

Paweł Hawranek*, Dariusz Michalski**, Nina Wielgosz***

Nowe obowiązki przedsiębiorstw elektroenergetycznych wynikające z rozporządzenia MAR

Spis treści

- I. Wprowadzenie
- II. Manipulacja rynkowa w energetyce. Geneza
- III. Regulacje rynków finansowych i towarowych. Przegląd. Wskazanie zakresu regulacji krytycznego dla energetyki
 1. MiFID II
 2. EMIR
 3. REMIT
 4. Dyrektywa CDR IV
- IV. Rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku (MAR)¹. Charakterystyka kluczowych obowiązków z punktu widzenia energetyki
- V. Kalendarium MAR
- VI. Wpływ MAR na handel na rynku energii elektrycznej
 1. MAR a REMIT
 2. Wpływ MAR na działalność przedsiębiorstw elektroenergetycznych na rynku praw do emisji dwutlenku węgla
 3. Upublicznienie informacji zgodnie z REMIT oraz MAR
- VII. Uwagi końcowe

Streszczenie

W artykule podjęto próbę przybliżenia obowiązków, jakie w zakresie handlu derywatami towarowymi nakłada na spółki obrotu rozporządzenie MAR. Poruszono w nim kwestię wpływu rozporządzenia MAR na rynek towarowy i relacji tego rozporządzenia do pozostałych regulacji mających wpływ na rynek energii i gazu (REMIT, EMIR, MiFID II). Przedstawiono wątpliwości i konsekwencje skutków tak ukształtowanego zakresu przedmiotowego regulacji. Zasygnalizowano także zagadnienia związane z planowanym harmonogramem wdrażania rozporządzenia MAR, jak również wyzwania dla podmiotów działających na rynku energii.

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

** Dr hab., prof. Akademii Techniczno-Humanistycznej w Bielsku Białej; e-mail: michalskidariusz@o2.pl.

*** Akademia Techniczno-Humanistyczna w Bielsku Białej.

¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (dalej: MAR).

Słowa kluczowe: MAR; MAD; MiFID II; EMIR; insider trading; rynek energii; ryzyko; hedging; informacja wewnętrzna; informacja wrażliwa; regulacje gospodarcze; regulacje wewnętrzne.

JEL: G140, L510

I. Wprowadzenie

Unia Europejska po kryzysie instytucji finansowych, zapoczątkowanym upadkiem banku *Lehman Brothers*, konsekwentnie dąży do zapewnienia przejrzystości rynków finansowych oraz wybranych rynków towarowych, najbardziej zbliżonych swoim charakterem do tych pierwszych. Znajduje to wyraz w próbie objęcia wspólną, jednolitą unijną regulacją poszczególnych obszarów rynków finansowych oraz towarowych. W obszarze elektroenergetyki, a właściwie szerzej dla rynku energii elektrycznej oraz gazu, pierwszym takim działaniem ustawodawcy unijnego było uchwalenie rozporządzenia REMIT². Uczestnicy hurtowego obrotu energią elektryczną i gazu³ stanęli przed wyzwaniem związanym z koniecznością zapewnienia przejrzystości handlu energią elektryczną oraz gazem i to zarówno na regulowanych platformach obrotu, jak i na rynku OTC⁴. Gdy wydawało się, iż koncerny energetyczne sprostały wymogom regulacyjnym wynikającym z REMIT, przed spółkami obrotu pojawiły się nowe wyzwania związane z rozporządzeniem MAR, które weszło w życie w lipcu br.

Regulacje handlu derywatami towarowymi będą w roku 2016, a zapewne i kolejnych latach, jednym z najważniejszych zagadnień dla uczestników rynków finansowych oraz towarowych w Unii Europejskiej. Najbardziej kontrowersyjne z nich to pakiet regulacji pod nazwą „MiFID II”⁵ (zmieniająca obowiązującą MiFID⁶), dalej funkcjonujące już w obrocie prawnym rozporządzenie EMIR⁷ oraz omawiane nowe rozporządzenie MAR. Ponieważ przywołane regulacje w wielu miejscach pokrywają się oraz istnieją powiązania między nimi, a także z uwagi na różne zaawansowanie ich wdrażania, uczestnicy rynku energii wskazują na problemy z oceną wpływu powyższych regulacji na ich działalność operacyjną. Niech za przykład posłuży jeszcze inna z regulacji dotyczących rynki finansowe, a mianowicie dyrektywa CDR IV⁸, której wpływ na działalność koncernów energetycznych będzie mógł być oceniony jedynie po stwierdzeniu czy zostaną one objęte (i w jakim zakresie) reżymem regulacyjnym MiFID II, co zaś będzie mogło być stwierdzone dopiero po

² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1227/2011 w sprawie integralności i przejrzystości hurtowego rynku energii, Dz.U. UE L 326/1 z dnia 8 grudnia 2011 r. (dalej: REMIT).

³ W Polsce do uczestników obrotu hurtowego rynku energii elektrycznej oraz gazu zaliczamy przedsiębiorstwa energetyczne posiadające koncesję na obrót energią elektryczną (OEE) lub obrót paliwami gazowymi (OPG) stąd w artykule ta grupa uczestników rynku będzie wspólnie nazywana spółkami obrotu.

⁴ OTC – *over-the-counter* – rynek transakcji bilateralnych poza regulowanymi platformami obrotu.

⁵ 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 (wersja przekształcona), Dz.U. UE L 96/19 z dnia 12 czerwca 2014 r. (dalej: MiFID II).

⁶ 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.U. UE L 145 z dnia 30 kwietnia 2004 r. (dalej: MiFID lub MiFID I).

⁷ 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.U. UE L 201/1 z dnia 27 lipca 2012 r. (dalej: EMIR).

⁸ 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.U. UE L 176/338 z dnia 27 czerwca 2013 r. (dalej: CDR IV).

zatwierdzeniu regulacyjnych standardów technicznych (RTS) w zakresie obliczania progów do zwolnień z MiFID II⁹.

W niniejszym artykule autorzy starają się przybliżyć obowiązki jakie, w zakresie handlu derywatami towarowymi, nakłada na spółki obrotu przywołane rozporządzenie MAR. Autorzy wskażą również na wzajemne zależności przywołanych wyżej aktów prawnych, co łącznie pozwoli na obronę hipotezy, iż proponowana kompleksowa regulacja funkcjonowania rynków towarowych stanowić będzie istotne wyzwanie formalno-organizacyjne dla uczestników obrotu, jak również otworzy nowe obszary ryzyka regulacyjnego, któremu podołać będą musiały przedsiębiorstwa obrotu.

