

Paweł Hawranek*, Dariusz Michalski**, Daniel Borkowski***

Wpływ wejścia w życie MiFID II na ryzyko funkcjonowania spółek energetycznych w Polsce

Spis treści

- I. Wprowadzenie
- II. Potencjalny wpływ dyrektywy MiFID II na działalność operacyjną polskich przedsiębiorstw energetycznych
- III. Działalność inwestycyjna w reżimie MiFID II
- IV. Wyłączenia spod reżimu MiFID II mogące być stosowane przez przedsiębiorstwa działające na hurtowym rynku energii
- V. Ryzyko regulacyjne związane z MiFID II
- VI. Analiza ryzyka zgodności dla polskich przedsiębiorstw energetycznych
- VII. Uwagi końcowe

Streszczenie

Wprowadzenie regulacji MiFID II wymagało implementacji tej dyrektywy do krajowego porządku prawnego z uwzględnieniem pewnej odrębności regulacji krajowych. Niestety do implementacji nie doszło przed wejściem w życie dyrektywy. Brak implementacji spowodował po stronie przedsiębiorstw energetycznych biorących udział w hurtowym obrocie towarowym wystąpienie ryzyka regulacyjnego związanego z brakiem pewności co do ostatecznego kształtu implementacji. Czas *vacatio legis* dyrektywy zamiast wykorzystania go na dostosowywanie struktury przedsiębiorstw energetycznych upłynął na oczekiwaniu na pojawienie się przepisów transponujących. W konsekwencji przedsiębiorstwa energetyczne otrzymały niezwykle mało czasu na dostosowanie swoich struktur do nowych wymogów regulacyjnych. Równocześnie zobligowane były do prowadzenia swojej działalności w oparciu o niezmienione przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, przy pełnej świadomości nieuchronności wprowadzenia istotnych zmian, w tym nałożenia obowiązków reglamentacyjnych, z krótkim terminem ich wejścia w życie. Wszystko powyższe spowodowało, iż świadome zagrożenia przedsiębiorstwa energetyczne do czasu pełnego ukształtowania się ładu *post-Mifidowego* i praktyki działania, a zwłaszcza podejścia regulatora do nowych wymogów, podjęły szereg działań w celu przygotowania się do stosowania nowej regulacji.

Słowa kluczowe: forward; futures; MIFID II; ryzyko ekwiwalentności kontraktu; energia; handel hurtowy.

JEL: G140, L510

* Radca prawny, partner zarządzający w HAWRANEK Kancelaria Radców Prawnych Spółka Partnerska. E-mail: phawranek@hkrp.pl.

** Doktor habilitowany, profesor Akademii Techniczno-Humanistycznej w Bielsku Białej. E-mail: dmichalski@hkrp.pl; <https://orcid.org/0000-0002-9047-4255>.

*** Radca prawny, założyciel Legal Partner. E-mail: db@legalpartner.pl.

I. Wprowadzenie

W dniu 3 stycznia 2018 r. z rocznym opóźnieniem weszła w życie dyrektywa MiFID II. Jest ona kluczowym elementem zarządzania ryzykiem systemowym rynków finansowych w Unii Europejskiej i stanowi element globalnego porządkowania funkcjonowania rynków finansowych, ustalonego na szczycie G20 w Pittsburghu w 2009 roku. Regulacja ta ma także wpływ na powstanie ryzyka zgodności w polskich przedsiębiorstwach prowadzących działalność operacyjną na rynku energii (energia elektryczna, gaz ziemny, paliwa, CO₂, prawa majątkowe). W niniejszym artykule autorzy przedstawiają ryzyko, z którym przedsiębiorstwa energetyczne musiały się zmierzyć w związku z wejściem w życie dyrektywy MiFID II oraz którym powinny zarządzać począwszy od 2018 roku. Zważywszy, iż omawiana regulacja ujęta została w formę dyrektywy Unii Europejskiej to konieczna była implementacja do polskiego systemu prawnego jej postanowień, poprzez zmianę ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Należy wskazać, że polska energetyka rozpoczynała rok 2018 ze zdecydowanie podniesionym poziomem ryzyka, który wynikał z braku istotnych przepisów transponujących dyrektywę MiFID II do polskiego prawodawstwa.

Badania dotyczące wpływu MiFID II na funkcjonowanie rynków dotyczą głównie instytucji finansowych. Energetyka, pomimo iż MiFID II wpływa na funkcjonowanie przedsiębiorstw z tego sektora, nie jest objęta tak zaawansowanymi badaniami, a w konsekwencji brakuje dostępnych monografii poruszających tę problematykę. Autorzy postanowili uzupełnić lukę badawczą, analizując wpływ MiFID II na działalność przedsiębiorstw energetycznych na hurtowych rynkach energii i jej różnych nośnikach. Badania zostały przeprowadzone głównie na potrzeby międzynarodowej konferencji naukowej „Bezpieczeństwo i regulacja na rynku energetycznym”, która odbyła się na Uniwersytecie Łódzkim w kwietniu 2018 roku. Badania były kontynuowane również w roku 2019, co znalazło także wyraz w treści niniejszego artykułu. Z powodu ograniczonego zakresu literatury, poświęconej wpływowi MiFID II na polską energetykę, ma on charakter empiryczny i postulatywny, opisujący powstałe ryzyko zgodności oraz wskazujący możliwe instrumenty reakcji na nie. Dyrektywa MiFID II w sposób istotny skłania zarządzających przedsiębiorstwami energetycznymi do analizy podejmowanego ryzyka rynkowego i sposobów jego zabezpieczenia, co staje się podstawą do analizy struktury organizacyjnej, która realizuje cele związane zarówno z zarządzaniem ryzykiem, jak i działalnością spekulacyjną w tych przedsiębiorstwach. Koniecznością staje się zatem przygotowywanie analizy pozycji na rynku pochodnych instrumentów towarowych (z wyłączeniem produktów *REMIT carve-out*) (zob. tab. 2), aby, dysponując danymi o ekspozycji na wspomniane ryzyko, podejmować właściwe decyzje zarządcze minimalizując występujące ryzyko zgodności¹.

Badanie przedsiębiorstwa energetycznego w zakresie wpływu MiFID II w 2018 r. należało przeprowadzać na podstawie MiFID II, rozporządzeń delegowanych i z uwzględnieniem w pierwszym kwartale 2018 r. projektu nowelizacji, a później samej nowelizacji ustawy o instrumentach finansowych, wprowadzającego MiFID II do krajowego porządku prawnego oraz stanowisk ESMA dotyczących wdrożenia MiFID II. W latach kolejnych proces ten powinien być prostszy, gdyż bazować będzie przede wszystkim na ustawie o obrocie instrumentami finansowymi.

¹ Przykładowe decyzje mogą dotyczyć sytuacji czy występować o wybrane zwolnienia, czy tworzyć podmiot posiadający zezwolenie na działalność maklerską.

wymi, a także na doświadczeniach praktycznych wypracowanych podczas pierwszego badania w 2018 roku.

Wykaz podstawowych aktów prawnych i dokumentów organów regulacyjnych zawiera tabela 1.

