

Igor Styn

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

WYKORZYSTANIE TRANSAKCJI REPO NA RYNKU PRAW DO EMISJI GAZÓW CIEPLARNIANYCH DO ARBITRAŻU MIĘDZYRYNKOWEGO

Streszczenie: W artykule scharakteryzowano wykorzystanie transakcji repo i reverse repo na EUA – uprawnienia do emisji do powietrza gazów cieplarnianych występujące w europejskim systemie handlu emisjami EU ETS – do arbitrażu między rynkiem EUA a międzybankowym rynkiem depozytów w euro. Autor zanalizował dwie możliwe sytuacje – arbitraż typu *cash and carry* oraz typu *reverse cash and carry*. Warunki do drugiego rodzaju arbitrażu występowały na obu analizowanych rynkach w momencie pisania artykułu. Niestety użytkownicy instalacji emitujących gazy cieplarniane w Polsce wskutek niedopracowanych i niezgodnych z literą prawa Wspólnot Europejskich przepisów prawa polskiego napotykały wiele utrudnień w korzystaniu z taniego źródła dodatkowego finansowania, jakim jest arbitraż międzyrynkowy wykorzystujący EUA.

Słowa kluczowe: transakcje repo, transakcje reverse repo, emisja gazów cieplarnianych, handel emisjami.

1. Wprowadzenie. Sposoby nabywania uprawnień do emisji gazów cieplarnianych i zasady obrotu nimi

Celem artykułu jest przedstawienie transakcji repo, której przedmiotem są uprawnienia do emisji gazów cieplarnianych (zwanymi dalej: GHG) występujących w europejskim mechanizmie handlu emisjami (EUA) oraz ukazanie możliwości wykorzystania tego rodzaju transakcji do arbitrażu typu *carry trade* między rynkiem EUA a rynkiem pieniężnym, a także analiza możliwości zawierania tego typu transakcji przez podmioty gospodarcze mające siedzibę w Polsce.

Ratyfikowany przez Polskę i Wspólnoty Europejskie (zwane dalej: WE) protokół z Kioto przewiduje trzy sposoby nabywania uprawnień do GHG przez kraje (strony protokołu wymienione w załączniku I¹) oraz podmioty gospodarcze z tych krajów (zwane mechanizmami Kioto):

1) przez tzw. mechanizm czystego rozwoju (*Clean Development Mechanism*) (zwany dalej: CDM), wprowadzony przez art. 12 protokołu;

¹ Na koniec marca 2010 r. są to: UE, wszystkie kraje członkowskie UE, Szwajcaria, Chorwacja, Norwegia, Islandia, Białoruś, Ukraina, Rosja, Turcja, Kanada, USA, Japonia, Australia, Nowa Zelandia. Protokół z Kioto obowiązuje do końca 2012 r.

2) przez tzw. mechanizm wspólnych wdrożeń (*Joint Implementations*) (zwany dalej: JI), wprowadzony przez art. 6 protokołu;

3) przez mechanizm międzynarodowego handlu emisjami (*International Emissions Trade*) (zwany dalej: IET), wprowadzony przez art. 17 protokołu.

Mechanizm IET wprowadziła na powszechną skalę de facto jedynie Unia Europejska (zwana dalej: UE). Nazywa się on EU ETS (*European Union Emission Trade System*). System EU ETS aktualnie bazuje na dwóch podstawowych zasadach:

1) *cap and trade* (zasada administracyjnego przydziału uprawnień oraz wolnego obrotu nadwyżkami emisji przydzielonych nad rzeczywiście wykonanymi); oraz

2) zasadzie etapowego wdrażania w wieloletnich okresach rozliczeniowych (możliwość poszerzenia o GHG inne niż CO₂ i nowe sektory gospodarki).

EU ETS w II okresie rozliczeniowym (lata 2008-2012) jest oparty na zasadzie nieaukcyjnego przydziału uprawnień do emisji CO₂ na cały okres dla poszczególnych krajów członkowskich, które następnie rozdzielają je na poszczególne sektory gospodarki objęte IET, a na końcu na instalacje objęte mechanizmem, czyli zgłoszone Komisji. Przydzielone uprawnienia nazywają się EUA (*EU Allowances*). Przydział EUA dokonuje się co roku w ustalonej wielkości średniorocznej dla każdej instalacji (do 28 lutego danego roku), rozliczenie faktycznej emisji GHG za rok przydziału dokonuje się natomiast do 30 kwietnia następnego roku. W celu rozliczenia niedoboru EUA w stosunku do rzeczywistego poziomu emisji można użyć EUA z kolejnego roku przydziału (np. jeżeli nastąpił niedobór EUA w stosunku do emisji za 2008 r., to do jego rozliczenia można użyć EUA przydzielone na 2009 r.). Można też wystąpić do krajowego administratora ETS o zgodę na rozliczenie emisji za cały II okres rozliczeniowy na końcu okresu, czyli 30 kwietnia 2013 r., lub o przesunięcie rozliczenia na kolejne lata w okresie (co stwarza możliwość dowolnego układu rozliczeń w II okresie, np. po 3 latach, następnie po kolejnych 2 latach, ewentualnie po 2 latach, po kolejnych 2 latach i po roku na końcu okresu).