Dla uczestników rynków finansowych wymagania te nie stanowią nowości, gdyż przed wejściem w życie MAR, podobne obowiązki, jednak wyłącznie w zakresie nadużyć w handlu instrumentami pochodnymi odbywającym się na rynkach regulowanych (głównie giełdy), regulowała dyrektywa MAD¹⁰. Rozporządzenie MAR mogłoby wejść w życie niezauważone przez uczestników hurtowego rynku energii elektrycznej i gazu, gdyby nie oczekujący na wejście w życie pakiet regulacyjny MiFID II. Rozporządzenie MAR rozszerza bowiem wymagania związane z przeciwdziałaniem nadużyciom w handlu instrumentami pochodnymi na wszystkie rynki objęte regulacją MiFID II. Stanowi to zasadniczą zmianę w reżymie regulacyjnym, a wraz z innymi omówionymi w tekście regulacjami prowadzi do całościowego objęcia hurtowego rynku energii elektrycznej (i gazu) nadzorem mającym zapobiegać nadużyciom i manipulacjom na tym rynku.

II. Manipulacja rynkowa w energetyce. Geneza

Rynki energii reprezentują bardzo skomplikowane, globalne struktury, bazujące na trzech różnych warstwach:

- 1) fizyczne przepływy powiązane z aktywami trwałymi;
- 2) finansowanie działalności operacyjnej;
- 3) regulacje opisujące dopuszczalne zachowania (w tym transakcje).

Generalnie, każda z powyższych warstw jest prawidłowo nadzorowana i opisana. Problemy zaczynają powstawać w momencie konieczności koordynowania przepływów finansowych i informacyjnych pomiędzy poszczególnymi obszarami rynku. Dodatkowo każda z warstw jest zazwyczaj regulowana przez osobny zestaw przepisów prawa i odrębne organy nadzoru. Brak spójnej regulacji kreuje ryzyko wykorzystywania luk regulacyjnych, a co za tym idzie uzyskiwania korzyści płynących z wykorzystywania nieuzasadnionych przewag rynkowych przez uczestników obrotu. Fragmentaryczna regulacja uniemożliwia skuteczną prewencję przeciw nadużyciom i manipulacjom na tak skonstruowanym rynku. Zatem pewna unifikacja regulacji rynku energii i jej harmonizacja z reżymem rynku finansowego może być odpowiedzią na powyższe rodzaje ryzyka.

⁹ W dniu 17 marca 2016 r. Komisja Europejska poinformowała Parlament Europejski, że zwróciła do poprawy do Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych projekty regulacyjnych standardów technicznych do MiFID II, dotyczących przejrzystości *non-equity* oraz wyjątku w zakresie działalności dodatkowej i limitów pozycji, co zwiększyło jeszcze niepewność koncernów energetycznych w zakresie możliwości objęcia reżymem MiFID II. Więcej w: <http://mifid.pl/mifid-ii-ke-zwraca-projekty-rts-do-esma/> (31.03.2016).

¹⁰ Dyrektywa (2003/6/EC) Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku z dnia 12 kwietnia 2003 r. (dalej: MAD).

III. Regulacje rynków finansowych i towarowych. Przegląd. Wskazanie zakresu regulacji krytycznego dla energetyki

1. MiFID II

Najbardziej doniosły krok ku całościowej i spójnej regulacji rynku finansowego i towarowego hurtowego rynku energii stanowiła zmiana dyrektywy MiFID przez przyjęcie dyrektywy MiFID II. Zmiana ta została uznana przez europejskie koncerny energetyczne za niezwykle kontrowersyjną. W szczególności na takie miano zasłużyły, przedstawione w grudniu 2015 r., rozwiązania dotyczące możliwości zwolnienia spod reżymu MiFID II dla tzw. przedsiębiorstw niefinansowych. Treść propozycji, a w szczególności zaproponowane w niej wartości graniczne, prowadziły do tezy, iż ESMA¹¹ wraz z Komisją Europejską dążą do objęcia przynajmniej największych koncernów elektroenergetycznych, a szczególnie ich spółek tradingowych reżymem regulacyjnym dedykowanym dla instytucji finansowych. Oczywiście ryzyko to nie dotyczy tylko elektroenergetyki, inne wielkie koncerny energetyczne takie przykładowo, jak Royal Dutch Shell czy aktywne na rynku metali zagrożone są ryzykiem poniesienia kosztów w wysokości setek milionów euro wynikających z konieczności spełnienia wymogów MiFID II.

Należy jednak wskazać na pewne sukcesy odnoszone przez uczestników rynku – ze względu na konieczność dostosowania systemów informatycznych w instytucjach finansowych wejście w życie MiFID II zostało przesunięte o rok, i jest obecnie planowane na dzień 3 stycznia 2018 r.

Koncerny elektroenergetyczne mają zatem czas do końca 2017 r., aby przygotować niezbędne rozwiązania w zakresie zgodności ich funkcjonowania z MiFID II, przede wszystkim poprzez:

- dokonanie wewnętrznej oceny czy wielkości i specyfika ich działalności tradingowej plasuje je w reżymie regulacyjnym MiFID II;
- opracowanie niezbędnej strategii compliance na wypadek objęcia reżymem MiFID II;
- przygotowanie systemów IT lub przynajmniej zgodnej z MiFID II metodyki pomiaru ekspozycji (co najmniej dla oceny możliwości korzystania ze zwolnienia dla działalności pomocniczej);
- wprowadzenie niezbędnych polityk compliance.

Dokonanie powyższej oceny poprzedzi podjęcie jednej z najbardziej doniosłych dla funkcjonowania przedsiębiorstw energetycznych decyzji, a mianowicie ograniczenia działalności tradingowej w celu utrzymania jej w wielkościach pozwalających na pozostanie poza reżymem MiFID II¹². Dla uczestników rynku ważne jest, iż problem ten dostrzegła również ESMA w standardach technicznych z grudnia 2015 r., wskazując na ogrom gromadzonych informacji i konieczności ich przetworzenia, a co za tym idzie niezbędnej współpracy z krajowymi regulatorami w celu należytej weryfikacji osiągania progów granicznych MiFID II przez przedsiębiorstwa energetyczne. Wszystko powyższe nakazuje wskazać na bardzo wysokie ryzyko regulacyjne związane z szczegółowymi rozwiązaniami prawnymi zawartymi w MiFID II.

¹¹ Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority; dalej: ESMA).

¹² Utrzymanie działalności tradingowej w wielkościach pozwalających na uznanie jej za działalność dodatkową lub na poziomie pozwalającym uznanie spółek tradingowych za podmioty niefinansowe w rozumieniu EMIR.

2. EMIR

Rozporządzenie EMIR, które weszło w życie w 2012 r., jest ściśle powiązane z MiFID II. Przedsiębiorstwa objęte MiFID II będą również podlegać EMIR, którego celem jest zwiększenie transparentności rynku OTC dzięki obowiązkowi raportowania transakcji instrumentami finansowymi zawieranymi na rynku pozagiełdowym oraz ich centralnego rozliczenia, jeżeli przedsiębiorstwo przekroczy określoną wartość derywatów w swoim portfelu¹³. Obowiązek raportowania wchodzi w życie w grudniu 2018 r., zatem przedsiębiorstwo niebędące instytucją finansową, ale przekraczające wskazany wyżej poziom wartości derywatów OTC w portfelu, będzie musiało rozliczyć centralnie nawet transakcje zabezpieczające (*hedge*)¹⁴.