Tabela 1. Wykaz podstawowych aktów prawnych i dokumentów organów regulacyjnych wykorzystywanych w analizie ryzyka zgodności funkcjonowania przedsiębiorstwa energetycznego w reżimie MiFID II (wykaz skrótów)

Nazwa aktu prawnego, miejsce publikacji	Skrót tytułu
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 (Dz. Urz. UE L 201 z dnia 27 lipca 2012 r., s. 1 i n. z późn. zm.)	EMIR
Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 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 z dnia 30 kwietnia 2004 r., s. 1 i n. z późn. zm.)	MiFID I
Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 349 i n. z późn. zm.)	MiFID II
Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 84 i n. z późn. zm.)	MiFIR
Rozporządzenie parlamentu europejskiego i rady (UE) nr 1227/2011 z dnia 25 października 2011 r. w sprawie integralności i przejrzystości hurtowego rynku energii (Dz. Urz. UE L 132 z dnia 8 grudnia 2011 r., s. 1 i n.)	REMIT
Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) nr 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz. Urz. UE L 87 z dnia 31 marca 2017 r., s. 1 i n.)	rozporządzenie delegowane 2017/565
Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/591 z dnia 1 grudnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących stosowania limitów pozycji dla towarowych instrumentów pochodnych (Dz. Urz. UE L 87 z dnia 31 marca 2017 r., s. 479 i n.)	rozporządzenie 2017/591 lub RTS 21
Rozporządzeniem delegowane Komisji (UE) 2017/592 z dnia 1 grudnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących kryteriów pozwalających ustalić, kiedy działalność ma być uznawana za działalność dodatkową względem głównego zakresu działalności (Dz. Urz. UE L 87 z dnia 31 marca 2017 r., s. 492 i n.)	rozporządzenie 2017/592 lub RTS 20

Nazwa aktu prawnego, miejsce publikacji	Skrót tytułu
Ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (t.j. Dz.U. 2019, poz. 312 z dnia 19.02.2019 ze zm.)	ustawa o giełdach
Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz.U. 2018, poz. 2286 z dnia 7.12.2018 ze zm.)	ustawa o instrumentach finansowych
Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2018, poz. 685)	zmiana ustawy o instrumentach finansowych
Dyrektywa 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 13 października 2003 r. ustanawiająca program handlu uprawnieniami do emisji gazów cieplarnianych na obszarze Wspólnoty i zmieniająca Dyrektywę Rady 96/61/WE (Dz. Urz. UE L 275 z dnia 25 października 2003 r. s. 0032 – 0046)	dyrektywa 2003/87/WE
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 6 z dnia 27 czerwca 2013 r., s. 338–436)	dyrektywa bankowa (2013/36/UE)
Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 349–496)	dyrektywa 2014/65/UE

Źródło: opracowanie własne.

Podstawowe ryzyko regulacyjne związane z implementacją dyrektywy MiFID II sprowadza się do odpowiedzi na pytanie, czy dany podmiot prowadzi działalność maklerską (przy jednoczesnym braku zastosowania któregośkolwiek z wyłączeń) w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Ryzyka to związane jest z szeregiem obowiązków wynikających z przepisów związanych z wdrożeniem MiFID II do krajowego porządku prawnego oraz z przepisów rozporządzenia MiFIR i aktów delegowanych.

Celem przypomnienia, zgodnie z założeniami MiFID II, niektóre kategorie instrumentów do tychczas stanowiące przedmiot obrotu przez przedsiębiorstwa energetyczne i kwalifikowane jako instrumenty rynku towarowego zostają uznane za instrumenty finansowe. Przede wszystkim dotyczy to obrotu uprawnieniami do emisji CO₂, a także w przypadku handlu na rynku regulowanym lub zorganizowanej platformie obrotu instrumentami pochodnymi (z towarem jako instrumentem bazowym). Konsekwencją obrotu instrumentami finansowymi lub dokonywania innych czynności zarezerwowanych dla firm inwestycyjnych w oparciu o te instrumenty jest konieczność posiadania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej zgodnie z wymaganiami ustawy o instrumentach finansowych, a działalność taka jako reglamentowana podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, która w odniesieniu do podmiotów mających siedzibę na terytorium Polski udziela zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej.

II. Potencjalny wpływ dyrektywy MiFID II na działalność operacyjną polskich przedsiębiorstw energetycznych

Prace nad nowelizacją ustawy o obrocie instrumentami finansowymi zakończyły się dopiero w marcu 2018 r., nowelizacja została opublikowana w kwietniu 2018 r. i spowodowała, że przedsiębiorstwa elektroenergetyczne zostały wyeksponowane na znaczące ryzyko zgodności. W scenariuszu ekstremalnym można było się obawiać, że część ich działalności związana z handlem instrumentami finansowymi będzie wiązać się z koniecznością uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Dotyczy to szczególnie działalności przedsiębiorstw energetycznych dotyczącej zabezpieczenia ryzyka rynkowego powstającego na rynku emisji gazów cieplarnianych (dalej: rynek CO₂, gdyż handluje się na nim ekwiwalentem dwutlenku węgla). Prawa do emisji tych gazów, zgodnie z MiFID II, zostały sklasyfikowane jako instrument finansowy. Struktura handlu na polskim rynku energii, który bazuje głównie na instrumentach z fizyczną dostawą, korzystających z wyłączenia na bazie *REMIT carve-out* sprawia, że podstawowe ryzyko regulacyjne zmateriałizowało się właśnie na rynku CO₂. Zgodnie z MiFID II instrumentami finansowymi nie są m.in. kontrakty terminowe z fizyczną dostawą, zawierane na energię elektryczną lub gaz, które są przedmiotem handlu na zorganizowanej platformie obrotu (OTF). Takie kontrakty są produktami energetycznymi sprzedawanymi w obrocie hurtowym i tym samym nie będą podlegać wymogom MiFID II (tzw. *REMIT carve-out*)². Pomimo braku wiedzy w pierwszym kwartale 2018 r. o ostatecznym kształcie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, która zgodnie z postanowieniami MiFID II najpóźniej do lipca 2017 r. miała przenieść postanowienia MiFID II do polskiego systemu prawnego, przedsiębiorstwa aktywnie działające na rynku energii w czwartym kwartale 2017 r. i pierwszym 2018 r. prowadziły analizy wpływu MiFID II na ich działalność operacyjną i przygotowywały swe organizacje do nowych wymogów, reagując na kolejne zmiany w projekcie nowelizacji.

MiFID II zawiera precyzyjną listę instrumentów finansowych, które będą podlegały regulacji, porządkującą w skali całej Unii Europejskiej ich definicje, co powinno także rozwiązać problem raportowania tych instrumentów w poszczególnych państwach członkowskich. Dla polskich podmiotów działających na rynku energii istotne jest, że oprócz wspomnianych już wcześniej produktów objętych *REMIT carve-out* reżimem MiFID II objęte zostały wspomniane wyżej prawa do emisji CO₂ (EUA) oraz towarowe instrumenty pochodne (np. futures na energię elektryczną czy gaz)³. W konsekwencji tej zmiany utrudniony został bezpośredni dostęp do rynku derywatów dla przedsiębiorstw niebędących firmami inwestycyjnymi⁴, podmioty działające na rynku towarowym będą zaś musiały uzyskać zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej w odniesieniu do instrumentów finansowych – dotyczy to w szczególności towarowych domów maklerskich, podmiotów pośredniczących w obrocie, animatorów rynków, podmiotów realizujące zlecenia klientów na zakup instrumentu finansowego na rynku (tzw. *matched principal trading*). Przedsiębiorstwa energetyczne, których skala handlu derywatami w celach innych niż

² W celu ograniczenia wpływu MiFID II na podmioty handlujące produktami energetycznymi Towarowa Giełda Energii podjęła starania o przekwalifikowanie rynków terminowych energii elektrycznej (RTTe) i gazu (RTTg) OTF.

³ Na rynkach energii bardziej dojrzałych niż w Polsce derywaty towarowe są głównym instrumentem zabezpieczającym się przed ryzykiem rynkowym.

⁴ Podmiotami posiadającymi zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej.

zabezpieczenia ryzyka (*hedging*)⁵ jest mniej istotna dla ich wyników finansowych, będą mogły kontynuować swoją działalność, bazując na wyłączeniu dla *działalności dodatkowej* w rozumieniu art. 70 ust. 1 pkt 10) ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a w tym celu zobowiązane będą do notyfikacji Komisji Nadzoru Finansowego faktu skorzystania z odpowiedniego wyłączenia.