Przedsiębiorstwa posiadające wymienione instalacje mogą wykorzystać przydzielone EUA w dwojaki sposób:

1) do wypełnienia założonych celów redukcji emisji (rozliczając ją przez umarzanie EUA zdeponowanych na swoim rachunku w rejestrze prowadzonym przez krajowego administratora ETS); lub

2) do obrotu na wolnym rynku (w celu obniżenia efektywnego kosztu emisji CO₂ ponad przydział lub uzyskania dodatkowych przychodów z obrotu EUA).

Jednostka EUA odpowiada 1 Mg wyemitowanego CO₂ lub 1 Mg wyemitowanego równoważnika emisji CO₂ w przypadku innego GHG.

Mechanizm EU ETS został wprowadzony przez Dyrektywę 2003/87/WE i rozszerzony o mechanizmy CDM i JI przez tzw. „Dyrektywę łączącą” (Dyrektywa 2004/101/WE)². W polskim prawie pierwszą z nich wprowadzono Ustawą z dnia

² Opublikowane odpowiednio w: DzUrz UE L nr 275 z 25.10.2003, s. 32, oraz w: DzUrz UE L nr 338 z 13.11.2004, s. 18.

22 grudnia 2004 r. o handlu uprawnieniami do emisji do powietrza gazów cieplarnianych i innych substancji (zwaną dalej Ustawą I), a drugą Ustawą z dnia 17 lipca 2009 r. o systemie zarządzania emisjami gazów cieplarnianych i innych substancji (zwaną dalej Ustawą II)³.

W okresie rozliczeniowym 2008-2012 Komisja ograniczyła Polsce limit EUA do wysokości średniorocznie 200,97 mln Mg CO₂ z wnioskowanych 279,61 mln Mg CO₂, wskutek czego poszczególne sektory otrzymały o wiele mniej EUA, niż pierwotnie oczekiwały⁴.

W praktyce nie ma jednolitych zasad obrotu EUA. Prawa do EUA są przedmiotem obrotu w zorganizowanych systemach obrotu (głównie na europejskich giełdach energii elektrycznej, które otwarły w tym celu specjalistyczne rynki). Dominuje jednakże obrót w transakcjach dwustronnych, niewystandaryzowanych, w szczególności instrumentami finansowymi o bardziej skomplikowanej strukturze niż proste transakcje spot czy *future*, jak analizowana transakcja repo.

2. Charakterystyka analizowanej transakcji.

Warunki konieczne do zaistnienia arbitrażu międzyrynkowego

Klasyczne repo na EUA polega na tym, że firma (inicjator) posiadająca przyznane EUA (np. z sektora elektroenergetycznego, hutniczego czy produkcji cementu) zbywa kontrahentowi (najczęściej bankowi lub wyspecjalizowanemu funduszowi inwestycyjnemu) EUA w transakcji spot z przydziału np. na 2010 r. i jednocześnie nabywa taką samą ilość EUA w transakcji terminowej z późniejszą datą dostawy (np. w 2012 r.) po cenie rynkowej dla transakcji terminowej z dnia zawarcia umowy repo.

³ Opublikowane odpowiednio w: DzU 2004, nr 281, poz. 2784, oraz w: DzU 2009, nr 130, poz. 1070.