W br. Komisja Europejska dokonuje przeglądu zaawansowania wdrożenia rozporządzenia EMIR w celu identyfikacji nieplanowanych konsekwencji jego wdrożenia oraz wprowadzenia ewentualnych, niezbędnych zmian. Obecnie można już wskazać, iż rozporządzenie EMIR wpłynęło na wzrost ilości raportów przygotowywanych przez przedsiębiorstwa handlujące derywatami oraz przyczyniło się do zwiększenia zakresu ich centralnego rozliczenia. Równocześnie wystąpiły również zakłócenia we wdrażaniu tej regulacji, a wynikające z różnic w definiowaniu instrumentów finansowych przez ustawodawstwo poszczególnych państw członkowskich będące następstwem niejednolitego wdrożenia MiFID I. Zmieni się to dopiero w momencie wejścia w życie MiFID II i związanego z tym ujednoczenia podejścia do definiowania instrumentów objętych EMIR i MiFID. Zmiany te wywołują obawę elektroenergetyki z uwagi na możliwość znacznego wzrostu kosztów hedgingu i ograniczenie płynności handlu na rynku terminowym energii elektrycznej. Jeżeli taki mechanizm zadziała można się spodziewać wyjścia z rynku energii części uczestników, dla których ponoszenie wspomnianych kosztów będzie zbyt dużym ciężarem lub którzy przestaną postrzegać ten rynek jako atrakcyjny inwestycyjnie. Wspomniane ryzyko należy zdefiniować jako wzrost kosztów ryzyka regulacyjnego¹⁵. Próbuąc uniknąć konieczności ponoszenia tychże dodatkowych kosztów, a także korzystając z otwartego w 2016 roku przeglądu zaawansowania wdrożenia rozporządzenia EMIR, koncerny energetyczne, podejmując działania lobbujące, dowodzą, że ich kontrakty nie kreują ryzyka systematycznego dla światowego systemu finansowego¹⁶. Idąc dalej, koncerny energetyczne podnoszą, że regulacja rozporządzenia EMIR przyczynia się także do wliczania transakcji realizowanych poza UE do limitu clearingowego, np. w spółkach córkach spółek europejskich działających w USA. Podobne wątpliwości dotyczą rozliczeń w drodze potrącenia (*netting*). ESMA wskazuje, że w *netting* ekspozycji wliczanej do kalkulacji limitu centralnego rozliczenia może dotyczyć tylko transakcji z tym samym kontrahentem dla transakcji mających tę samą charakterystykę rozumianą jako podobny: produkt, sposób rozliczenia, czas trwania itp. Jednakże produkty handlowane na hurtowym rynku energii elektrycznej właśnie ze względu na swoją specyfikę utrudniają tego typu prostą kwalifikację pozwalającą na *netting*. Przedsiębiorstwo może kupić produkt z roczną dostawą, który następnie jest sprzedawany dalej na rynku w podziale na produkty kwartalne i miesięczne. Chociaż handel różnymi produktami odbywa się z tym samym

¹³ Dla derywatów towarowych wartość graniczna wynosi 3 mld euro (wartość nominalna).

¹⁴ Przez centralne rozliczenia rozumieć należy rozliczenia transakcji za pośrednictwem izb rozliczeniowych zgodnie z wymogami rozporządzenia EMIR.

¹⁵ Także w zakresie transakcji zawieranych przez tzw. *treasury* – operacje związane z zarządzaniem finansowaniem przedsiębiorstw elektroenergetycznych.

¹⁶ Koncerny elektroenergetyczne zazwyczaj posiadają w swej organizacji wyspecjalizowaną jednostkę organizacyjną, która realizuje całość działalności operacyjnej na rynku hurtowym (w tym na rynku finansowym) zarówno na własny rachunek – spekulacja (tzw. *prop-trading*), jak i zabezpieczających – zarządzanie portfelem, *portfolio management (hedging)*. Sprawia to, że wiele transakcji jest handlowanych wielokrotnie wewnątrz grupy, co może zwiększyć wykorzystanie limitu clearingowego (*clearing threshold*).

kontrahentem i teoretycznie ekspozycja na ryzyko kredytowe nie występuje, gdyż wszystkie produkty można rozliczyć w drodze wzajemnego potrącenia, to zgodnie z wytycznymi ESMA w tego typu relacjach handlowych pojawi się ekspozycja wliczana do limitu clearingowego, a co za tym idzie przedsiębiorstwo energetyczne może zostać zobowiązane do stosowania centralnego mechanizmu rozliczeń. Nałożenie takiego obowiązku spowoduje wzrost kosztów związanych z działalnością na rynku hurtowym energii.

Innym problemem dotyczącym energetyki jest zakończenie w marcu 2016 r. okresu przejściowego dla kwalifikacji stosowania gwarancji bankowych jako zabezpieczeń składanych do izb rozliczeniowych. Zgodnie z EMIR tylko stosowanie jako zabezpieczeń gotówki lub innych równie płynnych instrumentów finansowych (dopuszcza się także obligacje skarbowe) pozwoli na uniknięcie skutków tej regulacji.

Ocena przyszłych skutków regulacji rozporządzenia EMIR wywołuje pytanie, czy energetyka i handel instrumentami finansowymi rynku energii elektrycznej generuje aż tak wysokie ryzyko systemowe, że należy go aż tak restrykcyjnie nadzorować¹⁷.

3. REMIT

Zadaniem rozporządzenia REMIT jest zwiększenie zaufania klientów energetyki do hurtowego rynku energii. Jego wdrożenie i skuteczne egzekwowanie powinno ograniczyć możliwość osiągnięcia nieuzasadnionych zysków na rynku energii, dzięki dysponowaniu i wykorzystaniu informacjami nieujawnionymi innym uczestnikom tego rynku. Transparentność hurtowego rynku energii powinna zapewnić, że każdy podmiot zawierający transakcję ma taką samą wiedzę o stanie rynku oraz co do rozwoju sytuacji na nim, czyli że dostępne informacje zapewniają generowanie właściwych sygnałów rynkowych. W ten sposób transparentność rynku powinna przyczynić się do wzrostu konkurencji na nim. Wymóg dostarczania właściwych informacji staje się zatem korzystnym instrumentem do kreowania rozwoju handlu na hurtowym rynku energii elektrycznej i gazu (dzięki wzrostowi zaufania do jego mechanizmów) oraz eliminowania potencjalnych nadużyć. REMIT powinien zapełnić lukę w regulacjach na rynku energii, gdyż obecne tego typu regulacje nie obejmują całości handlu na rynku energii, odnosząc się głównie do rynku finansowego, a szczególnie rynku regulowanego przez instytucje nadzoru rynku kapitałowego (w tym celu zostanie wdrożone zcentralizowane raportowanie informacji o transakcjach). REMIT jest odpowiedzią Komisji Europejskiej na konieczność wykreowania reżymu regulacyjnego zapewniającego spójne i przejrzyste zasady handlu energią w Unii Europejskiej, gdzie istnieje wiele różnych standardów i przepisów ograniczających efektywność wcześniejszych regulacji rynku energii elektrycznej. Warto podkreślić, iż regulacja ta zunifikowała definicje pojęć wrażliwych dla regulacji rynku w Unii Europejskiej i doprowadziła do ograniczenia różnic w regulacji rynków krajowych, co powinno przyczynić się do ujednoczenia reżymu regulacyjnego na wspólnym jednolitym unijnym rynku energii elektrycznej i wesprzeć handel transgraniczny, który staje się jedną z podstawowych działalności uczestników hurtowego rynku energii elektrycznej oraz czynnikiem przyczyniającym się do powiększania integracji unijnego rynku energii elektrycznej. W tym miejscu trzeba zaznaczyć, iż wymogi regulacyjne REMIT częściowo pokrywają się z MAR.