III. Działalność inwestycyjna w reżimie MiFID II

Zgodnie z MiFID II za działalność maklerską uznawane są następujące usługi realizowane przez przedsiębiorstwa energetyczne a dotyczące instrumentów finansowych objętych MiFID II⁶:

- *A1 Przyjmowanie i przekazywanie zleceń w odniesieniu do jednego lub większej liczby instrumentów finansowych;*
- *A2 Wykonywanie zleceń na rachunek klientów (zakaz *matched principal trading*, zakaz rozliczenia kontraktu lub kar umownych w zakresie definicji instrumentu finansowego);*
- *A3 Zawieranie transakcji na własny rachunek;*
- *A4 Zarządzanie portfelem;*
- *A5 Doradztwo inwestycyjne.*

Zgodnie z krajowymi przepisami – działalność maklerska (inwestycyjna) to:

- przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych;
- wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych na rachunek dającego zlecenie;
- nabywanie lub zbywanie na własny rachunek instrumentów finansowych;
- zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych;
- doradztwo inwestycyjne;
- oferowanie instrumentów finansowych;
- świadczenie usług w wykonaniu zawartych umów o subemisję inwestycyjne i usługowe lub zawieranie i wykonywanie innych umów o podobnym charakterze, jeżeli ich przedmiotem są instrumenty finansowe;
- prowadzenie ASO;
- prowadzenie OTF.

Natomiast za instrumenty finansowe uznawane będą, znajdujące się w określonych sekcjach Załącznika 1 do MiFID II⁷ – Sekcja C – Instrumenty finansowe:

- C4 – transakcje opcyjne, transakcje typu futures, swap, kontrakty terminowe typu forward oraz wszelkie inne kontrakty pochodne dotyczące papierów wartościowych, instrumentów dewizowych, stóp procentowych lub oprocentowania, **uprawnień do emisji** lub innych instrumentów pochodnych, indeksów finansowych lub środków finansowych, **które można rozliczać fizycznie lub w środkach pieniężnych;**

⁵ Uwarunkowania do uznania transakcji jako zabezpieczającej określają przepisy wykonawcze do MiFID II.

⁶ Załącznik 1 MiFID II, SEKCJA A – Usługi inwestycyjne i działalność inwestycyjna.

⁷ Wskazano jedynie te, które są istotne z punktu widzenia działalności analizowanego przedsiębiorstwa na rynku energii.

- C5 – transakcje opcyjne, transakcje typu futures, swap, **kontrakty terminowe typu forward** oraz wszelkie inne kontrakty pochodne **dotyczące towarów**, które **muszą** być rozliczane w środkach pieniężnych lub które **mogą być rozliczane w środkach pieniężnych według uznania** jednej ze stron, **w przypadku innym niż niedotrzymanie warunków lub innego rodzaju zdarzenie skutkujące rozwiązaniem kontraktu**;
- C6 – transakcje opcyjne, transakcje typu futures, swapy oraz wszelkie inne kontrakty pochodne **dotyczące towarów**, które można rozliczać fizycznie, pod warunkiem, że podlegają one obrotowi na rynku regulowanym, MTF lub **OTF, z wyjątkiem produktów energetycznych sprzedawanych w obrocie hurtowym, stanowiących przedmiot obrotu na OTF, które muszą być rozliczane fizycznie**;
- C7 – transakcje opcyjne, transakcje typu futures, swap, kontrakty terminowe typu forward oraz wszelkie inne kontrakty pochodne dotyczące towarów, które można rozliczać fizycznie oraz, które nie zostały wymienione w inny sposób w pkt 6 niniejszej sekcji i **które nie są przeznaczone do celów handlowych i wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych**;
- C8 – instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego;
- C9 – kontrakty finansowe na transakcje różnicowe;
- C10 – transakcje opcyjne, transakcje typu futures, swapy, kontrakty terminowe typu forward oraz wszelkie inne kontrakty pochodne odnoszące się do stawek klimatycznych, opłat przewozowych lub stóp inflacji lub innych urzędowych danych statystycznych, które muszą być rozliczane w środkach pieniężnych lub można rozliczać w środkach pieniężnych według uznania jednej ze stron w przypadku innym niż niedotrzymanie warunków lub innego rodzaju zdarzenia skutkującego rozwiązaniem kontraktu, a także wszelkiego rodzaju inne kontrakty pochodne dotyczące aktywów, praw, zobowiązań, indeksów oraz środków niewymienionych gdzie indziej w tej sekcji, które **wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych**, uwzględniając, między innymi, czy podlegają one obrotowi na rynku regulowanym, **OTF** lub MTF;
- C11 – **uprawnienia do emisji obejmujące dowolne jednostki uznane za spełniające wymogi dyrektywy 2003/87/WE (system handlu uprawnieniami do emisji)**.
Zgodnie z krajowymi przepisami – instrumenty finansowe to:
 - papiery wartościowe;
 - instrumenty rynku pieniężnego;
 - tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania;
 - opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową, inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest papier wartościowy, waluta, stopa procentowa, wskaźnik rentowności, uprawnienie do emisji lub inny instrument pochodny, indeks finansowy lub wskaźnik finansowy, które są wykonywane przez dostawę lub rozliczenie pieniężne, z wyłączeniem instrumentów pochodnych, o których mowa w art. 10 rozporządzenia 2017/565;
 - 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 mogą być wykonane przez dostawę, pod warunkiem, że są dopuszczone do obrotu w systemie obrotu instrumentami finansowymi, z wyłączeniem produktów energetycznych będących przedmiotem obrotu hurtowego na OTF, które muszą być wykonywane przez dostawę;
- niedopuszczone do obrotu w systemie obrotu instrumentami finansowymi opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które mogą być wykonane przez dostawę, a 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 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 instrumenty pochodne, o których mowa w art. 8 rozporządzenia 2017/565, i inne, które wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych;
- uprawnienia do emisji.

Mając na uwadze powyższy katalog instrumentów finansowych oraz katalog czynności uznawanych za realizowane w ramach działalności maklerskiej, wskazać należy na ich wzajemną zależność, co w konsekwencji pozwala na dokonanie oceny jakie usługi, świadczone w oparciu o jakie instrumenty, skutkować będą objęciem przedsiębiorstwa reżimem MiFID II.

Przywołany wyżej katalog instrumentów uznawanych za finansowe w ramach MiFID II należy zestawić z katalogiem produktów zwykle wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa energetyczne – towarowych instrumentów pochodnych, ze szczególnym uwzględnieniem zasady *REMIT carve out*, w celu ustalenia czy i w jakim zakresie MiFID II wpłynie na bieżącą, operacyjną działalność tych przedsiębiorstw.

Do podstawowych instrumentów wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa energetyczne na szerokorozumianym rynku energii należy zaliczyć:

- 1) **rozliczane fizycznie (wykonywane poprzez fizyczną dostawę) kontrakty terminowe na energię elektryczną lub gaz zawierane na rynku OTF** – nie są instrumentem finansowym w rozumieniu MiFID II⁸; instrumentem bazowym są bowiem produkty energetyczne sprzedawane w obrocie hurtowym. W myśl art. 2 rozporządzenia REMIT produkty energetyczne sprzedawane w obrocie hurtowym oznaczają m.in. instrumenty pochodne dotyczące energii elektrycznej lub gazu ziemnego wytwarzanych, sprzedawanych lub dostarczanych w UE oraz instrumenty pochodne dotyczące przesyłu energii elektrycznej lub gazu ziemnego w UE;

⁸ Zgodnie z regułą *REMIT carve-out*.