⁴ Dane dotyczące przydziałów EUA na początku II okresu rozliczeniowego zob. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 1 lipca 2008 r. w sprawie przyjęcia Krajowego Planu Rozdziału Uprawnień do emisji dwutlenku węgla na lata 2008-2012 dla wspólnotowego systemu handlu uprawnieniami do emisji. DzU nr 202, poz. 1248 (zwanego dalej: Rozporządzenie 1). Dane nt. wnioskowanych przydziałów przez Polskę w 2006 r. zob. Krajowy plan rozdziału uprawnień do emisji CO₂ na lata 2008-2012. Ministerstwo Środowiska, Warszawa 2006, www.kashue.pl/images/kpru/kpruii-28-06-06-final.pdf, 30.10.2010 (zwany dalej: KPRU). Wprawdzie Polska zaskarżyła decyzję Komisji o tak drastycznym obciążeniu wnioskowanych przydziałów i wygrała postępowanie przed Trybunałem w Strasburgu lecz dopiero 8.04.2010 r. rząd polski wysłał Komisji skorygowany KPRU 2008-2012 (przyjęty Rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 6 kwietnia 2010 r. w sprawie przyjęcia Krajowego Planu Rozdziału Uprawnień do emisji dwutlenku węgla na lata 2008-2012 dla wspólnotowego systemu handlu uprawnieniami do emisji (zwanym dalej: Rozporządzenie 2) http://ec.europa.eu/environment/climat/emission/pdf//pl_nap_part1.pdf, który został zaakceptowany bez zmian Decyzją Komisji z 19.04.2010 r. Według Rozporządzenia 2 rzeczywisty przydział uprawnień na instalacje w Polsce w 2008 r. wyniósł 200972 mln EUA, w 2009 r. 201958 mln EUA, na lata 2010-2012 wnioskowano natomiast średniorocznie po 202244 mln EUA. Należy zaznaczyć, że wnioskowane przydziały na lata 2010-2012 są poniżej szacowanego poziomu emisji GHG wynikającego z zakładanego poziomu produkcji instalacji emitujących GHG.

Generalnie na rynku EUA mamy do czynienia z *contango*, co jest normalnym zjawiskiem na rynkach towarowych wszędzie tam, gdzie przedmiotem obrotu jest towar trwały, niepsujący się, posiadający koszt przechowania i utraconych korzyści z alternatywnej formy inwestycji lub koszt kredytu (*cost of carry*). *Contango* to dodatnia różnica pomiędzy ceną towaru w transakcji forward a ceną w transakcji spot, przy czym im dalszy termin dostawy, tym wyższa cena, co odpowiada normalnemu kształtowi krzywej cen forward. Za sytuację wzorcową na rynku towarowym należy uznać taką, w której *contango* nie przekracza *cost of carry*. W sytuacji gdy rynek spodziewa się krótkoterminowych niedoborów towaru i jednocześnie uważa, że w dłuższym okresie popyt będzie w większym stopniu równoważył podaż, to może wystąpić zmniejszenie się *contango* lub przejście rynku w sytuację odwrotną, czyli *backwardation* (w której ceny terminowe są niższe niż ceny spot).

Od początku obrotu EUA w II okresie rozliczeniowym aż do połowy kwietnia 2010 r. na rynku EUA występuje *contango*. Ponieważ emisja GHG nie jest towarem fizycznie istniejącym, *cost of carry* to jedynie koszt alternatywny, za który przyjmuje się stopę zwrotu z lokaty na rynku depozytów międzybankowych lub koszt pożyczki, którą niekiedy trzeba zaciągnąć, by nabyć EUA. Ponieważ EUA notowane są w euro, we wzorcu umowy generalnej obrotu prawami do emisji (*Emissions Trade Master Agreement*, ETMA) przyjmuje się stopy EURIBOR dla depozytów o terminie zapadalności równym czasowi trwania repo. Takie też stopy procentowe służą do kalkulacji kosztu alternatywnego. Jeżeli czas trwania repo jest dłuższy niż rok lub gdy ma się do czynienia z odwróconą krzywą dochodowości na rynku depozytów w euro, to z reguły przyjmuje się założenie rolowania depozytów rocznych lub na krótsze terminy.

W analizowanej transakcji repo arbitraż pomiędzy rynkiem EUA a rynkiem depozytów międzybankowych jest możliwy wtedy, gdy różnica pomiędzy spreadem (traktowanym jako różnica między ceną terminową a ceną spot przy *contango* lub między ceną spot a ceną terminową przy *backwardation*) a *cost of carry* przewyższa marżę pośredników. Jeżeli spread jest odpowiednio niższy niż *cost of carry*, to mamy do czynienia z możliwością arbitrażu typu *cash and carry*, jeżeli spread jest odpowiednio wyższy od *cost of carry*, to można wykonać arbitraż odwrotny (*reverse cash and carry*).

Arbitraż *cash and carry* w wypadku analizowanej transakcji polega na sprzedaży EUA w kwietniu 2010 r. w transakcji spot, ulokowaniu uzyskanej kwoty na depozycie 31-miesięcznym (lub krótszym – wtedy roluje się lokatę w kolejnych miesiącach) i nabyciu za kapitał i uzyskane odsetki tej samej ilości EUA z datą realizacji w grudniu 2012 r. według ceny ustalonej na początku transakcji repo. Lokata jest oprocentowana według stawki EURIBOR dopasowanej do okresu jej trwania oraz terminowych stóp procentowych dla lokat w euro na rynku międzybankowym (przy rolowaniu lokat) lub według stopy swapowej *bid* interpolowanej z krzywej swapowej dla swapu stóp procentowych w euro. W praktyce na koniec transakcji rozliczeniu podlega jedynie różnica pomiędzy odsetkami od lokaty a spreadem. Różnica ta może

być wypłacona w dowolnym wcześniejszym terminie pomiędzy datą zawarcia transakcji spot w repo a datą rozliczenia transakcji terminowej w repo. *Cost of carry* w przypadku tego rodzaju arbitrażu stanowi oprocentowanie lokaty.