¹⁷ ESMA jednak ocenia to zagadnienie odmiennie i proponuje objęcie regulacją EMIR transakcji hedgingowych poprzez usunięcie dotychczas funkcjonującego wyjątku w postaci zwolnienia dla hedgingu z kalkulacji ekspozycji do limitu clearingowego, wskazując przy tym na problem identyfikacji transakcji zabezpieczających oraz oddzielenia tego typu transakcji od transakcji spekulacyjnych. Propozycja ESMA zwiększa zatem ryzyko objęcia koncernów elektroenergetycznych obowiązkiem centralnego rozliczania.

4. Dyrektywa CDR IV

Przedsiębiorstwa, które zostały objęte reżymem MiFID mają obowiązek wypełnienia wymogów Dyrektywy CDR IV, co wiąże się z zapewnieniem kapitału regulacyjnego. Ograniczenie poziomu zwolnień dla elektroenergetyki w MiFID II sprawi, że część z przedsiębiorstw energetycznych będzie musiała wypełnić także wymogi adekwatności kapitałowej dedykowane głównie bankom i domom maklerskim. Obecnie, w reżymie MiFID, przedsiębiorstwa tradingowe, działające na rynku energii są zwolnione z wymogów CDR IV (wyjątek obowiązujący do grudnia 2017 r., który Komisja Europejska zaproponowała przedłużyć do 2020 r.).

IV. Rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku (MAR).

Charakterystyka kluczowych obowiązków z punktu widzenia energetyki

Przywołanie powyższych regulacji miało na celu stworzenie tła oraz zobrazowanie, jak skomplikowany regulacyjnie jest obszar hurtowego rynku energii i w jak trudnym regulacyjnie otoczeniu przychodzi działać koncernom energetycznym. Niestety powyższy katalog regulacji nie jest katalogiem zamkniętym. W lipcu br. weszło w życie rozporządzenie MAR.

Rozporządzenie MAR przenosi zasady nadzoru nad nadużyciami na rynku, dotychczas charakterystyczne dla regulowanych rynków finansowych, na rynki towarowe. Wprowadzenie takich zasad dla rynku energii elektrycznej i gazu powoduje niepewność odnośnie do wzajemnych relacji wymogów w zakresie zakazu ujawniania informacji poufnych w przedsiębiorstwach elektroenergetycznych zgodnie z REMIT oraz wymogów związanych z transparentności handlu nakładanych przez MAR.

Wraz z wejściem w życie 3 lipca 2016 r. rozporządzenia MAR każdy instrument finansowy, będący przedmiotem obrotu w Europie na zorganizowanym systemie obrotu¹⁸ czy wielostronnym systemie obrotu¹⁹, będzie także objęty reżymem MAR. W momencie wejścia w życie MiFID II uprawnienia do emisji dwutlenku węgla (EUA, CER) także staną się instrumentem finansowym, objętym MAR.

W dalszej kolejności wejście w życie rozporządzenia MAR niesie za sobą szereg daleko idących zmian nie tylko w kwestii obowiązków informacyjnych, ale przede wszystkim modyfikuje dotychczasowe podejście do definiowania informacji poufnych oraz zmienia kryteria nakładania sankcji administracyjnych na spółki publiczne za nadużycia.

Regulację tę będzie można stosować do nadużyć dotyczących:

[...]

- a) instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym;
- b) instrumentów finansowych, które są przedmiotem obrotu na MTF, zostały dopuszczone do obrotu na MTF lub które są przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na MTF;
- c) instrumentów finansowych, które są przedmiotem obrotu na OTF;

¹⁸ Organised trading facility, OTF.

¹⁹ Multilateral trading facility, MTF. System kojarzący transakcje strony trzeciej w dziedzinie kupna i sprzedaży instrumentów finansowych.

d) *instrumentów finansowych nieujętych w lit. a), b) lub c), których cena lub wartość zależą od ceny lub wartości instrumentów finansowych, o których mowa w tych literach, lub mają na nie wpływ, w tym m.in. swapów ryzyka kredytowego lub kontraktów na różnice kursowe...*

Nowa regulacja unijna obejmie zatem swoim zakresem nie tylko nadużycia mające za przedmiot instrumenty finansowe na rynku regulowanym, lecz także wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu.

Niezwykle ważnym *novum* jest wprowadzenie bezwzględnego zakazu stosowania strategii mogących prowadzić do nadużyć dokonywanych za pomocą tzw. transakcji wysokich częstotliwości. Ponadto, sankcjonowane będzie manipulowanie stawkami odniesienia, takimi jak LIBOR czy WIBOR. Nowością stanowić będzie także zakaz nadużyć odnoszących się do rynków towarowych oraz do rynków instrumentów pochodnych.

Nowa regulacja unijna zmieni również podejście do określenia wysokości grzywny, umożliwiając nakładanie grzywnien w wysokości co najmniej trzykrotności zysku osiągniętego w drodze nadużyć lub co najmniej 15% obrotów w przypadku przedsiębiorstw. Nie są to jednakże grzywny maksymalne, kraje członkowskie będą bowiem mogły podjąć decyzję o podwyższeniu tych stawek.

Zasadnicze znaczenie ma także fakt, iż z dniem wejścia w życie rozporządzenia MAR, przestanie obowiązywać w polskim porządku prawnym rozporządzenie Ministra Finansów z 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim. Zlikwidowany zostanie w ten sposób dualizm, który wynikał z odrębnych zasad przekazywania informacji z giełdowych raportów bieżących oraz z zasad ujawniania informacji poufnych. Rozporządzenie MAR wprowadzi bowiem jednolitą kategorię informacji poufnych.

Zmianie ulegnie również moment informowania organu nadzoru o opóźnieniu publikacji informacji, po wejściu w życie MAR będzie on powiadamiany po upublicznieniu informacji cenotwórczej.

Istotną kwestią wymagającą omówienia jest także, wynikająca z rozporządzenia MAR, definicja „uczestnika rynku uprawnień do emisji”, a mianowicie uczestnik rynku „oznacza dowolną osobę, która zawiera transakcje, w tym składa zlecenia zawarcia transakcji, dotyczące uprawnień do emisji, produktów sprzedawanych na aukcjach na podstawie uprawnień do emisji lub powiązanych instrumentów pochodnych, i która nie korzysta ze zwolnienia na podstawie art. 17 ust. 2 akapit drugi”.

