

# Pád společnosti Moravia Energo – aneb jaká rizika jsou spjata s obchodováním s elektrickou energií

David Kučera, generální sekretář,  
Power Exchange Central Europe

## CO SE VLASTNĚ STALO?

Moravia Energo byla velmi aktivním obchodníkem na Power Exchange Central Europe, dříve Energetická burza Praha (dále jen PXE). Prostřednictvím PXE nakupovala významné množství elektrické energie, kterou současně prodávala konečným spotřebitelům. Obchod běžel velmi dobře až do léta roku 2008, Moravii se dařilo získávat nové zákazníky a postupně budovat poměrně značné portfolio kontraktů – podle veřejně dostupných informací se roční dodávka pohybovala okolo 2 TWh, tj. cca 3 % českého trhu. Obchod běžel velmi dobře až do léta roku 2008.

Moravia si pořídila značnou část elektrické energie na PXE za situace, kdy ceny stále pouze rostly, a každodenně tak inkasovala v souladu s pravidly vypořádání od PXE značné sumy v řádech stovek milionů korun. Obrat nastal v červenci 2008, kdy ceny elektrické energie začaly vzhledem k nastupující ekonomické recesi klesat. Společnost na tuto skutečnost nereagovala dostatečně rychle a dostala se do situace, kdy sama neměla prostředky na uhrazení svých závazků z obchodování a na její místo musela nastoupit příslušná clearingová banka. Vzhledem ke skutečnosti, že clearingová banka byla současně i bankou financující aktivitu Moravie, rozhodla se tato banka neřešit situaci okamžitým uzavřením pozic, nýbrž analyzovala různé varianty postupu.

Výsledkem těchto horečných snah bylo rozhodnutí o odchodu z PXE, uzavření otevřených pozic na burze a jejich znovuootevření pomocí bilaterálních kontraktů zajištěných bankovní garancí. Smyslem této operace bylo nalezení protistrany, která bude akceptovat za úplatu „převzetí“ burzovních kontraktů a tím rizika dané protistrany při nižší kvalitě finančního zajištění, než jaké vyžaduje burza. Předpokladem této operace bylo, že obchodní model Moravie je zdravý a že společnost má pouze problémy s momentál-

Na konci minulého roku a začátkem roku 2009 byla jednou z velmi sledovaných kauz situace ohledně finančních potíží společnosti Moravia Energo a jejího následného bankrotu. Jedná se o velmi zajímavý případ, který učebnicovým způsobem prezentuje veškerá rizika obchodu s elektrickou energií. Tato rizika podle mého názoru nejsou v České republice dostatečně známa a to často ani mezi odbornou veřejností či dokonce některými aktivními obchodníky. Myslím, že se jedná o aktuální téma a přivítal jsem nápad magazínu PRO-ENERGY se mu věnovat.

ním profinancováním svých závazků.

Zhruba tři měsíce po realizaci této transakce společnost Moravia Energo zbankrotovala. Proč se tak stalo? Byl obchodní model této společnosti opravdu tak silný, jak vždy tvrdilo její vedení? O pravých příčinách můžeme jen spekulovat – mohlo jít o chyby při uzavírání kontraktů, mohlo jít o zájem banky, která nevěřila ve zdraví společnosti a zachovala se vůči ní tak, aby minimalizovala rizika svých ztrát. Mohlo jít také o ekonomické zájmy vlastníků společnosti, kteří byli zároveň i odběrateli, a bankrot společnosti v této situaci pro ně znamenal nejlevnější variantu při nákupu elektřiny v okamžiku vyvážání se z kontraktů se společností Moravia Energo... a jistě lze vymyslet mnoho dalších důvodů či jejich kombinací. To je však již pole působnosti investigativní žurnalistiky, my se pojdme zaměřit na tento případ z hlediska risk managementu a pokusme se odhadnout chyby, které vedly k zániku společnosti. V této souvislosti se v tisku objevily spekulace, že se Moravia Energo dostala do potíží mimo jiné také vlivem nesprávně navrženého systému vypořádání na burze. Pojdme se tedy na tento případ podívat a začneme s trochou teorie.

## JAKÁ RIZIKA NA SEBE OBCHODNÍK S ELEKTRINOU BERE? JE BURZOVNÍ ZPŮSOB VYPOŘÁDÁNÍ SPRÁVNĚ NAVRŽEN?

Základní rizika, která podstupuje obchodník (ale i výrobce, dodavatel a dokonce i spotřebitel) s elektrickou energií jsou v zásadě tři: cenové riziko, objemové riziko a kreditní riziko.