Arbitraż *reverse cash and carry* w wypadku analizowanej transakcji polega na pożyczce na 31 miesięcy kwoty w euro odpowiadającej cenie spot EUA, nabyciu tych EUA w transakcji spot, odsprzedaży kontrahentowi w ramach reverse repo tej samej ilości EUA z datą realizacji w grudniu 2012 r. według ceny ustalonej na początku transakcji i zwrotu pożyczki wraz z odsetkami. Pożyczka jest oprocentowana według stawki EURIBOR dopasowanej do okresu jej trwania oraz terminowych stóp procentowych dla lokat w euro na rynku międzybankowym (przy rolowaniu pożyczki) lub według stopy swapowej *offer* interpolowanej z krzywej swapowej dla swapu stóp procentowych w euro. W praktyce na koniec transakcji rozliczeniu podlega jedynie różnica pomiędzy odsetkami od pożyczki a spreadem. Różnica ta może być wypłacona w dowolnym wcześniejszym terminie pomiędzy datą zawarcia transakcji spot w reverse repo a datą rozliczenia transakcji terminowej w reverse repo. *Cost of carry* w wypadku tego rodzaju arbitrażu stanowi koszt pożyczki.

Z reguły kontrakty terminowe (zarówno future, jak i forward) na EUA mają jako datę zapadalności 15 grudnia roku dostawy i rozliczane są 5 dni roboczych po dacie zapadalności.

3. Przykład zastosowania transakcji repo i reverse repo na EUA do arbitrażu między rynkiem praw do emisji GHG a rynkiem depozytów międzybankowych

3.1. Arbitraż *cash and carry*

Przedsiębiorstwu ABC zostały przydzielone pozwolenia na emisję GHG w II okresie rozliczeniowym w wysokości 1 mln EUA średniorocznie. 15 kwietnia 2010 r. ceny kontraktów EUA kształtowały się następująco: cena spot 1 EUA = 13,96 euro, cena z dostawą: w grudniu 2010 = 14,13 euro, w grudniu 2011 = 14,57euro, w grudniu 2012 = 15,33 euro. Okres trwania ewentualnej transakcji repo wynosi 975 dni (między 15 kwietnia 2010 r. a 15 grudnia 2012 r.). Aby arbitraż *cash and carry* mógł dojść do skutku, oprocentowanie lokaty w okresie trwania transakcji repo powinno spełniać następujący warunek:

$$r > \left(1 + \frac{C_{EUA12} - C_{EUA10}}{C_{EUA10}} \right)^{\frac{365}{t_r}} - 1 + K_p \quad (1)$$

gdzie: r – oprocentowanie lokaty (p.a.),
 C_{EUA10} – cena 1 EUA w transakcji spot,

- C_{EUA12} – cena 1 EUA w transakcji forward z dostawą w grudniu 2012 r.,
 t_r – czas trwania transakcji repo w dniach (w analizowanym przykładzie 975 dni),
 K_p – koszty pośrednictwa (opłaty i prowizje narzucone przez pośredników, w tym *spread bid-offer*).

Po podstawieniu do formuły (1) i założeniu, że koszty pośrednictwa wyniosą 10 p.b., oprocentowanie lokaty powinno być większe niż 3,67% p.a. W warunkach rynkowych z 15 kwietnia 2010 r. nie było to możliwe (EURIBOR dla depozytów 12-miesięcznych wynosił 1,225%). Załóżmy jednak, że oprocentowanie lokaty wynosi 3,75%. Wtedy ze sprzedaży 1 mln EUA w transakcji spot (pierwsza „noga” repo) przedsiębiorstwo ABC uzyskałoby 13960000 euro, które następnie ulokowałoby na 975 dni po 3,75% p.a., z czego uzyskałoby 15402576,37 euro (lokata rolowana 15 grudnia 2010 r., następnie co roku aż do daty rozliczenia transakcji forward na EUA). Odkupienie EUA w transakcji forward (druga „noga” repo) rozliczanej w grudniu 2012 r. kosztowałoby firmę 15330000 euro. Różnica wynosi 72576,38 EUR i stanowi przychód przedsiębiorstwa ABC. Może być wypłacona w grudniu 2012 r. lub wcześniej jako wartość bieżąca różnicy, co ustalane jest w umowie.

