacyjnie rozdzielone):

- zarządzanie portfelem (*hedging*) realizujący zabezpieczenie ryzyka finansowego innych ośrodków odpowiedzialności przedsiębiorstwa – działalność potencjalnie objęta MiFID (do decyzji przedsiębiorstwa);
- *prop-trading* – działalność spekulacyjna i arbitraż;
- podmiot posiadający licencję na obrót instrumentami finansowymi – świadczenie usług zarządzania ryzykiem i dostępu do rynku na rzecz klientów zewnętrznych – obligatoryjnie objęty regulacjami MiFID.

Istnieje zatem ryzyko, że wzrost kosztów funkcjonowania elektroenergetyki na hurtowym rynku energii elektrycznej oraz potencjalne ograniczenie zabezpieczania ryzyka (spowodowane kosztami centralnego rozliczania kontraktów oraz limitami pozycji) oprócz ograniczenia inwestycji w elektroenergetyce doprowadzi także do wzrostu cen na rynku detalicznym. Preregulowanie podmiotów, które nie generują ryzyka systemowego może także prowadzić do zakłócenia tworzenia jednego rynku energii elektrycznej w Unii Europejskiej.

## VI. Uwagi końcowe

Reasumując rozważania niniejszej publikacji, należy stwierdzić, iż niepewność co do przyszłych warunków na rynku energii ograniczyła płynność rynku terminowego na OTC (rynek umów bilateralnych) energii elektrycznej i gazu. Jego uczestnicy wskazują na wysokie ryzyko regulacyjne i zgodności.

Dyrektywa MiFID II oraz rozporządzenie EMIR stanowią kolejny krok w kreowaniu podstaw regulacyjnych dla europejskiego rynku finansowego. Wprowadzenie nowych regulacji Komisji Europejskiej, które dotyczyć mają głównie rynków finansowych, wprowadzając postanowienia szczytu G-20 z Pittsburgha, będzie oddziaływać także na elektroenergetykę. Regulacje te bez wątpienia zwiększą koszty zapewnienia zgodności oraz wpłyną na podejście przedsiębiorstw elektroenergetycznych do zawierania transakcji zarówno zabezpieczających, jak i spekulacyjnych. Jedną z najistotniejszych zmian będzie jednak ich wpływ na status przedsiębiorstw tradingowych, z których większość może zostać poddanych regulacjom charakterystycznym dla rynków finansowych, w rezultacie likwidacji większości wyłączeń spod zakresu Dyrektywy MiFID.

Chociaż rynek energii elektrycznej nie stanowi centrum zainteresowania tych regulacji, to elektroenergetyka poniesie znaczące koszty związane z ich wprowadzeniem. Szczególnie uciążliwe będą ograniczenie wyjątków w MiFID II, z których korzystała dotychczas elektroenergetyka, oraz idąca za tym konieczność wypełniania obowiązków nałożonych przez EMIR, tj. raportowanie pozycji oraz limity pozycji i centralne rozliczenie transakcji na rynku derywatów towarowych. Dyrektywa MiFID II wpłynie bez wątpienia na handel energią w Europie, w tym na wzrost obrotów na giełdach energii i innych rynkach regulowanych, które wraz z izbami rozrachunkowymi, zwiększą swoją rolę na rynku energii. Objęcie regulacją nowych obszarów handlu sprawi, że coraz więcej przedsiębiorstw będzie zmuszonych funkcjonować w reżimie przewidzianym dla instytucji finansowych. Regulacja MiFID II będzie równocześnie bardziej kompleksowa poprzez

rezygnację z wielu wyłączeń, które powodowały, iż znacząca część rynku pozostawała poza zakresem regulacji MiFID. Na dzień dzisiejszy przedsiębiorstwa elektroenergetyczne, aktywne na rynku hurtowym, już wprowadziły zastrzone procedury kontroli wolumenów na OTC oraz skróciły okres kontraktowania tak, aby minimalizować możliwość kwalifikacji ich aktywności w zakresie handlu derywatami jako działalności podstawowej.

Nowy reżym regulacyjny wpłynie potencjalnie na funkcjonowanie elektroenergetyki w następujący sposób:

- przedsiębiorstwa elektroenergetyczne mogą być traktowane i regulowane jak instytucje finansowe w obszarze funkcjonowania na rynku hurtowym, co sprawi, że będą zobligowane wydzielić aktywność tradingową do licencjonowanych przedsiębiorstw (będących domami maklerskimi lub towarowymi domami maklerskimi), co może prowadzić do znaczących zmian w strukturze przedsiębiorstw elektroenergetycznych oraz na przedsiębiorstwa elektroenergetyczne może zostać nałożony wymóg wypełnienia wymogów adekwatności kapitałowej;
- dodatkowe finansowe obciążenie wynikające z postanowień rozporządzenia EMIR, które nakłada wymóg centralnego rozliczania transakcji oraz ograniczenie elastyczności wyboru miejsca handlu – promowanie giełd i rynków regulowanych, jako bezpieczniejszych z punktu widzenia ryzyka systematycznego;
- koszty związane z rozliczaniem transakcji w izbach rozliczeniowych mogące wynieść miliony euro rocznie oraz mające wpływ na konieczność zwiększenia kapitałów przedsiębiorstw elektroenergetycznych (nawet o kilka miliardów euro) – w zależności od pozycji zajmowanych na rynku derywatów;
- nastąpi zmiana roli funkcji odpowiedzialnej za zarządzanie ryzykiem kredytowym, która w coraz większym stopniu będzie odpowiedzialna także za zarządzanie płynnością finansową i adekwatnością kapitałową oraz optymalizację kosztów centralnego rozliczania transakcji;
- konieczność wdrożenia procedur zgodności z nowymi regulacjami.

Poważnym ryzykiem jest także ograniczenie handlu i *hedgingu* ryzyka w obszarach regulowanych przez Dyrektywę MiFID II, co nie tylko zwiększy samo ryzyko rynkowe (ograniczenie zabezpieczania ryzyka przykładowo przez świadome wchodzenie tylko w rynek spot), ale także wygeneruje nowe, ukryte ryzyko systemowe, dając wprost przeciwny rezultat do oczekiwanego przez twórców tej dyrektywy.