**Cenové riziko** je každému zřejmé. Spočívá v tom, že si subjekt na trhu nakoupí (či prodá) elektrickou energii za účelem pozdějšího prodeje (resp. nákupu) – tzv. otevře pozici. Nezáleží na tom, zda-li se jedná o nákup na velkoobchodním trhu s následným prodejem spotřebitelům či o čistě spekulativní transakci. Dojde-li po této úvodní transakci z hlediska tohoto subjektu k nepříznivému cenovému vývoji, tj. cenovému poklesu (resp. růstu), bude toto pro obchodníka znamenat finanční ztrátu, protože nakoupený

(resp. prodaný) produkt není schopen uplatnit na trhu se ziskem.

**Objemové riziko** spočívá v tom, že se změnil objem dodávaného množství energie v průběhu od uzavření kontraktu do jeho dodávky. Obchodník s elektřinou se dostává do situace, kdy se mu část energie buď nedostává anebo přebývá a vybilancování vzniklé pozice pro něj může vyústit ve finanční ztrátu (ale teoreticky také zisk v závislosti na cenovém pohybu). K tomuto může dojít u opčních kontraktů, u dodávek konečným zákazníkům, u výrobců elektrické energie apod.

Cenové a objemové riziko je riziko obchodníka a ten je vědomě podstupuje výměnou za dosažení očekávaného zisku. Tato rizika je nutné řídit (=omezovat) tak, aby v případě výskytu jakýchkoliv neočekávaných negativních skutečností obchodník zrealizoval ztráty ve „stále ještě rozumné míře“ a tyto případné ztráty pro něj nebyly likvidační.

Oproti tomu **kreditní riziko** je riziko sehlání protistrany. Toto riziko se skládá ze dvou podkategorií: (1) rizika za nezaplacení dodané energie a (2) rizika za neplnění nasmlouvaných kontraktů (nedodání či neodebrání nasmlouvané elektrické energie). Zejména toto druhé riziko bývá velmi často podceňováno.

Pro ilustraci, o jakých částkách zde mluvíme, uvedu několik příkladů. Roční dodávka 5 MW (standardně obchodovaný výkon v rámci jedné transakce) v základním zatížení při ceně 50 EUR/MWh po 30 dnech dodávky (standardní fakturační období) odpovídá finanční hodnotě (kreditnímu riziku) 180 000 EUR (cca 4,7 mil. Kč), připočteme-li standardní platbu do 15 dnů je celková výše expozice 270 000 EUR (cca 7 mil. Kč).

Riziko z nesplněných nasmlouvaných kontraktů závisí na vývoji cen. Pro roční kontrakt 5 MW dodávky v základním zatížení v období před započtením jeho dodávky znamená pohyb ceny o 1 EUR/MWh kreditní riziko odpovídající částce 43 800 EUR (cca 1,1 mil. Kč). Takovouto ztrátu realizuje obchodník, bude-li muset uzavřít nový – náhradní kontrakt s jiným obchodním partnerem.

Zatímco se výše rizika za nezaplacení dodané energie dá velmi efektivně kontrolovat



– v krajním případě se ukončí dodávka a tato část kreditního rizika již dále neroste, riziko z nesplnění nasmouvaných kontraktů je při standardních bilaterálních obchodech poměrně těžko říditelné a může nekontrolovatelně růst v závislosti na cenovém vývoji.

Opět pro ilustraci - pokles cen za posledních 12 měsíců byl až 50 %, což na ročních kontraktech mohlo teoreticky činit ztrátu až 40 EUR/MWh, tj. na 5 MW (43,8 GWh) kontraktu teoretickou ztrátu až 1,75 mil. EUR (46 mil. Kč). Pro srovnání – spekulativní obchodníci uzavírají své pozice tehdy, dosáhnou-li zisku v řádu desítek centů na MWh. Zisk okolo 1 EUR/MWh je méně častý, zisky v objemu 3 EUR/MWh jsou výjimečné. Co z toho vyplývá? Jedna transakce, při které selže protistrana velmi snadno vymaže zisky mnohadenního snažení.