3.2. Arbitraż *reverse cash and carry*

Aby arbitraż *reverse cash and carry* mógł dojść do skutku, oprocentowanie pożyczki w okresie trwania transakcji reverse repo powinno spełniać następujący warunek:

$$r < \left(1 + \frac{C_{EUA12} - C_{EUA10}}{C_{EUA10}} \right)^{\frac{365}{t_r}} - 1 - K_p \quad (2)$$

gdzie: r – efektywny koszt pożyczki,
pozostałe oznaczenia jak w formule (1).

Po podstawieniu do formuły (2) i założeniu, że koszty pośrednictwa wyniosą 10 p.b., oprocentowanie pożyczki powinno być niższe niż 3,47% p.a. Właśnie takie były warunki rynkowe z 15 kwietnia 2010 r. Załóżmy, że efektywne oprocentowanie pożyczki wynosi 1,75% p.a. Przedsiębiorstwo ABC pożycza 13 960 000 euro na 975 dni i zawiera transakcję reverse repo. Za pożyczone pieniądze kupuje 1 mln EUA w transakcji spot i jednocześnie odsprzedaje je w transakcji forward z datą dostawy w grudniu 2012 r. Otrzyma za nie w dniu rozliczenia transakcji reverse repo w grudniu 2012 r. 15 330 000 euro, z czego na spłatę pożyczki wyda 14 622 162,40 euro. Różnica wynosi 707 837,60 euro i stanowi przychód przedsiębiorstwa ABC. Może być wypłacona w grudniu 2012 r. lub wcześniej, jako wartość bieżąca różnicy.

Przy arbitrażu *reverse cash and carry* problemem jest długość okresu pożyczki, co zwiększa jej koszt oraz zmniejsza limit kredytowy dla analizowanego przedsiębiorstwa. Aby zminimalizować ryzyko kredytowe, można zamiast repo trwającego

975 dni zawrzeć transakcje repo 14-dniowe, które następnie są rolowane aż do rozliczenia transakcji w grudniu 2012 r. W analizowanym przypadku byłoby to 69 rolowanych transakcji 14-dniowych i ostatnia transakcja 9-dniowa.

Podsumowując, należy stwierdzić, że przy arbitrażu *cash and carry* zawierana jest transakcja repo na EUA, przy *reverse cash and carry* natomiast – reverse repo.

Zastanawiające jest to, że sytuacja opisana w punkcie 3.2 jako przykład arbitrażu *reverse cash and carry* jest oparta na danych rynkowych, czyli wystąpiła w rzeczywistości, i to na długo przed 15 kwietnia 2010 r. Ponieważ rynek praw do emisji GHG jest o wiele mniejszy niż międzybankowy rynek depozytów w euro, taka możliwość arbitrażu powinna w krótkim czasie podnieść ceny spot i obniżyć ceny forward EUA, spłaszczając krzywą terminową cen EUA i czyniąc ją podobną do krzywej terminowej stóp EURIBOR. Tak się jednak nie dzieje. Być może jednym z wyjaśnień jest ciągle słaba znajomość możliwości inwestycyjnych wśród posiadaczy EUA, czyli przedsiębiorstw przemysłowych, które preferują proste techniki zabezpieczenia braków EUA nabywaniem ich w transakcjach forward lub sprzedaży posiadanych nadwyżek na rynku spot. Przyczyną nie powinno być także to, że po spadku produkcji (czyli także emisji GHG) w początkowej fazie II okresu rozliczeniowego (lata 2008-2009) spowodowanej światowym kryzysem gospodarczym główni emitenci oczekują wzrostu koniunktury w latach 2011-2012, a co za tym idzie, wzrostu popytu na EUA w celu rozliczenia zwiększonej emisji GHG. Utrzymujące się warunki do realizacji arbitrażu *reverse cash and carry* powinny spowodować, że pod koniec II okresu rozliczeniowego w grudniu 2012 r. powinna pojawić się duża podaż EUA z transakcji reverse repo, która powinna przynajmniej w części równoważyć oczekiwany wzrost popytu, czyli stabilizować cenę forward EUA na poziomie uniemożliwiającym arbitraż.

4. Możliwości zawierania transakcji repo EUA przez podmioty gospodarcze prowadzące instalacje emitujące GHG w Polsce

Wobec wejścia w spór polskiego rządu z Komisją Europejską na temat zbyt niskiego przydziału EUA dla Polski przydział Polsce EUA i dalej przydział ich na konta poszczególnych instalacji prowadzone przez krajowego administratora systemu handlu uprawnieniami do emisji GHG (zwanego dalej: KASHUE) nastąpił dopiero na początku marca 2009 r. W związku z tym wszelkie transakcje na EUA podmioty gospodarcze mające siedzibę w Polsce mogły realizować od 11 marca 2009 r., kiedy to jedna z platform handlu energią elektryczną w Polsce (poee) otworzyła połączenie swoich systemów handlowych z systemami giełd Nord Pool (Skandynawia) oraz EEX (Niemcy), umożliwiając m.in. zawieranie transakcji spot oraz forward na EUA.