- 2) **kontrakty terminowe dotyczące uprawnień do emisji CO₂** – zawsze uznawane będą w ramach regulacji MIFID II za instrument finansowy. godnie z prezentowanym przez Towarową Giełdę Energi S.A. stanowiskiem kontrakty te mają być przedmiotem obrotu na *Rynku Instrumentów Finansowych* (RIF);
- 3) **kontrakty terminowe dotyczące praw majątkowych wynikających ze świadectw pochodzenia energii elektrycznej zawarte na rynku regulowanym** – są instrumentem finansowym zgodnie z sekcją C10 załącznika I do MiFID II, co należy wyraźnie odróżnić od transakcji SPOT dotyczących tych samych instrumentów, które nie będą kwalifikowane w opisany powyżej sposób. Należy równocześnie wskazać na odmienną do opisanej tendencję rysującą się na rynku kontraktów terminowych dotyczących gwarancji pochodzenia (*guaranties of origin*), zgodnie z którą tego typu transakcje nie powinny być uznawane za transakcje na instrumentach finansowych. Kluczowy dla odmiennych ocen obu przywołanych instrumentów wydaje się być fakt obrotu kontraktami terminowymi na prawa majątkowe na rynku regulowanym (RTT na TGE). Obrót tym samym produktem wyłącznie na rynku OTC nie będzie nosił takiego ryzyka;
- 4) **kontrakty terminowe dotyczące praw majątkowych wynikających ze świadectw pochodzenia (PM – PMOZE, PMOZEBIO, PMMET, P MEC, PMGM, P MEF) zawieranych na rynku OTC** – wymagają szczegółowej analizy związanej z charakterem zawartej transakcji. Kwalifikacja takiego instrumentu jako niebędącego instrumentem finansowym będzie możliwa, o ile wykluczona zostanie możliwość rozliczenia pieniężnego takiego kontraktu oraz nie będzie on przejawiał cech ekwiwalentnych instrumentów dostępnych na RM, MTF lub OTF;
- 5) **kontrakty terminowe rozliczane w środkach pieniężnych** – niezależnie od przedstawionych wyżej kategorii kontraktów terminowych odnoszących się do konkretnych instrumentów bazowych, kontrakty terminowe rozliczane w środkach pieniężnych (niezależnie od miejsca zawarcia – rynek regulowany lub OTC) uznawane są za instrument finansowy. Należy podkreślić, iż tego typu kontrakty zawierane na rynku OTC stanowią instrument finansowy niezależnie od stopnia „standaryzacji” takiego kontraktu (samo rozliczenie finansowe przesądza o zakwalifikowaniu takich instrumentów jako instrumentów finansowych). Równocześnie należy zwrócić uwagę, iż kontrakty terminowe, których rozliczenie w środkach pieniężnych jest wyłącznie następstwem naruszenia ustalonych warunków danej transakcji (np. rozliczenie poprzez zapłatę kary umownej) lub innego rodzaju zdarzenia skutkującego rozwiązaniem kontraktu nie są uznawane za instrument finansowy. Konsekwentnie, zawarcie w opisie transakcji postanowień zastrzegających, na wypadek niewykonania lub nienależytego wykonania zobowiązań wynikających z zawartej transakcji, uprawnienia strony poszkodowanej do dochodzenia odszkodowania nie stanowi przeszkody dla uznania kontraktu za „rozliczany fizycznie”, w rozumieniu Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz MiFID II.
- 6) **rozliczane fizycznie (w drodze fizycznej dostawy) kontrakty terminowe zawierane na rynku OTC (tzw. kontrakty bilateralne)**, które nie są przeznaczone do celów handlowych i wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych są uznawane za instrument finansowy. Wobec powyższego, aby ostatecznie przesądzić czy dany kontrakt zawarty na rynku OTC winien zostać zakwalifikowany jako transakcja objęta reżimem MIFID II

konieczne jest ustalenie czy kontrakt przeznaczony jest do celów handlowych i czy wykazuje właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych (oba warunki muszą zostać spełnione łącznie):

a) warunki uznania kontraktu za przeznaczony dla celów handlowych:

- jest zawierany z operatorem lub administratorem bądź przez operatora lub administratora energetycznej sieci przesyłowej, systemu służącego utrzymywaniu równowagi dostaw lub sieci rurociągów;
- jest niezbędny do utrzymania równowagi dostaw i zużycia energii w określonym czasie, w tym w przypadku, gdy rezerwa zdolności zakontraktowana przez operatora systemu przesyłowego energii elektrycznej, jest przekazywana od jednego wstępnie zakwalifikowanego dostawcy usługi bilansowania do innego wstępnie zakwalifikowanego dostawcy usługi bilansowania za zgodą właściwego operatora systemu przesyłowego;

b) warunki uznania kontraktu za wykazujący właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych:

- jest przedmiotem obrotu w systemie obrotu w państwie trzecim, który spełnia funkcje podobne do rynku regulowanego, MTF lub OTF;
- stwierdza się jednoznacznie, że jest przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, MTF, OTF lub w określonym wyżej systemie obrotu w państwie trzecim albo podlega ich zasadom;
- jest równoważny wobec kontraktu będącego przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, MTF, OTF lub w określonym wyżej systemie obrotu w państwie trzecim w zakresie ceny, partii, terminu dostawy i innych warunków umownych, oraz
- jest znormalizowany tak, by cena, partia, termin dostawy i inne warunki określane były głównie poprzez odniesienie do regularnie publikowanych cen, standardowych terminów dostawy.

W świetle powyższego stwierdzić należy, iż za standardowe nie będą uznawane rozliczane fizycznie kontrakty dotyczące energii elektrycznej lub gazu ziemnego w oparciu o zmieniający się w ciągu doby wolumen dostawy (grafik dostawy), a także w odniesieniu do kontraktów bazujących na transzach wolumenowych lub procentowych, w których cena za odebrany towar ustalana jest na podstawie cen giełdowych, a także gdy okres kontraktowania nie jest tożsamy z dostępnymi na rynkach regulowanych lub platformach obrotu.

Należy podkreślić, że zagadnienie ekwiwalentności zostało wprowadzone do regulacji, aby wyeliminować możliwość handlu odpowiednikami instrumentów finansowych objętych MiFID II poza jego reżimem. Stąd analizując to ryzyko, należy brać pod uwagę tożsamość danego produktu z innym instrumentem finansowym, będącym przedmiotem obrotu na rynku objętym regulacjami rynków finansowych. Ekwiwalentność kontraktu należy rozumieć jako tożsamość (identyczność) parametrów danej transakcji na rynku OTC z parametrami instrumentu finansowego obracanego na danej platformie obrotu (np. takie ustrukturyzowanie kontaktu, aby strona „uzyskała” poprzez zawarcie transakcji dostęp do rynku – w istocie zawrze bowiem identyczną transakcję jak na platformie obrotu).

Tabela 2. Prezentacja zakwalifikowania towarowych instrumentów pochodnych zgodnie z reżimem Dyrektywy MiFID II

POZA MIFID II	POD MIFID II
	rozliczane pieniężnie (wszystkie) rozliczane fizycznie (rynek regulowany i MTF oraz platforma w państwie trzecim pełniąca funkcje podobne do rynku regulowanego lub MTF-u)
OTF ROZLICZENIE FIZYCZNE	
REMIT carve out energia i gaz ziemny w ramach UE	kontrakty pochodne dotyczące towarów (C6 poza <i>REMIT carve out</i>): energia elektryczna, gaz ziemny, węgiel, metale, ropa i produkty pochodne, produkty rolne itp.
OTC ROZLICZENIE FIZYCZNE	
nieekwiwalentne do instrumentów pochodnych (np. obecnie instrumenty pochodne na energię i gaz rozliczane przez dostawę fizyczną na terytorium Polski – czyli podstawowy instrument handlu na rynku OTC w Polsce forwardy na energię elektryczną lub gaz)	ekwiwalentne do towarowych instrumentów pochodnych rozliczanych fizycznie, handlowane na platformach obrotu takich jak: rynek regulowany, MTF i OTF oraz platformy w państwach trzecich

Źródło: opracowanie własne.