Jak jednotlivé společnosti řeší tuto problematiku? Různě. Některé velmi profesionálně, některé přivírají oči, protože „my energetici si přeci věříme...“, některé se spoléhají na rating a některé požadují bankovní garance po protistraně, pokud to obchodní vztah umožňuje. Často se stává, že obchodníková kreditní expozice vůči nějakému obchodnímu partnerovi nekontrolovatelně stoupne vlivem pohybu cen. Tato společnost pak není schopna svoji pozici vůči svému obchodnímu partnerovi dozajistit, protože buď nechce anebo už nemá potřebné finanční zdroje ani kreditní linky. Postižený obchodní partner má v takovém případě většinou smůlu,

protože nemá žádné prostředky, jak donutit protistranu k dozajištění svých závazků. Logickým vyústěním potom je pozastavení obchodování takové společnosti, aby se její expozice dále nezvyšovala. Má-li takovýto „hříšník“ problémů s obchodními partnery více, dostává se tímto do vážných provozních problémů, protože má značně limitované možnosti v řízení svého portfolia kontraktů.

Riziko kreditní expozice plně řeší burzovní mechanismus a to tak, že se každý den provádí přecenění portfolií jednotlivých účastníků obchodování a jednotlivé expozice se každý den nejen vyúčtují, ale i prostřednictvím clearingových bank zaplatí. Nemá-li někdo dostatek prostředků pro další obchodování/pokrytí svých závazků, clearingová banka má právo požádat burzu o ukončení obchodování pro daného obchodníka. V praxi to burza provede tak, že uzavře příslušné protiochody, aby výsledkem byl nulový závazek daného obchodníka odebírat či dodávat elektrickou energii. Vzhledem ke každodennímu finančnímu vypořádání lze tuto operaci provést s relativně minimálními dodatečnými ztrátami.

Výše popsaným způsobem fungují všechny standardní burzy, na kterých se obchoduje elektrická energie, ale fungují takto obecně všechny burzy obchodující futures na komodity či na jiné finanční instrumenty. PXE uplatňuje při vypořádání obchodů nejnovější poznatky a zkušenosti z mezinárodního obchodu a implementovaný systém nemá žád-

né podstatné odlišnosti od jinde používaných systémů. Mimochodem, na obchodování s futures na PXE dnes dohlíží Česká národní banka, od které PXE obdržela licenci tzv. regulovaného trhu a součástí licenčního řízení bylo také prozkoumání způsobu vypořádání obchodů na PXE.

Hlavní výhody burzovního mechanismu spočívají v jeho naprosté robustnosti (zajištění) a transparentnosti. Jednotliví účastníci obchodování nemusí řešit problémy spojené s kreditní expozicí realizovaných obchodů a management těchto firem má každodenně informaci z nezávislého zdroje – burzy, jak si daná firma při obchodování vede. Navíc burzovní systém agreguje kreditní expozici a po obchodníkovi je požadován pouze kapitál na pokrytí rizik z uzavřených kontraktů a za stávajících cen bez zbytečných rezerv na očekávaný cenový vývoj. Toto je výhoda oproti standardnímu bilaterálnímu obchodování, kde často po kapitálově slabších obchodnících bývají vyžadovány garance od různých obchodních partnerů v objemu vysoce přesahujícím stávající kreditní expozici a úroveň obchodních aktivit. Burzovní mechanismus je kapitálově méně náročnější než obchodování na bilaterální bázi při stejné úrovni zajištění a garance vypořádání obchodů.

Mezi hlavní „rizika“ pro jednotlivé účastníky burzovního obchodování patří „přísnost a nekompromisnost“ vůči všem účastníkům. Toto pociťují zejména výrobci a dodavatelé konečným spotřebitelům, kteří se rozhodnou svoji produkci umístit na burze či naopak nakupovat zde energii pro konečného spotřebitele. Takové subjekty se při burzovním obchodování mohou dostat do situace, kdy v případě nepříznivého cenového vývoje mohou být požadavky na profinancování jejich obchodních pozic značné. Takovouto situaci jsou pak schopny řešit společnosti buď kapitálově velmi silné anebo společnosti s velmi dobrým obchodním modelem a systémem řízení rizik.

### **BYL OBCHODNÍ MODEL SPOLEČNOSTI MORAVIA ENERGO OPAVDU SILNÝ?**

Možná skutečně byl, avšak jedno je podle mého názoru evidentní – risk management byl v této společnosti na nedostatečné úrovni. Je s podivem, že když společnost inkasovala stamilionové částky na svůj účet v době, kdy ceny šly nahoru, nebyla připravena na situaci, že ceny mohou klesat a bude třeba mít k dispozici obdobné částky na vypořádání závazků vůči PXE, respektive clearingové bance.