Kolejną kwestią istotną z punktu widzenia możliwości przeprowadzania transakcji repo lub reverse repo przez podmioty gospodarcze prowadzące instalacje emitujące GHG w Polsce jest możliwość:

1) przenoszenia praw z otrzymanych EUA w ramach EU ETS i dopuszczalna forma przenoszenia tych praw;

2) wykorzystania przyznanego EUA w danym roku okresu rozliczeniowego do rozliczenia emisji w następnych latach tego okresu (tzw. możliwość przenoszenia EUA pomiędzy poszczególnymi latami okresu rozliczeniowego);

3) wykorzystywania EUA z następnych lat do rozliczania emisji za lata poprzednie w danym okresie rozliczeniowym (tzw. „pożyczanie” EUA z kolejnych lat okresu).

Treść art. 24 Ustawy I zezwala na „wykorzystanie lub sprzedaż” otrzymanych EUA przez podmiot prowadzący instalację, przy czym sprzedaż może nastąpić po uzyskaniu zezwolenia⁵. Precyzyjniej jest to określone w art. 26 ust. 1, w którym ustawodawca stwierdził, że „przyznane dla instalacji uprawnienia do emisji na dany rok okresu rozliczeniowego mogą być:

1) wykorzystane na własne potrzeby prowadzącego instalację, odpowiadające rzeczywistej emisji danej substancji do powietrza;

2) sprzedawane;

3) wykorzystane w następnych latach okresu rozliczeniowego lub w następnym okresie rozliczeniowym”⁶,

przy czym w przypadku sprzedaży EUA obowiązują przepisy k.c. Utrudnia to obrót EUA z podmiotami typu banki czy fundusze inwestycyjne, które z reguły chcą zawierać umowy oparte na prawie kraju swojej siedziby. Nie ma ograniczeń co do osobowości prawnej kontrahenta, jeżeli ma siedzibę lub adres zamieszkania w kraju członkowskim UE lub kraju, który podpisał protokół z Kioto.

Art. 47 Ustawy I określa procedurę postępowania administracyjnego w przypadku, gdy emisja GHG objętych ustawą przekracza w danym roku limit EUA otrzymanych na ten rok do jej rozliczenia. Artykuł ten stanowi, że na wniosek prowadzącego instalację minister środowiska po zasięgnięciu opinii KASHUE może wyrazić zgodę na pokrycie różnicy EUA z kolejnego roku w danym okresie rozliczeniowym pod warunkiem, że wnioskodawca albo odpowiednio zmniejszy emisję, albo dokupi brakujące EUA w roku następnym. Do czasu wywiązania się z powyższego zobowiązania lub uiszczenia kary za przekroczenie pułapu emisji GHG wnioskodawca nie może sprzedać EUA z przydziału na następny rok.

W literaturze nie ma jednolitego stanowiska na temat tego, czy wymieniona w art. 26 ust. 1 Ustawy I lista sposobów rozporządzania EUA przez prowadzących instalacje jest listą zamkniętą, czy też otwartą⁷. Zakładając, że jest to lista zamknięta, oraz biorąc pod uwagę zapis art. 47 Ustawy I, należy stwierdzić, że podmiot prowadzący instalację może albo sprzedać posiadane nadwyżki EUA, albo nabyć EUA –

⁵ Nie bardzo wiadomo, o jakie zezwolenie tutaj chodzi. Najprawdopodobniej o zezwolenie na prowadzenie instalacji emitującej GHG i na emisję GHG, lecz nie wynika to wprost z Ustawy I.

⁶ DzU 2004, nr 281, poz. 2784, z późn. zm.

⁷ Por. np. [Głowacki, b.d.w.]; Głowacki stoi na stanowisku, że Ustawa I nie wyklucza innych niż sprzedaż umów cywilnoprawnych w zakresie rozporządzeń EUA.

ale tylko w przypadku, gdy przekroczył pułap emisji GHG i musi pokryć różnicę pomiędzy emisją rzeczywistą a przyznaną (w postaci rocznego przydziału EUA). W takiej sytuacji możliwa byłaby realizacja jedynie transakcji repo o okresie trwania maksymalnie do 10 miesięcy (od 28 lutego – przyznanie uprawnień na dany rok – do 31 grudnia – rozliczenie emisji za dany rok). Gdy jednak uznamy, że nie było intencją ustawodawcy ograniczanie obrotu prawnego EUA⁸, to zawieranie transakcji repo i reverse repo na EUA będzie możliwe, i to zarówno w postaci klasycznej (jako sprzedaż spot i odkupienie w transakcji forward EUA przy repo lub jako kupno spot i odsprzedaż w transakcji forward EUA przy reverse repo), jak i w postaci lokaty lub pożyczki zabezpieczonej zastawem na prawach z EUA.