Niezależnie od powyższego, podstawowym kryterium oceny czy dany towarowy instrument pochodny winien być uznawany za instrument finansowy w rozumieniu MiFID II jest możliwość fizycznego rozliczania tego typu transakcji. W sytuacji, gdy opis danego instrumentu wskazuje, iż transakcje są lub mogą być rozliczane pieniężnie to ich kwalifikacja jako instrumentów finansowych nie będzie budziła wątpliwości w świetle regulacji MiFID II⁹.

IV. Wyłączenia spod reżimu MiFID II mogące być stosowane przez przedsiębiorstwa działające na hurtowym rynku energii

Rozważając kwestię wpływu MiFID II na działalność operacyjną przedsiębiorstwa energetycznego, należy zważyć, iż nie w każdym przypadku dokonanie transakcji mającej za przedmiot instrument finansowy przesądzać będzie o pełnym stosowaniu reżimu MiFID II. Dyrektywa, a w konsekwencji zmieniona ustawa o instrumentach finansowych, przewiduje szereg włączy, i tak:

- 1) wspomniany już brak obrotu instrumentami finansowymi;
- 2) brak świadczenia usług inwestycyjnych i działalności inwestycyjnej realizowanych z wykorzystaniem instrumentów finansowych;
- 3) uwarunkowania wyłączenia dla transakcji wewnątrzgrupowych;
- 4) uwarunkowania wyłączenia dla okazjonalnego wykonywania usług inwestycyjnych;
- 5) uwarunkowania wyłączenia dla transakcji na własny rachunek (brak instrumentów pochodnych i uprawnień do emisji CO₂, brak działalności inwestycyjnej, transakcji na rzecz klientów,

⁹ Należy jednak zaznaczyć, że rozliczenie pieniężne będące wynikiem niewykonania lub nienależytego realizowania transakcji (kara umowna, odszkodowanie pieniężne) nie może być traktowane jako równoważne z pieniężnym rozliczeniem transakcji.

funkcji animatora rynku i handlu algorytmicznego wysokiej częstotliwości, wykluczając udział w systemach regulowanych);

- 6) uwarunkowania wyłączenia dla transakcji na uprawnieniach do emisji CO₂ (wyłączając instrumenty pochodne dla operatorów instalacji ETS, bez działalności inwestycyjnej innej niż transakcje na własny rachunek, bez wykonywania zleceń na rachunek klientów oraz brak handlu algorytmicznego wysokiej częstotliwości);
- 7) uwarunkowania wyłączenia dla usług inwestycyjnych, w tym tzw. działalności dodatkowej (szerszy komentarz zamieszczono poniżej).

Zważywszy na dotychczasową praktykę w zakresie wykorzystywania instrumentów przez przedsiębiorstwa energetyczne należy przyjąć, iż najbardziej doniosłe znaczenia dla zwolnienia z reżimu regulacyjnego MiFID II będzie miało zwolnienie związane z prowadzeniem przez podmiot tzw. działalności dodatkowej¹⁰. W ramach działalności dodatkowej podmiot:

- 1) zawierający na własny rachunek transakcje na towarowych instrumentach pochodnych lub uprawnieniach do emisji lub ich instrumentach pochodnych, w tym animatorów rynku, z wyłączeniem:
 - a) osób, które zawierają transakcje na własny rachunek, wykonując zlecenia klientów lub
 - b) podmiotów świadczących usługi inwestycyjne, inne niż zawieranie transakcji na własny rachunek, na towarowych instrumentach pochodnych lub uprawnieniach do emisji lub ich instrumentach pochodnych na rzecz swoich klientów lub dostawców w ramach głównego zakresu ich działalności,pod warunkiem, że we wszystkich powyższych przypadkach indywidualnie i zbiorczo, z punktu widzenia grupy jest to działalność dodatkowa względem głównego zakresu ich działalności oraz że główny zakres działalności nie polega na świadczeniu usług inwestycyjnych czy prowadzeniu działalności bankowej na mocy tzw. dyrektywy bankowej (2013/36/UE) bądź na działaniu w charakterze animatora rynku w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych oraz
- 2) osoby te nie stosują techniki handlu algorytmicznego o wysokiej częstotliwości, oraz
- 3) osoby te corocznie powiadamiają odpowiedni właściwy organ o korzystaniu z tego wyłączenia i na żądanie składają właściwemu organowi wyjaśnienia dotyczące podstawy, zgodnie z którą uznają, że ich działalność określona powyżej ma charakter dodatkowy względem głównego zakresu ich działalności.

Reżim MiFID II zawiera wyłączenie dla podmiotów prowadzących działalność maklerską w zakresie towarowych instrumentów pochodnych, uprawnień do emisji czy opartych na nich instrumentów pochodnych dla swoich kontrahentów, jednakże, aby taka działalność podlegała pod to wyłączenie, musi zostać uznana za działalność „dodatkową” w stosunku do głównej działalności podmiotu. Kryteria uznania działalności za działalność „dodatkową” dla celów niniejszego wyłączenia są sprecyzowane w przepisach wykonawczych. Wprowadzone zostały dwa testy oraz stosowne progi dla stwierdzenia, że dana działalność jest działalnością dodatkową:

- 1) test udziału w rynku zawierający progi dla działalności transakcyjnej, oraz
- 2) test działalności głównej wraz ze stosownymi progami.

W przypadku przekroczenia choćby jednego z powyższych progów w ramach testów, o których mowa powyżej, działalność badanego podmiotu będzie podlegać pod reżim nowej regulacji.

¹⁰ Zgodnie z art. 70 ust. 1 pkt 10 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

W konsekwencji oznacza to, że oba testy muszą zostać spełnione, aby dany podmiot mógł skorzystać z wyłączenia.

Test udziału w rynku można opisać następującym wzorem:

$$T_R = \frac{X}{Y},$$

gdzie:

X – rozmiar (wartość) działalności transakcyjnej na instrumentach pochodnych w odniesieniu do danej klasy aktywów prowadzonej przez podmioty z grupy kapitałowej. Dla celów określenia wartości licznika przyjmuje się łączną wartość nominalną transakcji brutto w danej klasie aktywów.

Y – ogólny rozmiar (wartość) transakcji na instrumentach pochodnych w odniesieniu do danej klasy aktywów zawartych w ramach Unii Europejskiej (łączna wartość nominalna transakcji brutto w UE na podstawie informacji zebranych z repozytoriów oraz właściwych platform transakcyjnych – *trading venues*).

Z zakresu licznika (X) wyłączone są tzw. transakcje uprzywilejowane, tj. transakcje opisane w art. 2(4) akapit 5 MiFID II oraz transakcje wykonywane przez podmioty licencjonowane, transakcje zawierane dla celów płynności wewnątrzgrupowej lub do celów zarządzania ryzykiem (transakcje uznane za obiektywnie zmniejszające ryzyko związane z działalnością handlową lub z obowiązkiem zapewnienia płynności w systemach obrotu).

Test udziału w rynku będzie spełniony, gdy dla każdej z następujących klas aktywów wynik będzie niższy niż:

- 1) 4% dla derywatów opartych na metalach;
- 2) 3% dla derywatów opartych na ropie i produktach pochodnych;
- 3) 10% dla derywatów opartych na węglu;
- 4) 3% dla derywatów opartych na gazie;
- 5) 6% dla derywatów opartych na energii;
- 6) 4% dla derywatów opartych na produktach rolnych;
- 7) 15% dla derywatów opartych na innych towarach, włączając w to stawki frachtowe i inne towary;
- 8) 20% dla uprawnień do emisji i instrumentów pochodnych na nich opartych.

Wartości referencyjne są znaczące, stąd niewiele przedsiębiorstw nie będzie miało możliwości skorzystania z tego wyłączenia. Przykładowo w maju 2019 r. szacowano, że w 2018 r. dla energii elektrycznej wielkość rynku instrumentów finansowych to około 364 646 mln euro, rynek CO₂ to 228 604 mln euro, a gazu 719 380 mln euro¹¹.