Řízení rizik nespočívá pouze v tom, že mám jako dodavatel nakoupené a zároveň prodané stejné množství energie s diverzifi-





kovaným počtem dodavatelů či odběratelů, popřípadě zajištěnými závazky u obchodních partnerů s menší kredibilitou, ale v komplexní znalosti ekonomického chování správaného portfolia kontraktů a jeho aktivním řízení. V případě dodávek konečným spotřebitelům podstupuje dodavatel zejména riziko změny objemu dodávky a v případě nákupu energie na burze také riziko pohybu cen.

V případě, že společnost nemá dostatek kapitálu na překlenutí nepříznivého cenového vývoje, musí začít včas s uzavíráním svých pozic, s čímž se současně omezují požadavky ze strany burzy na výši částek každodenního vypořádání. Budeme-li předpokládat, že portfolio dané společnosti je vybilancované, tj. že veškerá nakoupená energie byla prodána konečným zákazníkům, společnost při tomto řešení bude muset prodanou energii opětovně v budoucnu nakoupit a samozřejmě riskuje, že když ceny opět stoupnou, bude si muset dokoupit energii za vyšší cenu. Tím samozřejmě utrpí její ziskovost, avšak na tuto eventualitu mělo být pamatováno při uzavírání jednotlivých obchodních případů s konečnými spotřebiteli a zisková marže obchodníka musí mít rezervu pro nutnost k přistoupení k tomuto řešení.

Při dodávce energie konečným zákazníkům se navíc většinou nedá přesně dopředu určit, jak velká dodávka ve skutečnosti bude. Z mých diskuzí s obchodníky dodávajícími konečným zákazníkům vyplývá, že tato nejistota se běžně pohybuje mezi 5 až 10 % a nejsou výjimečné ani 15% výkyvy. Zjednodušeně shrnuto - čím menší portfolio zákazníků máte, tím máte větší nejistotu, protože máte menší šanci, že výkyvy ve spotřebě u jednotlivých zákazníků půjdou proti sobě a budou se navzájem offsetovat.

Ukažme si to opět na příkladě. Pokud je pravda, že Moravia měla portfolio zákazníků s očekávaným ročním objemem 2 TWh a předpokládáme, že tuto energii nakoupila v průměru za 60 EUR/MWh. Předpokládáme dále, že došlo k 14% poklesu v objemu dodávek (7% vlivem běžné nejistoty a 7% vlivem celkového poklesu poptávky) a že v 2. pololetí budou ceny krátkodobého trhu srovnatelné s 1. pololetím 2009, pak by celková roční ztráta Moravie Energo činila 5,6 milionů EUR. Pro srovnání kapitál společnosti byl zhruba 10 mil. EUR. Uvážíme-li, že společnost zřejmě měla s většinou zákazníků nasmlouvanou dodávku na dva roky, mohla výše její prozatím nere realizované, avšak naprosto reálné, ztráty převýšit výši základního jmění, což v žádném případě není standardní situace.

Uvedené předpoklady sice pravděpodobně přesně nereflktují specifickou situaci této společnosti na přelomu let 2008 a 2009, jsem si ale poměrně jist, že vystihují rozsah problémů, do kterých se Moravia Energo do-

stala. Situace, kdy se zdálo, že vše běží dobře, a že společnost již zvládla obchodní nejistoty pro nejbližší období, se může rychle při absenci adekvátního risk managementu, proměnit v situaci pro společnost likvidační. Cenový vývoj, kterého jsme byli svědky, je jistě výjimečný, ale je jen otázkou času, kdy se opět přihodí něco podobného.

Myslím, že společnost Moravia Energo lze s jistotou nadsázkou označit za „oběť“ finanční krize, na kterou tato společnost nebyla dobře připravena. Pro český trh s elektrickou energií a celkové konkurenční prostředí je pak zcela nepochybně škoda, že tato velmi aktivní společnost musela ukončit své aktivity.

### DÁVÁ SMYSL PRO VÝROBCE ČI DODAVATELE OBCHODOVAT NA BURZE, KDYŽ TO VYŽADUJE TAK NÁROČNÉ PROCESY NA ŘÍZENÍ TOHOTO PODNIKÁNÍ? NENÍ BURZA JEN VHODNÝ NÁSTROJ PRO SPEKULACE ČI HEDGINGOVÉ OPERACE?