W każdym bądź razie zgodnie z Ustawą I podmioty prowadzące instalacje emitujące GHG w Polsce powinny używać do transakcji typu repo lub reverse repo jedynie EUA niewykorzystanych w danym roku lub tych, które uważają za nadwyżkowe wobec szacowanych poziomów realnej emisji GHG w przyszłych latach okresu rozliczeniowego, co przy oczekiwanym globalnym wzroście produkcji, w tym w Polsce, raczej zniechęci przedsiębiorstwa posiadające instalacje w Polsce do zawierania tego typu transakcji. Jedynym wyjściem z sytuacji jest tzw. „grupowanie” instalacji przez prowadzących instalacje jednego rodzaju za zgodą ministra środowiska (np. przez różne koncerny energetyczne, które same posiadają z reguły po kilka instalacji) i ustanowienie wspólnego zarządcy emisjami GHG, na co zezwala art. 31 Ustawy I, w celu wspólnego rozliczania posiadanych EUA (tzw. *pooling* EUA).

Wiele przedsiębiorstw posiadających instalacje (głównie z branży energetycznej) podlega przepisom Ustawy z 29 stycznia 2004 r. Prawo zamówień publicznych⁹ (zwanej dalej: PZP). Od 24 października 2008 r. PZP nie stosuje się do „dostawy uprawnień do emisji do powietrza gazów cieplarnianych i innych substancji [...] w rozumieniu przepisów o handlu uprawnieniami do emisji do powietrza gazów cieplarnianych i innych substancji”¹⁰, przy czym jako dostawę na gruncie PZP należy rozumieć także nabywanie praw, w szczególności na podstawie umowy sprzedaży, dostawy, najmu, dzierżawy oraz leasingu¹¹. Taki zapis umożliwi zawieranie transakcji kupna EUA jako części transakcji repo lub reverse repo.

Z punktu widzenia podatkowego (CIT) istotne jest, jaką formę przybierze repo lub reverse repo na EUA. Jeżeli będzie to transakcja sprzedaży i odkupu w późniejszym terminie (repo), to istnieje ryzyko, że przy transakcji sprzedaży jako przychód zostanie rozpoznana cała uzyskana cena sprzedaży pomniejszona o opłaty należne KASHUE, jeżeli podmiot sprzedający EUA uzyskał je w postaci przydziału, czyli bez kosztów nabycia EUA na rynku, co czyni transakcję repo nieopłacalną. W wy-

⁸ Co wynika chociażby z uzasadnienia do projektu Ustawy I lub z treści przepisów Dyrektywy 2003/87/WE, w której mowa jest o przeniesieniu, zbyciu praw (*transfer of rights*), czyli pojęciu szerszym, niż sprzedaż.

⁹ Tj. DzU 2007, nr 223, poz. 1655, z późn. zm.

¹⁰ Zob. art. 4, pkt 3, lit. k PZP.

¹¹ Zob. art. 2, pkt 2 PZP.

padku reverse repo można uniknąć takiej kwalifikacji przychodu (przy transakcji sprzedaży zamykającej reverse repo), jeżeli udowodni się, że sprzedawane są EUA wcześniej nabyte i niewykorzystane do rozliczenia emisji GHG w czasie trwania reverse repo, czyli niepochodzące z przydziału, np. na 2012 r.

Z powyższych uwag wynika, że jedynym opłacalnym sposobem rozporządzania EUA przez podmioty prowadzące instalacje w Polsce w formie zbliżonej do repo lub reverse repo jest lokata lub pożyczka zabezpieczona prawami z EUA, względnie dzierżawa praw z EUA. Wtedy jako przychód będzie rozpoznana, określona w punkcie 3 artykułu, różnica wypłacana inicjatorowi transakcji przez kontrahenta, i to w momencie jej otrzymania (czyli zgodnie z ekonomicznym sensem transakcji). Ponieważ jednak czytane literalnie przepisy Ustawy I ograniczają sposoby rozporządzania prawami do emisji GHG, należy wystąpić do właściwego urzędu skarbowego o wiążącą interpretację, jak podejdzie on do kwestii rozpoznania przychodu.