W przypadku pozytywnego „zaliczenia” testu udziału w rynku konieczne jest ustalenie skali działalności prowadzonej w oparciu o instrumenty finansowe w stosunku do całości prowadzonej działalności, tj. weryfikacja za pomocą tzw. testu działalności głównej. Test działalności głównej pozwala ocenić czy działalność dodatkowa stanowi mniejszość działalności na poziomie grupy

¹¹ Opinion on ancillary activity – market size calculation – update for the year 2018, ESMA 2019, ESMA70–156–478.

kapitałowej. Test polega na pomiarze tzw. działalności spekulacyjnej wobec ogólnego rozmiaru działalności transakcyjnej przy wykorzystaniu danych używanych w ramach pierwszego testu (testu udziału w rynku). Test działalności głównej można opisać następującym wzorem:

$$T_D = \frac{X}{Y},$$

gdzie:

X – rozmiar (wartość) działalności transakcyjnej prowadzonej przez podmioty z grupy kapitałowej we wszystkich klasach aktywów z wyłączeniem tzw. transakcji uprzywilejowanych (transakcji z art. 2(4) akapit 5 MiFID II) oraz z wyłączeniem transakcji wykonywanych przez podmioty licencjonowane;

Y – ogólny rozmiar (wartość) transakcji we wszystkich klasach aktywów zawieranych przez podmioty z grupy kapitałowej, włączając w to tzw. transakcje uprzywilejowane (transakcje z art. 2(4) akapit 5 MiFID II) oraz transakcje wykonywane przez podmioty licencjonowane.

Przy obliczaniu rozmiaru działalności transakcyjnej przyjmuje się łączną wartość nominalną transakcji (sumuje się każdą transakcję, a więc wprowadzenie do portfela i wyprowadzenie) brutto. Przez klasy aktywów należy rozumieć klasy opisane w teście udziału w rynku. Test ten uważa się za spełniony w przypadku, gdy wynik testu (wartość działalności spekulacyjnej) osiągnie wartość niższą niż 10%. W przypadku, gdy wynik testu (rozmiar działalności spekulacyjnej) osiągnie wartość powyżej 10%, ale niższą niż 50%, dla oceny czy test jest spełniony należy odwołać się do wyniku pierwszego testu, tj. testu udziału w rynku, stosując następujący mechanizm: test będzie spełniony i badany podmiot skorzysta z wyłączenia w przypadku, gdy wynik testu udziału w rynku osiągnie wartość niższą niż 50% dla każdego progu stosowanego w teście udziału w rynku. Oznacza to, że test będzie spełniony, jeżeli np. wynik testu dla metali będzie niższy niż 2% (czyli niższy niż połowa wartości ustalanego progu dla tej klasy, który wynosi 4%). Natomiast w przypadku, gdy wynik testu (rozmiar działalności spekulacyjnej) osiągnie wartość powyżej 50%, dla oceny czy test jest spełniony należy również odwołać się do wyniku pierwszego testu, tj. testu udziału w rynku, stosując następujący mechanizm. Test będzie spełniony i badany podmiot skorzysta z wyłączenia w przypadku, gdy wynik testu udziału w rynku osiągnie wartość niższą niż 20% dla każdego progu stosowanego w teście udziału w rynku. Oznacza to, że test będzie spełniony, jeżeli np. wynik testu dla metali będzie niższy niż 0,8% (czyli niższy niż 20% wartości ustalanego progu dla tej klasy, który wynosi 4%).

V. Ryzyko regulacyjne związane z MiFID II

Ryzyko regulacyjne wynikające z analizowanej materii wiąże się ze sposobem wdrożenia MiFID II do polskiego porządku prawnego. W tym zakresie należy wskazać na ryzyko związane z włączeniami opcjonalnymi oraz na ryzyko związane ze szczegółowymi obowiązkami podmiotów prowadzących działalność maklerską, w tym związane z obowiązkami w zakresie uzyskiwania zezwoleń, nadzoru ze strony właściwego organu oraz ochrony interesów klientów.

- *Ryzyko związane z włączeniami spod regulacji MiFID II* sprowadza się do konieczności zastosowania szeregu nieprecyzyjnych kryteriów i pojęć, z uwagi na sposób transpozycji MiFID II

do prawa polskiego (patrz opis definicji instrumentów finansowych opisanych powyżej). Zastosowanie wyłączenia dot. działalności dodatkowej wymagać będzie przeprowadzenia precyzyjnych czynności analitycznych opartych na zarówno wiedzy posiadanej przez dane przedsiębiorstwo energetyczne, jak i informacjach rynkowych służących określeniu ogólnej działalności transakcyjnej w danej kategorii aktywów na rynku UE. Nie zostało również przesądzone, w jakim terminie podmioty korzystające z wyłączenia będą obowiązane informować o tym fakcie organ nadzoru. Tym samym jednak, nie jest znany termin realizacji jednego z warunków skorzystania z wyłączenia dotyczącego działalności dodatkowej.

- *Ryzyko związane z handlem uprawnieniami do emisji* oraz instrumentami pochodnymi, dla których uprawnienia do emisji są instrumentami bazowymi jest jednoznaczne. Przyjęta przez prawodawcę unijnego definicja instrumentów finansowych przesądza o tym, iż kontrakty dotyczące uprawnień do emisji są instrumentami finansowymi, a zatem ich zawieranie na własny rachunek stanowi prowadzenie działalności inwestycyjnej w rozumieniu MiFID II.
- *Ryzyko związane z handlem towarowymi instrumentami pochodnymi* (dotyczącymi energii elektrycznej lub gazu ziemnego) w *aktualnie istniejących systemach obrotu* (rynki regulowane, MTF) również sprowadza się do uznania takich transakcji za instrumenty finansowe. W celu uniknięcia takiej kwalifikacji spółki zawierające tego typu kontrakty powinny przenieść obrót do nowo utworzonych (lub przekształconych) zorganizowanych platform obrotu (OTF). Ryzyko w zakresie OTF wiąże się z brakiem szczegółowej procedury tworzenia takich systemów w przepisach krajowych. Wymogi stawiane przez prawodawcę unijnego podmiotom prowadzącym OTF nie mogą być bowiem przedmiotem bezpośredniego stosowania.
- *Ryzyko związane z handlem towarowymi instrumentami pochodnymi poza systemami obrotu* (kontrakty bilateralne, OTC) wiąże się ze szczegółowymi cechami transakcji, które mogą być kwalifikowane jako instrumenty finansowe. Wyłączenie dotyczące transakcji spotowych oraz transakcji równoważących dostawy (przeznaczonych dla celów handlowych) jest zasadniczo jasne, jednak wyłączenia dotyczące równoważności i standaryzacji w odniesieniu do instrumentów będących przedmiotem obrotu zorganizowanego budzą wątpliwości interpretacyjne i powinny być rozstrzygane na poziomie treści danego kontraktu.
- *Ryzyko związane z prowadzeniem działalności z wykorzystaniem instrumentów finansowych w ramach przewidzianych włączeń* prowadzi do konieczności dokonania oceny przedmiotu aktywności z zastosowaniem kryteriów i pojęć opisanych w krajowych przepisach, które nieznacznie różnią się od regulacji MiFID II.