Při odpovědi na tyto otázky mám samozřejmě určitý konflikt zájmů. Nicméně jsem naprosto přesvědčen, že burza je z hlediska risk managementu naprosto ideální nástroj pro spekulativní obchodování a pro hedgingové operace. Tento typ transakcí již v dnešní době převažuje nad kontrakty s typickou dodávkou od výrobce ke spotřebiteli. To ovšem vůbec neznamená, že burzovní obchody nejsou vhodné pro výrobce či dodavatele elektrické energie. Podle mého názoru naopak jejich význam poroste, a to zejména po implementaci finančních futures, které PXE připravuje.

Pokud se sektor energetiky chce nadále ubírat směrem liberalizace, očekával bych, že nastanou významné změny ve stylu obchodování, resp. prodávání elektrické energie konečným zákazníkům. Tuto změnu v obchodování vidím ve změně přístupu k alokaci rizika ke konečným zákazníkům. V současné době je typický dodavatel konečným zákazníkům vystaven kreditnímu riziku nákupu elektrické energie na straně jedné (a je jedno jestli tuto energii koupí na burze, mimoburzovním trhu či si ji sám vyrobí) a kreditnímu riziku zákazníka na straně druhé. Tato situace klade vysoké nároky na řízení rizika, jak již bylo popsáno výše, a v mnoha společnostech toto vyvolává diskusi, zda-li opravdu dává smysl nadále rozvíjet obchod orientovaný na konečné zákazníky a zda-li není lepší koncentrovat se pouze na velkoobchodní aktivity.

Domníváme se, že tyto úvahy jsou z určitého pohledu celkem oprávněné. Marže dodavatelů konečným zákazníkům dnes jasně neodpovídá výši rizika, které tyto společnosti podstupují – případ společnosti Moravia Energo je toho jenom důkazem. Pokud doda-

vatel a jeho zákazníkům dnešní způsob obchodování vyhovuje, pak by bylo asi rozumné očekávat nárůst marží dodavatelů konečným zákazníkům a tím i cen elektrické energie pro spotřebitele (spotřebitel by v tomto případě odměňoval dodavatele za vyšší riziko z titulu garantování ceny pro delší období). Pokud však bude stávající systém shledán nevyhovujícím, pak je alternativou přenesení rizik z cenového vývoje na zákazníky. V praxi by to potom znamenalo, že cena elektřiny pro spotřebitele bude těsněji spjata s aktuálním cenovým vývojem na krátkodobém velkoobchodním trhu - ad ultimum může jít až o účtování cen na základě každodenního výsledku obchodování na spotovém trhu. V takovém případě by ceny pro spotřebitele měly poklesnout, protože cenové riziko by spočívalo plně na spotřebitelích (což je vzhledem k neaktivitě většiny spotřebitelů již dnešní faktický stav) a objemové riziko by bylo také nesrovnatelně nižší. Dodavatel by mohl v tomto případě účtovat relativně nižší marži, protože by nesl podstatně nižší obchodní riziko.

Samozřejmě, mezi těmito dvěma krajními možnostmi existuje škála způsobů alokace rizika mezi dodavatele a spotřebitele a s tím adekvátní alokace ziskové marže pro dodavatele.

Tyto možnosti budou umocněny v okamžiku, kdy PXE zavede produkty s finančním vypořádáním. Zavedení těchto instrumentů umožní dodavatelům nabídnout širší spektrum nabízených tarifů a lze očekávat také aktivitu bankovních domů při nabídce finančních hedgingových nástrojů.

PXE usiluje o vybudování infrastruktury, která by tyto změny umožnila a doufáme, že se obchodníci nabídnuté příležitosti chopí.

## O AUTOROVÍ

**DAVID KUČERA** byl jmenován na post generálního sekretáře společnosti Power Exchange Central Europe (dřívější název Energetická burza Praha) na jaře 2007. S obchodováním s elektřinou má dlouholeté zkušenosti, které získal na postu finančního ředitele a člena představenstva švýcarské společnosti Atel Energy AG (původně Entrade AG), kde pracoval od května 2000, tj. prakticky od založení této společnosti. Před nástupem do Entrade/Atel Energy AG pracoval ve společnosti Patria Finance, a.s., v oddělení Corporate Finance. David Kučera je absolventem ČVUT – Fakulty elektrotechnické a Clemson University v USA, odkud si odnesl titul MBA.

Kontakt na autora: [kucera@pse.cz](mailto:kucera@pse.cz)