Zatem również brokerzy i podmioty dokonujące profesjonalnego obrotu na rynku wtórnym uprawnień do emisji zostali objęci obowiązkami wynikającymi z rozporządzenia MAR. Ponadto ESMA wskazała, że dedykowane jednostki tradingowe w grupach kapitałowych powinny być traktowane tak samo, jak podmioty dokonujące obrotu w sposób profesjonalny, a zatem mieszczą się w definicji „uczestnika rynku uprawnień do emisji” stosownie do postanowień rozporządzenia MAR i objęte są obowiązkami publikacji informacji poufnych.

V. Kalendarium MAR

16 marca 2014 r. została zreformowana architektura regulacji mających na celu przeciwdziałanie nadużyciom na rynku kapitałowym. Aktualnie będzie miała ona charakter wielowarstwowy, składa się bowiem z:

- a) Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE - tzw. *MAR - Market Abuse Regulation* i aktów wykonawczych do niego;
- b) Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku – tzw. *MAD – Market Abuse Directive* wraz z przepisami prawa krajowego, które będą miały na celu jej implementację;
- c) standardów technicznych;
- d) wytycznych ESMA;
- e) tzw. przyjętych praktyk rynkowych wydawanych przez organy nadzoru poszczególnych państw członkowskich.

Wśród już opublikowanych projektów aktów wykonawczych do MAR znalazły się:

- a) projekt regulacyjnego standardu technicznego, opublikowany przez Komisję Europejską w związku z art. 4 MAR w dniu 7 marca 2016 r. (*with regard to regulatory technical standards for the content of notifications to be submitted to competent authorities and the compilation, publication and maintenance of the list of notifications*);
- b) projekt rozporządzenia delegowanego w związku z art. 20 (3) MAR, opublikowany przez Komisję Europejską 14 marca 2016 r. (*...technical arrangements for the categories of person referred to in Article 20(1), for objective presentation of investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy and for disclosure of particular interests or indications of conflicts of interest...*);
- c) projekt rozporządzenia delegowanego na potrzeby art. 16 MAR, opublikowany przez Komisję Europejską 20 marca 2016 r. określający rozwiązania, systemy oraz procedury dla operatorów rynku i firm inwestycyjnych w celu zapobiegania, wykrywania, a także monitorowania nadużyć na rynku finansowym;
- d) projekt wytycznych, opublikowanych w dniu 30 marca 2016 r. (*ESMA's guidelines on information expected or required to be disclosed on commodity derivatives markets or related spot markets under MAR*).

VI. Wpływ MAR na handel na rynku energii elektrycznej

MAR wszedł w życie z dniem 3 lipca 2016 r. rozporządzenie to rozszerza zakres definicji nadużyć rynkowych związanych z wykorzystywaniem informacji poufnych, manipulacją rynkiem oraz nieprawnym wykorzystaniem informacji nieupublicznych. Generalnie jakiegokolwiek nieuprawnione wykorzystanie informacji cenotwórczych, które nie zostały upublicznione będzie karalne – dyrektywa MAD II²⁰ przewiduje obowiązek wprowadzenia w prawie krajowym państw członkowskich UE sankcji karnych dla osób fizycznych i prawnych za naruszenia przewidziane w rozporządzeniu MAR.

MAR wymaga ustanowienia systemu zapobiegającego i wykrywającego tzw. *insider trading* – handel z wykorzystaniem informacji poufnych. Wszystkie podejrzane transakcje powinny być

²⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku, Dz.U. UE L 173/179 z dnia 12 czerwca 2014 r.

wykrywane niezwłocznie²¹. Istnieje wiele niedoprecyzowanych obszarów, jednak twórcy MAR nie zamierzają ich wyjaśniać, wskazując, że takie doprecyzowanie może ułatwić obejście regulacji. Bez wątplenia MAR będzie mieć znaczący wpływ na strategię tradingowe, szczególnie przeniesienie się handlu „na telefon” na giełdy i elektroniczne platformy handlowe. Zawieranie transakcji na rynku OTC za pomocą komunikacji głosowej (głównie telefonicznej) jest szczególnie ryzykowne w świetle MAR. Można przygotować niezbędne procedury i nałożyć środki kontrolne na zawieranie transakcji w ten sposób, ale nie można wyeliminować ryzyka nieuprawnionego ujawnienia informacji wewnętrznej w trakcie rozmowy. Ryzyko oskarżenia o nieuprawniony wpływ na cenę może także ograniczyć handel na mniej płynnych rynkach. Wszystko to sprawia, że MAR może mieć, w niedalekiej przyszłości, znacznie większy wpływ na handel na rynkach towarowych (ich digitalizację) niż MiFID II, która stanowi główne zagadnienie obecnie dyskutowane przez uczestników rynku energii.

MAR nakłada obowiązek upublicznienia informacji wewnętrznych przed zawarciem transakcji – zakaz dotyczy także usuwania zleceń (jednak podobne regulacje na rynku energii wprowadziło rozporządzenie REMIT). Przekazanie osobie trzeciej informacji wewnętrznej do wykorzystania jest także traktowane jako złamanie prawa. Wszelkie podejrzane transakcje powinny być raportowane do regulatora rynku finansowego. Niemniej jednak celem zabezpieczenia interesów uczestników rynku handlu uprawnieniami do emisji, w rozporządzeniu MAR wprowadzono możliwość opóźnienia podania do publicznej wiadomości informacji poufnej, a mianowicie, gdy zostaną spełnione łącznie następujące warunki:

- a) *niezwłoczne ujawnienie informacji mogłoby naruszyć prawnie uzasadnione interesy emitenta lub uczestnika rynku handlu uprawnieniami do emisji;*
- b) *opóźnienie podania do wiadomości informacji prawdopodobnie nie wprowadzi w błąd opinii publicznej;*
- c) *emitent lub uczestnik rynku uprawnieniami do emisji jest w stanie zapewnić poufność takich informacji.*

MAR przewiduje odstępstwo, pozwalające opóźnić upublicznienie informacji, jeżeli mogłyby negatywnie wpłynąć na działalność przedsiębiorstwa. Przykładowo, producent gazu ziemnego może odnotować nieplanowaną przerwę w działalności kopalni, co wymaga zakupu gazu na rynku w celu wywiązania się ze zobowiązań kontraktowych. Jeżeli taka informacja zostanie przedstawiona, to ceny na rynku zapewne wzrosną, co może narazić przedsiębiorstwo na straty. Przedsiębiorstwa energetyczne mają zatem nadzieję, że regulator pozwoli uzupełnić niedobory w portfelu przedsiębiorstwa (zneutralizować ryzyko rynkowe) przed upublicznieniem informacji o awarii. Jednakże taka sytuacja generuje ryzyko regulacyjne – brak obecnie jasności co do interpretacji możliwości stosowania takiego wyjątku. Dlatego też energetyka oczekuje od ESMA przygotowania listy akceptowalnych praktyk rynkowych, dozwolonych zachowań w reżymie MAR, nawet jeżeli stanowiłyby one odstępstwo od postanowień tego rozporządzenia. Jednakże, jak już wcześniej wspomniano, regulatorzy starają się uniknąć deklaracji prowadzącej do zawężającej interpretacji zakresu niedozwolonych praktyk.