5. Podsumowanie

Jedną z możliwości zastosowania arbitrażu międzyrynkowego jest wykorzystanie transakcji repo lub reverse repo na EUA do arbitrażu *typu cash and carry* lub *reverse cash and carry*. Nie jest to jedynie teoretyczna możliwość. Przedsiębiorstwa zarządzające instalacjami przemysłowymi emitującymi GHG mogą korzystać z arbitrażu, a przynajmniej mogły w I połowie kwietnia 2010 r., gdy istniały idealne wręcz warunki do arbitrażu *reverse cash and carry*.

Kwestią istotną, którą należy zbadać, jest odpowiedź na pytanie, dlaczego warunki korzystne dla dokonywania arbitrażu między EU ETS (konkretnie rynkiem EUA) a międzybankowym rynkiem depozytów w euro utrzymują się przez stosunkowo długi okres czasu. Jest to interesujące tym bardziej, że głównymi inwestorami aktywnymi na obu rynkach są banki komercyjne lub podmioty od nich zależne.

Analizując polskie regulacje prawne, należy stwierdzić, że wskutek niedbałości ustawodawcy i zapewne niezrozumienia wagi problemu¹² uchwalona została Ustawa I w treści obowiązującej na 15 kwietnia 2010 r. Jest ona w dużej mierze bublek prawnym i znacznie utrudnia swobodę obrotu EUA dla największych emitentów GHG w Polsce¹³. Jej przepisy – traktowane literalnie – uniemożliwiają realizację transakcji repo i reverse repo.

¹² Potencjalny wzrost cen EUA w krótkim czasie albo przełoży się bezpośrednio na wzrost cen energii elektrycznej dla odbiorców końcowych, albo – gdy nie nastąpi wzrost cen – spowoduje spadek produkcji energii elektrycznej i spadek wartości rynkowej koncernów elektroenergetycznych. Jako efekt uboczny może wystąpić przenoszenie energochłonnych gałęzi produkcji poza UE, w tym poza Polskę, co w naszym przypadku istotnie ograniczy rynek pracy.

¹³ Ciekawe jest to, że istniał gotowy projekt nowej ustawy o instrumentach wspomagających redukcję emisji do powietrza gazów cieplarnianych i innych substancji (zob. Sejm RP V Kadencji, nr druku: 1791), liberalizującej m.in. obrót EUA i dostosowującej go do litery Dyrektywy 2003/87/WE, lecz w Sejmie RP VI kadencji z niezrozumiałych przyczyn zaniechano prac nad tą ustawą.

Literatura

- Dyrektywa 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 13 października 2003 r. ustanawiająca system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych we Wspólnocie oraz zmieniająca Dyrektywę Rady 96/61/WE, DzUrz UE L nr 275 z 25.10.2003, s. 32
- Krajowy plan rozdziału uprawnień do emisji CO₂ na lata 2008-2012. Ministerstwo Środowiska, Warszawa 2006 www.kashue.pl/images/kpru/kpruii-28-06-06-final.pdf, 30.11.2010.
- Głowacki M., *Obowiązująca ustawa o emisjach CO₂ – niestety z licznymi błędami*, b.d.w. i b.m.w. (artykuł w posiadaniu autora).
- Projekt nowej ustawy o instrumentach wspomagających redukcję emisji do powietrza gazów cieplarnianych i innych substancji, Sejm RP V Kadencji, nr druku: 1791.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 1 lipca 2008 r. w sprawie przyjęcia Krajowego Planu Rozdziału Uprawnień do emisji dwutlenku węgla na lata 2008-2012 dla wspólnotowego systemu handlu uprawnieniami do emisji. DzU nr 202, poz. 1248.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 6 kwietnia 2010 r. w sprawie przyjęcia Krajowego Planu Rozdziału Uprawnień do emisji dwutlenku węgla na lata 2008-2012 dla wspólnotowego systemu handlu uprawnieniami do emisji, http://ec.europa.eu/environment/climat/emission/pdf/pl_nap_part1.pdf, 30.11.2010.
- Ustawa z dnia 22 grudnia 2004 r. o handlu uprawnieniami do emisji do powietrza gazów cieplarnianych i innych substancji, DzU 2004, nr 281, poz. 2784, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 r. Prawo zamówień publicznych, tj. DzU 2007, nr 223, poz. 1655, z późn. zm.

USE OF REPO TYPE TRANSACTIONS ON GREENHOUSE GASES EMISSION ALLOWANCES MARKET FOR INTER-MARKET ARBITRAGE

Summary: In this paper the author describes the use of EUA 2010-2012 repo and reverse repo for cash and carry and reverse cash and carry arbitrage between EUA market and interbank deposit market in euro. He analyses market conditions for both kinds of inter-market arbitrage and has found that during the work on the paper there were very profitable conditions to make a reverse cash and carry arbitrage. He also analyzes Polish legal conditions for making deals such as repo or reverse repo with the use of EUAs and has found them very uncomfortable because of restrictive and unnecessary regulations.