VI. Reakcja na ryzyko zgodności polskich przedsiębiorstw energetycznych

Polskie przedsiębiorstwa energetyczne prowadzą zazwyczaj działalność na rynku energii elektrycznej, gazu ziemnego, uprawnień do emisji i praw majątkowych do świadectw pochodzenia, która zasadniczo związana jest z pewnego rodzaju strategią *hedgingu* – często nie jest ona wprost zdefiniowana w dokumentach korporacyjnych. Większość zajmowanych pozycji jest pochodną aktywności w zakresie zarządzania ryzykiem rynkowym. Struktura rynku energii elektrycznej

w Polsce sprawia, że działalność w zakresie nabywania i zbywania typowych instrumentów finansowych ma charakter marginalny i związana jest wyłącznie z zabezpieczaniem transakcji charakterystycznych dla działalności przedsiębiorstwa energetycznego. Niemniej jednak wskazać należy, iż zawieranie na własny rachunek transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe uznawane będzie za prowadzenie działalności maklerskiej zgodnie z art. 69 ust. 2 ustawy o instrumentach finansowych. Powoduje to konieczność dostosowania się do wymogów określonych dla prowadzenia działalności maklerskiej. Za takie transakcje powodujące powstanie opisywanego obowiązku uznać należy:

- transakcje dotyczące uprawnień do emisji CO₂; działalność w zakresie handlu takimi uprawnieniami traktowana jako aktywność w ramach działalności maklerskiej;
- transakcje pochodne, dla których towary, takie jak energia elektryczna czy gaz stanowią instrument bazowy, w szczególności kontrakty typu futures oraz w określonych przypadkach, raczej jako wyjątek od reguły, kontrakty typu forward rozliczane finansowo);
- kontrakty zawierane na rynku regulowanym lub platformie MTF, które będą uznawane za instrumenty finansowe; wyjątek stanowić będzie zorganizowana platforma obrotu OTF, wprowadzona przez MiFID II, na której handel nie będzie automatycznie kwalifikował instrumentów pochodnych jako instrumentów finansowych;
- rozliczane w środkach pieniężnych transakcje na towarowych instrumentach pochodnych zawierane poza systemem obrotu (OTC);
- rozliczane fizycznie transakcje na towarowych instrumentach pochodnych zawierane poza systemem obrotu (OTC), których najważniejsze warunki (identyfikowane łącznie, w szczególności cena, termin dostawy i partia) są równoważne do warunków kontraktów zawieranych na rynkach zorganizowanych i jednocześnie są znormalizowane w odniesieniu do standardów rynkowych.

Podmioty, które w sposób regularny i związany z zawodowo prowadzoną działalnością zawierają we własnym imieniu i na własny rachunek transakcje na towarowych instrumentach pochodnych lub uprawnieniach do emisji CO₂ są obowiązane uzyskać stosowne zezwolenie organu nadzoru na prowadzenie działalności maklerskiej lub skorzystać z opisanych wyżej włączeń.

Z uwagi na fakt, że MiFID II jest regulacją nową brakuje ugruntowanej praktyki rynkowej (ta dopiero się kształtuje w oparciu o doświadczenia 2018 r.) w zakresie stosowania szeregu instytucji przewidzianych w tej dyrektywie.

Z powyższego wynika generalne ryzyko związane z wdrożeniem stosowania nowych rozwiązań prawnych, ale także konieczność podejścia do MiFID II w sposób dynamiczny, uwzględniający postępujące zmiany oraz potrzebę ich bieżącego monitorowania. Jak już wcześniej wskazano, polskie spółki energetyczne rzadko realizują transakcje na instrumentach finansowych. Charakterystyczny dla polskiego przedsiębiorstwa energetycznego obszar transakcji związany jest z obrotem energią elektryczną, gazem ziemnym¹² oraz uprawnienia do emisji¹³. Zazwyczaj nie występują na nim transakcje na instrumentach pochodnych dotyczących energii elektrycznej

¹² Transakcje, których przedmiotem (lub instrumentem bazowym) są energia elektryczna i gaz ziemny (kwalifikowane jako towary).

¹³ Transakcje takie są jednoznacznie kwalifikowane jako instrumenty finansowe, a zawierane w celach zabezpieczenia ryzyka rynkowego są zazwyczaj poza Polską.

lub gazu ziemnego i rozliczanych pieniężnie dla rynku polskiego¹⁴. Transakcje zabezpieczające z wykorzystaniem towarowych instrumentów pochodnych, które dominują w portfelu tych przedsiębiorstw, a które dotyczą energii i różnych jej nośników czy praw do emisji gazów cieplarnianych, zawierane są na wiodących giełdach. Działalność spekulacyjna, w formie zawierania transakcji instrumentami pochodnymi i uprawnieniami do emisji realizowana jest zaś na własny rachunek, nie stanowi ona jednak tak znaczącego udziału w działalności handlowej, aby powstawało ryzyko objęcia reżimem MiFID II¹⁵.

Jak wskazano powyżej ocena kontraktów dotyczących uprawnień do emisji jest jednoznaczna. Niezależnie od tego czy przedmiotem tych kontraktów są bezpośrednio uprawnienia do emisji, czy też mamy do czynienia z kontraktami pochodnymi, dla których uprawnienia do emisji są instrumentami bazowymi, są one zawsze kwalifikowane jako instrumenty finansowe.

W zakresie kontraktów bezpośrednio związanych z obrotem gazem ziemnym lub energią elektryczną najwięcej uwagi poświęcić należy transakcjom zawierającym na rynku OTC (transakcje bilateralne). Jednoznaczna ocena tej grupy transakcji budzi największe wątpliwości. Podstawowym kryterium kwalifikacji takich transakcji jest bowiem ich ekwiwalentność i standaryzacja w stosunku do standardowych transakcji zawieranych w zorganizowanych systemach obrotu. Szczegółowa ocena tych czynników wymaga wnikliwej analizy treści danych umów oraz rynkowych standardów (zbliżonych produktów dostępnych na rynku regulowanym). Istnieje bowiem niewielkie ryzyko, iż kontrakty zawierane bilateralnie (OTC) mogą być kwalifikowane jako instrumenty finansowe.

Można było się spodziewać, że wejście w życie MiFID II i zmiany ustawy o instrumentach finansowych w sposób zasadniczy wpłynie na działalność operacyjną polskich przedsiębiorstw energetycznych. Jednak konieczne było jedynie odpowiednie ukierunkowanie zmian dotyczących niektórych obszarów ich działalności oraz praktyk biznesowych (np. reorganizacja transakcji dotyczących uprawnień do emisji, zmiana podejścia do kontraktów bilateralnych, uwzględnienie nowego ujęcia zawierania kontraktów na zlecenie innego podmiotu, obsługa podmiotów należących do jednej grupy kapitałowej). Stąd należy rekomendować podjęcie następujących działań, mających na celu właściwe zarządzanie powstającym ryzykiem zgodności:

- 1) przeprowadzenie inwentaryzacji wszystkich instrumentów dostępnych do handlu w przedsiębiorstwie, ze szczególnym uwzględnieniem instrumentów finansowych, instrumentów pochodnych opartych na towarze jako instrumencie bazowym oraz miejsc handlu tymi instrumentami (OTF, rynek regulowany, czy OTC) co pozwoli ustalić jakiego rodzaju instrumenty są wykorzystywane w codziennej działalności przedsiębiorstwa energetycznego;
- 2) określenie w wewnętrznym dokumencie korporacyjnym katalogu instrumentów dostępnych do obrotu w działalności handlowej przedsiębiorstwa, co pozwoli uniknąć stanu niepewności związanego z ryzykiem dokonania transakcji na instrumentach nie dopuszczonych do obrotu wewnątrz, w danym przedsiębiorstwie energetycznym;
- 3) w przypadku podjęcia decyzji o obrocie instrumentami finansowymi uzyskanie odpowiednich zezwoleń lub notyfikacja korzystania z wyłączenia;

¹⁴ Tego typu transakcje kwalifikowane jako instrumenty finansowe.

¹⁵ Transakcje te, podobnie jak hedging, są jednak zawierane zazwyczaj na rynkach regulowanych poza Polską.