²¹ Dowodem na wypełnienie obowiązku MAR jest także szkolenie personelu w zakresie wykorzystania i niedozwolonej wymiany informacji wrażliwych.

1. MAR a REMIT

Jednym z krytycznych zagadnień dla przedsiębiorstw energetycznych jest przedstawianie informacji wewnętrznych, które dotyczą rynku spot – zagadnienie to reguluje także rozporządzenie REMIT²².

Obrazując ten wyciek regulacji sytuacją z rynku gazu, przyjmijmy, iż dostawca powołuje się na klauzulę siły wyższej w kontrakcie. Jeżeli nie przekazał tej informacji rynkowi, powstaje problem czy w świetle MAR jego klienci mogą poszukiwać innych dostawców na rynku. Inny przykład dotyczy terminalu skroplonego gazu ziemnego²³. Jeżeli kilku przewoźników zdecyduje się zmienić w tym samym czasie terminal, redukując dostawy do określonego miejsca w systemie gazowniczym, może to na tym rynku zmienić poziom cen (ale też i w pozostałych punktach dostawy). Operator terminala LNG jest jedynym podmiotem, który może ocenić całościowy wpływ zaistniałej sytuacji na lokalny rynek gazu (spot i terminowy) i przedstawić tę informację jego uczestnikom. Czyli powstaje ryzyko u operatora takiego terminalu, że regulator rynku finansowego może oskarżyć go o nieupublicznienie informacji cenotwórczej lub o wadliwość dokonanego upublicznienia. Zatem w sytuacji wzbraniania się przez regulatorów przed jasną interpretacją przepisów MAR sektor energetyczny musi wypracować jasny podział odpowiedzialności w zakresie informowania rynku o zdarzeniach mających wpływ na cenę towarów i instrumentów finansowych.

Jest to zatem kluczowy z punktu widzenia energetyki problem wynikający z MAR: kto jest właścicielem (zobowiązanym do ujawnienia) informacji, która musi zostać upubliczniona. Jak widać na powyższych przykładach, nie zawsze jest to *trader*. Przedsiębiorstwa energetyczne muszą rozstrzygnąć to zagadnienie i odpowiednio dostosować swą strukturę organizacyjną i procedury w zakresie tradingu (w sektorze energetyki wymusił to REMIT).

MAR, podobnie jak REMIT, zabrania manipulowania rynkiem i rozszerza swe przepisy na rynek spot. Jest to rezultat wcześniejszych zdarzeń, kiedy traderzy, wpływając w nieuprawniony sposób na ceny na rynku spot, manipulowali cenami instrumentów pochodnych. Potencjalne nadużycia mogą także powstawać w handlu różnymi towarami, co musi zostać objęte w przedsiębiorstwach przez procedury kontrolne²⁴. Śledzenie w ramach tych procedur powinno dotyczyć nie tylko transakcji, lecz także zleceń i dotyczyć wszystkich rynków i portfeli, włączając zarówno transakcje głosowe, jak i na platformach elektronicznych oraz na giełdach. Czyli samo śledzenie poszczególnych portfeli czy działów handlowych nie będzie już wystarczające. Systemy informacyjne przedsiębiorstwa powinny umożliwiać inwigilację globalną handlu w całym przedsiębiorstwie²⁵. Przedsiębiorstwa energetyczne powinny zatem na początku zidentyfikować źródła ryzyka braku zgodności z MAR: *możliwości nieuprawnionego działania traderów/maklerów bazujących na informacji wewnętrznej, sposoby manipulowania rynkiem*, a potem wprowadzić niezbędne rozwiązania w zakresie compliance, wykluczające materializację tego ryzyka. Właściwy monitoring

²² W innych sektorach gospodarki zagadnienie to może również stanowić istotny problem; przykładowo: trader działający na rynku instrumentów finansowych w sektorze rolnym może posiadać informację, że jedno z państw eksporterów ograniczy zasadniczo eksport pszenicy, co przełoży się na wzrost cen; zgodnie z MAR nie jest jasne, czy może on wykorzystać tę informację czy też musi czekać, aż informacja ta zostanie oficjalnie upubliczniona; równocześnie nasuwa się pytanie, czy taka informacja jest prawdziwa, a zatem czy jej ujawnienie nie wprowadzi rynku w błąd.

²³ *Liquefied natural gas*, LNG.

²⁴ Ponownie: *wykrywanie i raportowanie podejrzanych zachowań*.

²⁵ Dostawcy systemów do analizy handlu odnotowują wzrastające zainteresowanie firm tradingowych i biur maklerskich swymi produktami w ciągu ostatniego roku.

handlu powinien pomóc zidentyfikować wszystkie zachowania, które mogą wskazywać na ryzyko nadużyć, chociażby w innym kontekście oceniane były jako nieszkodliwe.

2. Wpływ MAR na działalność przedsiębiorstw elektroenergetycznych na rynku praw do emisji dwutlenku węgla

W momencie wejścia w życie MiFID II prawa do emisji dwutlenku węgla – EUA/CER – staną się instrumentem finansowym, objętym również reżymem MAR, na co powinny się już dziś przygotować przedsiębiorstwa elektroenergetyczne. Ponownie pojawi się problem, dotyczący ustalenia co, wg regulatora, będzie informacją cenotwórczą na rynku EUA w Europie (tzw. EU ETS) oraz jakie podmioty będą zobligowane do ujawniania tych informacji.

Zgodnie z punktem 51 preambuły MAR uczestników rynku uprawnień do emisji powinny objąć wymagania podania informacji poufnych do wiadomości publicznej:

...wymóg podania informacji poufnych do wiadomości publicznej powinien dotyczyć uczestników rynku uprawnień do emisji. Aby uniknąć wymagania od rynku zgłaszania informacji, które nie są użyteczne, oraz aby zachować efektywność kosztową przewidzianego środka, konieczne wydaje się ograniczenie wpływu regulacyjnego tego wymogu jedynie do tych operatorów EU ETS, od których – ze względu na ich wielkość i działalność – można racjonalnie oczekiwać, że mogą mieć istotny wpływ na ceny uprawnień do emisji, na produkty sprzedawane na aukcjach na podstawie uprawnień do emisji lub na powiązane z nimi pochodne instrumenty finansowe i oferty składane na aukcjach zgodnie z rozporządzeniem (UE) nr 1031/2010. Do celów stosowania tego wyłączenia Komisja powinna przyjąć środki ustanawiające wartości minimalne w drodze aktu delegowanego. Informacje wymagające ujawnienia powinny dotyczyć rzeczywistej działalności podmiotu ujawniającego tę informację, a nie jej planów i strategii obrotu uprawnieniami do emisji, produktów sprzedawanych na aukcjach na podstawie uprawnień do emisji lub powiązanych pochodnych instrumentów finansowych. Jeżeli uczestnicy rynku uprawnień do emisji spełniają już równoważne wymogi dotyczące podawania informacji poufnych do wiadomości publicznej, w szczególności zgodnie z rozporządzeniem (UE) nr 1227/2011, obowiązek podania do wiadomości publicznej informacji poufnych dotyczących uprawnień do emisji nie powinien powodować obowiązku podwójnego ujawniania informacji o zasadniczo takiej samej treści. W przypadku uczestników rynku uprawnień do emisji o zbiorczych emisjach lub nominalnej mocy cieplnej mniejszej lub równej ustalonej wartości minimalnej, skoro informacje o ich rzeczywistej działalności uznaje się za nieistotne z punktu widzenia ujawniania, należy również uznać, że nie mają one istotnego wpływu na ceny uprawnień do emisji, na produkty sprzedawane na aukcjach na podstawie uprawnień do emisji lub na powiązane z nimi pochodne instrumenty finansowe. Tacy uczestnicy rynku uprawnień do emisji powinni jednak być objęci zakazem wykorzystywania informacji poufnych w odniesieniu do wszelkich innych informacji, do których mają dostęp i które stanowią informacje poufne...

Należy przyjąć, że konieczne będzie określenie progu emisji, którego przekroczenie będzie skutkowało objęciem obowiązkiem informowania o zmianach emisji. Obecnie wskazuje się, że koncerny emitujące ponad 6 mln t dwutlenku węgla rocznie i posiadające moc cieplną swych

aktywów powyżej 2.430 MW²⁶ będą objęte takim obowiązkiem (warunek ten spełnia większość polskich dużych koncernów elektroenergetycznych)²⁷. Ponieważ w art. 17(2) MAR zastosowano dla powyższych warunków łącznik „i” („and”), wydawało się, że jedynie łączne spełnienie obu warunków będzie kwalifikować do obowiązku upubliczniania informacji cenotwórczych. Jednak w lutym 2015 r. ESMA wskazała, że przekroczenie jednego z powyższych progów będzie kwalifikować do omawianego obowiązku²⁸. Podmioty niespełniające jednego z tych warunków nie będą musiały niczego upubliczniać w zakresie funkcjonowania swych aktywów produkcyjnych – chociaż nie powinno to wpływać na realizację obowiązków informacyjnych zgodnie z REMIT²⁹.

Natomiast w zakresie obowiązków informacyjnych nakładanych na instalacje produkcyjne, informacje wewnętrzne powinny dotyczyć wykorzystania mocy produkcyjnych, włączając w to planowane i nieplanowane odstawienia. Sprawozdawczość powinna dotyczyć głównie rzeczywistej produkcji, a nie strategii w zakresie tradingu na rynku praw do emisji czy instrumentów pochodnych. Równocześnie zwrócić należy uwagę, iż to właśnie informacje o fizycznej produkcji czy zapotrzebowaniu na prawa do emisji mogą przedstawić dane o strategii przedsiębiorstwa na rynku energii elektrycznej.

Ważne jest też wskazanie, że niektóre przedsiębiorstwa tradingowe będą również objęte obowiązkiem sprawozdawczości, jeżeli ich działalność jest bezpośrednio połączona z aktywami produkcyjnymi (np. stanowią element grupy kapitałowej realizujący zarządzanie portfelem i dostęp do rynku – *portfolio management* i *market access*), reprezentując grupę na EU ETS. Zatem na rynku emisji pojawią się dwie grupy przedsiębiorstw tradingowych:

- 1) objęte obowiązkiem MAR – reprezentujące grupy kapitałowe, rzeczywiście emitujące dwutlenek węgla i zużywające EUA (*portfolio management* i spekulacja);
- 2) poza reżymem MAR – handlujące EUA bez powiązania z jego zużyciem (czysta spekulacja).

Pierwsze szacunki ESMA wskazują, że obowiązek nakładany przez MAR w zakresie upubliczniania informacji z EU ETS dotyczyć będzie ok. 70 przedsiębiorstw odpowiedzialnych za ok. 70% emisji dwutlenku węgla na terenie UE. Bez wątpienia przedsiębiorstwa te będą musiały ponieść koszty dostosowania swych systemów informatycznych i informacyjnych do wypełnienia nowego obowiązku (*zbieranie i upublicznianie informacji*).

Istotne jest jednak podkreślenie, że próg kwalifikujący do upubliczniania informacji wewnętrznych o emisji CO₂ nie dotyczy instalacji, a przedsiębiorstw – właścicieli instalacji (obowiązki REMIT dotyczą instalacji). Pojawia się ponownie wątpliwość czy obowiązek ten powinien być kalkulowany osobno dla osób prawnych, czy może globalnie dla grup kapitałowych. MAR wskazuje na tzw. EAMP – *emission allowance market participant*, podczas gdy ESMA w swoich dokumentach

²⁶ Pierwsze propozycje ESMA dotyczyły mocy zainstalowanej 1.050 MW. ESMA wskazała jednak, że należy zwiększyć tę wartość do 2.430 MW i powiązać ją z emisją 6 mln t CO₂, która była już ujęta we wcześniejszej propozycji (wartość ta się nie zmieniła), zakładając emisję od 94,6 t CO₂/MWh do 1,1 t CO₂/MWh.

²⁷ Stosownie do projektów aktów wykonawczych do MAR, uczestnicy rynku uprawnień do emisji będą zobowiązani do podawania do wiadomości publicznej informacji poufnych w przypadku przekroczenia na poziomie spółki minimalnego progu:

a) 6 milionów ton ekwiwalentu dwutlenku węgla (CO₂) na rok,
b) 2430 MW nominalnej mocy cieplnej dostarczonej w paliwie.

Zob.: *Final Report ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation of 3 February 2015*, ESMA/2015/224.

²⁸ Chociaż interpretacja taka narusza klasyczną hierarchię wykładni tekstów prawnych nie jest ona pierwszym przypadkiem, gdy wykładni celowościowej zostaje dane pierwszeństwo nad wykładnią literalną przy interpretacji unijnych aktów prawnych.

²⁹ Przytoczona norma nie znajdzie natomiast zastosowania w momencie, gdy „...instalacje, które posiada, kontroluje lub za które jest odpowiedzialny jest uczestnik, nie przekroczyły w poprzednim roku minimalnego poziomu emisji dwutlenku węgla lub – którego nominalna moc cieplnej dostarczona w paliwie nie przekroczyła minimalnego poziomu, lub ich ekwiwalentu. Komisja Europejska została bowiem (w myśl art. 17 ust 2 w związku z art. 35 rozporządzenia MAR) uprawniona do określania poziomu ekwiwalentu dwutlenku węgla oraz (...) minimalnego poziomu nominalnej mocy cieplnej do stosowania zwolnienia...”; za: *EU Emissions* blog M. Głowackiego.

konsultacyjnych odnosiła się do pojęcia osoby prawnej (*company*), a nie grupy kapitałowej. EAMP to każdy podmiot, który zawiera transakcje na rynku EU ETS lub rynku instrumentów pochodnych, który nie korzysta ze zwolnienia w wyniku nieprzekroczenia progu nakładającego obowiązek sprawozdawczości.