- 4) wprowadzenie procedury wewnętrznej opisującej zasady wprowadzania nowych instrumentów do obrotu danym przedsiębiorstwie energetycznym i monitorowanie dotychczas dopuszczonych do handlu produktów w zakresie przede wszystkim zmiany charakteru instrumentu (zmiana instrumentu towarowego w finansowy np. na skutek wystąpienia ekwiwalentności), sposobu rozliczania transakcji oraz miejsc handlu, a także obowiązków związanych z monitorowaniem i przestrzeganiem limitów pozycji, sprawozdawczością oraz przez wybrane podmioty przeprowadzaniem corocznego testu dotyczącego możliwości skorzystania z wyłączenia spod regulacji;
- 5) przeprowadzenie szkoleń wewnętrznych mających na celu wskazanie istotności nowej regulacji MiFID II, obowiązków ciążących na poszczególnych komórkach organizacyjnych przedsiębiorstwa energetycznego oraz opisujących zmiany w dotychczasowym modelu handlu, zwłaszcza towarowymi instrumentami pochodnymi;
- 6) wprowadzenie regulacji wewnętrznych zapewniających zachowanie określonych zasad przy zawieraniu i rozliczeniu kontraktów pochodnych dla których towarem bazowym jest energia elektryczna lub gaz w celu utrzymania charakteru instrumentu w ramach wyłączenia REMIT *curve out* oraz korzystania z zorganizowanej platformy obrotu tzw. OTF;
- 7) w przypadku decyzji o prowadzeniu działalności w ramach wyłączeń dla *działalności dodatkowej*, przedsiębiorstwo energetyczne korzystające z takiego wyłączenia powinno wprowadzić model monitorowania limitu pozycji, gwarantujący dochowanie wskaźników umożliwiających korzystanie z wyłączeń;
- 8) w przypadku skorzystania z wyłączenia w ramach działalności dodatkowej należy wykonać testy i złożyć do KNF wnioski o wyłączenie. Przedsiębiorstwo energetyczne powinno posiadać dokumentację pozwalającą uzasadnić uznanie jego działalności za mieszczącą się w ramach wyłączenia. Taki obowiązek należy wykonać co roku i obejmować on będzie:
 - coroczną weryfikację możliwości zastosowania zwolnienia z uwagi na dodatkowy charakter działalności transakcyjnej na instrumentach finansowych;
 - informowanie KNF o zamiarze skorzystania z wyłączenia oraz przygotowywanie stosownej dokumentacji w przypadku zgłoszenia przez KNF takiego żądania;
 - monitorowanie przestrzegania przez podmiot limitów pozycji w zakresie towarowych instrumentów pochodnych;
 - zapewnienie dokumentacji uzasadniającej zakwalifikowanie transakcji jako zmniejszających ryzyko bezpośrednio związane z działalnością handlową tego podmiotu niefinansowego i występowanie do KNF o wyłączenie danych transakcji z limitów pozycji;
- 9) utrzymywanie kontaktów z giełdami, rynkami regulowanymi, alternatywnymi systemami obrotu oraz zorganizowanymi platformami obrotu w celu wypełniania obowiązków sprawozdawczych wobec nich;
- 10) wobec jednoznacznych sygnałów przeniesieniu handlu uprawnieniami do emisji CO₂ na prowadzony przez TGE Rynek Instrumentów Finansowych, który jest rynkiem regulowanym, dotychczasowi członkowie giełdy, niebędący firmami inwestycyjnymi, winni zapewnić sobie możliwość handlu takimi instrumentami poprzez uzyskanie statusu firmy inwestycyjnej albo działanie w ramach wyłączenia, albo też prowadzenia obrotu za pośrednictwem firm posiadających status członka giełdy i firmy inwestycyjnej.

VII. Uwagi końcowe

Na zakończenie należy podkreślić, iż wprowadzenie regulacji MiFID II wymagało implementacji tej dyrektywy do krajowego porządku prawnego, uwzględniając pewne odrębności regulacji krajowych. Obecny stan prawny w zakresie statusu rynku terminowego energii elektrycznej (RTT) na TGE, wymusił zmianę regulaminu giełdy poprzez wprowadzenie dodatkowego elementu uznaniowości, który jest charakterystyczny dla platform OTF, co znalazło wyraz w zwiększeniu dynamiki cen na tym rynku. Niemniej jednak TGE czekają dalsze zmiany i docelowo obowiązek uzyskania statusu OTF. Do czasu pełnego ukształtowania się ładu *post-MiFID-owego* i praktyki działania, a zwłaszcza podejścia regulatora do nowych wymogów, należy rekomendować uczestnikom hurtowego rynku energii i gazu, zawierającym transakcje dotyczące uprawnień do emisji CO₂ oraz towarowych instrumentów finansowych, przeprowadzenie wymaganych analiz i testów, w celu przygotowania do wypełnienia wymogów MiFID II.

Formułując zalecenia dla przedsiębiorstw energetycznych, które pozwolą zminimalizować ryzyko regulacyjne trzeba zwrócić uwagę, że jednostki organizacyjne przedsiębiorstw, w których kompetencjach leży zawieranie transakcji na towarowych instrumentach finansowych, uprawnieniach do emisji oraz kontraktach pochodnych na nich, nawet jeżeli przedsiębiorstwo energetyczne zostanie zwolnione z obowiązku stosowania nowych regulacji, są zobowiązane do wypełniania pewnych obowiązków, w szczególności, jeżeli są uczestnikami rynków regulowanych, MTF lub OTF. Obowiązek w zakresie monitorowania i przestrzegania limitów pozycji na towarowych instrumentach pochodnych będzie ciążył na wszystkich podmiotach zawierających takie transakcje. W związku z tym, w przedsiębiorstwach aktywnie działających na rynkach energii powinny zostać wyznaczone osoby lub też komórki, odpowiedzialne za realizację obowiązków wynikających z nowych regulacji.

Bibliografia

- Dyrektywa 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 13 października 2003 r. ustanawiająca program handlu uprawnieniami do emisji gazów cieplarnianych na obszarze Wspólnoty i zmieniająca Dyrektywę Rady 96/61/WE (Dz. Urz. UE L 275 z dnia 25 października 2003 r. s. 0032–0046).
- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 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 z dnia 30 kwietnia 2004 r., s. 1 i n. z późn. zm.).
- 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 6 z dnia 27 czerwca 2013 r., s. 338–436).
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 349 i n. z późn. zm.).
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 349–496).

- Opinion on ancillary activity – market size calculation – update for the year 2018, ESMA 2019, ESMA70–156–478.
- Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics, ESMA 2019, ESMA70–872942901–36.
- Questions and Answers on MiFID II and MiFIR market structures topics, ESMA 2019, ESMA70–872942901–38.
- Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/591 z dnia 1 grudnia 2016r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących stosowania limitów pozycji dla towarowych instrumentów pochodnych (Dz. Urz. UE L 87 z dnia 31 marca 2017 r., s. 479 i n.).
- Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) nr 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz. Urz. UE L 87 z dnia 31 marca 2017 r., s. 1 i n.).
- Rozporządzenie parlamentu europejskiego i rady (UE) nr 1227/2011 z dnia 25 października 2011 r. w sprawie integralności i przejrzystości hurtowego rynku energii (Dz. Urz. UE L 132 z dnia 8 grudnia 2011 r., s. 1 i n.)
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 84 i n. z późn. zm.).
- 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 (Dz. Urz. UE L 201 z dnia 27 lipca 2012 r., s. 1 i n. z późn. zm.).
- Rozporządzeniem delegowane Komisji (UE) 2017/592 z dnia 1 grudnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących kryteriów pozwalających ustalić, kiedy działalność ma być uznawana za działalność dodatkową względem głównego zakresu działalności (Dz. Urz. UE L 87 z dnia 31 marca 2017 r., s. 492 i n.).
- Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2018, poz. 685).
- Ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (t.j. Dz.U. 2019 , poz. 312, t.j. z dnia 19.02.2019 ze zm.)
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz.U. 2018, poz. 2286, t.j. z dnia 7.12.2018 ze zm.)