Zagadnienie metody kalkulacji ma fundamentalne znaczenie dla funkcjonowania przedsiębiorstw elektroenergetycznych. Inny wynik kalkulacji uzyska się, jeżeli kalkulacja będzie realizowana dla instalacji, inny dla poziomu osób prawnych, a jeszcze inny dla grup kapitałowych, w ramach których może funkcjonować wiele osób prawnych produkujących energię elektryczną czy ciepło w różnych instalacjach.

W lutym 2015 r. ESMA jednoznacznie potwierdziła, że obowiązek sprawozdawczości powinien być określany dla progu kalkulowanego dla grupy kapitałowej. Rozwiązanie to ma na celu zapewnić zwiększenie transparentności informacji o sytuacji na rynku praw do emisji dwutlenku węgla dzięki wyeliminowaniu możliwości dostosowywania działalności poszczególnych instalacji czy osób prawnych w celu nieprzekroczenia progu nakładającego obowiązek sprawozdawczości.

Jak wskazywano powyżej, niektóre z informacji wewnętrznych, które muszą zostać upublicznione w reżymie MAR mogą pokrywać się z obowiązkami narzuconymi przez REMIT. Szczególnie dotyczy to producentów energii elektrycznej. Stąd koszty dostosowania infrastruktury do wypełnienia obowiązków mogą zostać ograniczone. Jednakże należy dokonać pewnego rozróżnienia pomiędzy wymogiem REMI i MAR:

- REMIT – obowiązek dotyczy upublicznienia informacji mających *istotny wpływ na ceny na rynku hurtowym*;
- MAR – obowiązek dotyczy upublicznienia informacji mających *znaczący wpływ na ceny*.

Stąd nie wszystkie informacje wewnętrzne w reżymie MAR odnośnie do EUA oraz instrumentów pochodnych dla EU ETS są objęte REMIT.

3. Upublicznienie informacji zgodnie z REMIT oraz MAR

Ponadto, ESMA wskazuje, że w przeciwieństwie do REMIT wykorzystanie stron internetowych podmiotu objętego MAR do upublicznienia informacji wewnętrznej nie spełnia warunku prawidłowego upublicznienia tej informacji zgodnie z MAR. Stąd ESMA proponuje, aby w takiej sytuacji wykorzystać jeden kanał przekazywania informacji wewnętrznej na rynek, który by spełniał wymogi obu rozporządzeń. Celem jest dotarcie do wszystkich zainteresowanych uczestników rynku w sposób umożliwiający im bierne pozyskanie upublicznianej informacji (rozpowszechnianie informacji i uniknięcie aktywnego poszukiwania informacji na rynku). Jeżeli sposób publikacji informacji wewnętrznej w reżymie REMIT spełnia ten warunek (*rozpowszechnianie*), to jest on także właściwy dla MAR³⁰. Oczywiście dostęp do informacji wewnętrznej dla podmiotów zewnętrznych nie powinien być związany z jakimikolwiek kosztami. Jeżeli nastąpi zmiana w zakresie upublicznionej informacji, należy ją traktować jako nową informację wewnętrzną i zgodnie z MAR ją

³⁰ Agencja ds. Współpracy Organów Regulacji Energetyki (ACER) wskazała, że informacje upubliczniane w reżymie REMIT powinny pozwolić ocenić wpływ zdarzenia na ceny EUA.

rozpowszechnić. Informacje upublicznione powinny być przechowywane na stronie internetowej przedsiębiorstwa przez pięć lat. Nie dotyczy to jednak przedsiębiorstw EAMP.

Przekazana informacja powinna być kompletna, zapewniająca szybką ocenę zaistniałej sytuacji oraz opublikowana niezwłocznie po zaistnieniu. Wszelkie publikacje powinny być publikowane w języku akceptowanym przez krajowego regulatora (w przypadku podmiotów zarejestrowanych na terytorium Polski będzie to język polski) i równocześnie język przyjęty w sferze międzynarodowych finansów, czyli język angielski³¹. Wymagane zatem będą jednoczesne publikacje w obu ww. językach.

VII. Uwagi końcowe

Newralgicznym elementem dotyczącym zastosowania Rozporządzenia MAR jest kwestia publikacji informacji poufnych dotyczących rynku uprawnień do emisji dwutlenku węgla (CO₂). Ważną kwestią wynikającą z preambuły rozporządzenia MAR jest fakt, iż uczestnicy rynku uprawnień do emisji będą podawać do wiadomości publicznej wyłącznie informacje o swoich emisjach, które stanowią informacje poufne i które „mogą mieć istotny wpływ na ceny uprawnień do emisji, na produkty sprzedawane na aukcjach na podstawie uprawnień do emisji lub na powiązane z nimi pochodne instrumenty finansowe i oferty składane na aukcjach zgodnie z rozporządzeniem (UE) nr 1031/2010”. Konieczne będą zatem każdorazowe analizy indywidualnych przypadków. Europejska Agencja Papierów Wartościowych i Giełd (ESMA) w dokumencie konsultacyjnym z 15 lipca 2014 r.³² wskazała, że podmioty obowiązane do publikacji informacji zgodnie z rozporządzeniem MAR muszą posiadać odpowiednie systemy i procedury.

Zakres wymagań publikacyjnych MAR tylko w nieznacznej części pokrywa się z systemem publikacji informacji wewnętrznych zgodnie z rozporządzeniem REMIT. W szczególności, zamieszczenie informacji poufnych podlegających reżimowi rozporządzenia MAR na stronie internetowej uczestnika rynku handlu emisjami nie zostanie uznane za wypełnienie obowiązku publikacyjnego MAR. W związku z tym regulator unijny zalecił uczestnikom rynku rozważenie zastosowania kanału publikacyjnego, który spełni równocześnie wymogi REMIT i MAR. Wskazano iż: „tylko platformy spełniające wymagania przewidziane w MAR oraz doprecyzowane w standardach technicznych do MAR dotyczące określenia środków technicznych właściwej publikacji będą uznane jako należyte wypełnienie obowiązku publikacyjnego MAR”.

Powyższe ponownie dowodzi, iż hurtowy rynek energii, kiedyś tak atrakcyjny dla jego uczestników, pozwalający dzięki swojej płynności pogodzić interesy zarówno spekulacyjne, jak i przedsiębiorstw zabezpieczających swoje pozycje wytwórcze lub sprzedażowe obecnie staje się rynkiem bardzo wymagającym w obszarze regulacyjnym, co pociąga za sobą znaczące koszty, które stają się istotną barierą wejścia na ten rynek, a także powodują wypychanie z tego rynku podmiotów słabszych kapitałowo, ale równocześnie bardziej otwartych na podejmowanie ryzyka. Rynek energii – rynek towarowy staje się powoli równie przejrzysty jak rynki finansowe, niemniej jednak traci on swoją atrakcyjność dla jego mniejszych uczestników, co absolutnie nie sprzyja rozwojowi konkurencji. Zatem nasuwa się pytanie, czy regulacje unijne osiągają zamierzony skutek?

³¹ Oczywiście po Brexit ponownie aktualne staną się pytania o język publikacji informacji poufnych.

³² Dokument konsultacyjny ESMA z 15 lipca 2014 r. – ESMA Consultation Paper Draft technical standards on the Market Abuse Regulation ESMA/2014/809.