

OTC KERESKEDÉSI FELÜLETEK ELŐNYEI ÉS HÁTRÁNYAI AZ EMISSZIÓ-KERESKEDELEMBEN

FOGARASSY CSABA¹ – LUKÁCS ÁKOS¹ – KENYERES VIKTÓRIA¹

Összefoglalás:

Az EU Emisszió Kereskedelmi Rendszere (EU ETS) meglehetősen ellentmondásosan fejlődött a 2008-2012 közötti periódus éveiben, mivel a termeléshez kapcsolt emissziós kvóták és a termelési kibocsátások nem voltak egymásra releváns hatással. Ez kiemelkedően jellemző volt az EU-hoz újonnan csatlakozott, volt szocialista országokban, mivel azt a sajátos helyzetet eredményezte, hogy a tagországok több emissziós kvótával rendelkeztek, mint amennyit felhasználtak. Az EU ETS megpróbálta ezt az ellentmondást a kvótarendszer módosításával javítani, de mire valóban érzékelhető lett volna a bevezetett módosító intézkedések hatása, a pénzügyi válság 2008-ban felülírta a kialakulóban lévő folyamatok érvényre jutását. A ma jellemző gazdasági aktivitás mellett nem jelenthető ki, hogy az emisszió-kereskedelmi piacon - amely lehet a klasszikus tőzsdei platformon, vagy azon kívül megvalósuló (OTC - over the counter) - nagyobb stratégiai mozgások lennének megfigyelhetők, de néhány piaci szereplő éppen ezt a helyzetet, a nyomott árakat kihasználva lépett jelentőset előre. Az OTC kereskedés lehetősége, azaz az emissziós piaci termékek tőzsdén kívüli kereskedelme, az elmúlt években rendkívül megnövelte a CO₂ kereskedelmi folyamatokba bekapcsolódó szereplők számát. A viszonylag könnyű kereskedés jelentős piaci mozgásokat és a megszokottnál nagyobb számú spekuláns belépését jelentette az emisszió-kereskedelem alrendszeribe. Az elmúlt évek tapasztalatai alapján kijelenthetjük, hogy az OTC piacok rendkívül jelentős hatással voltak az emisszió-kereskedelem termékeinek piaci bevezetésére, azonban a hiánytalan teljesítés, a pénzügyi jóállás érdekében, az emisszió-kereskedelem piaci felületeinek is szükségszerűen (részben vagy egészben) kapcsolódniuk kell a kockázatesökkentő klasszikus piaci instrumentumokhoz, az árutőzsdékhez.

Kulcsszavak:

OTC, emisszió-kereskedelem, EU ETS, Kyoto, CO_{2e} market, BÉT

Keywords: OTC, emission trading, EU ETS, Kyoto, CO_{2e} market, BUX

Bevezetés

A Kyotói Szerződés, az éghajlatváltozásról szóló New York-i Keretegyezmény jegyzőkönyve 2005. február 16-án lépett hatályba az Amerikai Egyesült Államok és Ausztrália támogatása nélkül. Ebben a fejlett országok vállalták, hogy (1990-et tekintve bázisévnek) 2012-ig legalább 5,2 %-kal csökkentik az üvegházhatású gázok (ÜHG) kibocsátását. Ezen belül az egyes országok eltérő számokat, az Európai Unió régi tizenöt tagállama (EU-15) 8%-os csökkentést vállalt, míg hazánk 6%-ot. A Szerződést Magyarországon az 2007. évi IV. törvény hirdette ki. 2007. december 3-án Balin Ausztrália is ratifikálta a Szerződést. A Kiotói Szerződés keretein belül az Európai Unió a fejlesztési programok megvalósíthatósága érdekében megállapodást kötött, hogy a buborékpolitika elvén, az Európai Unió területén egységes emisszió csökkentési programot valósít meg, melynek során teljesíti a Kyotói vállalásokat, és alkalmazza a Kyotói Mechanizmusokat is a Linking Irányelv alapján. Az európai emisszió-kereskedelmi rendszert EU Emissions Trading Scheme-nek (EU ETS) nevezték el, és 2005. január 1-től kezdte meg működését, mely jelenleg a világ legnagyobb emisszió-kereskedelmi rendszereként van nyilvántartva.

Az USA ugyan nem ratifikálta a Kiotói Szerződést, de mégsem mondhatjuk, hogy lemaradt volna az emisszió-kereskedelmi rendszerek kiépítésében. Már 2003-ban a Chicagói Klímátőzsde (Chicago Climate Exchange - CCX) volt a világ első és Észak-Amerika egyetlen jogilag kötelező érvényű szabályokra épülő, az üvegházhatású gázok (ÜHG) kibocsátási

¹ Szent István Egyetem/Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar /Klímagazdasági Elemző- és Kutatóközpont

engedélyeinek piaci kereskedelmi rendszere, amely mind a hat üvegházhatású gáz piaci elszámolására alkalmas. A CCX-en keresztül megvalósuló ÜHG kibocsátás csökkentés az egyetlen olyan csökkentési rendszer Észak-Amerikában, mely jogilag kötelező érvényű és betartandó szabályokon alapul, független, külső hitelesítéssel működik, melyet a NASD (Értékpapír-kereskedők Nemzeti Szövetsége) szolgáltat és transzparens árakat hirdet (Fogarassy, 2009). Az előbbieken említett két, egymással össze nem kapcsolódó emisszió-kereskedelmi rendszer tehát egymástól függetlenül, a rendszerek egymásra hatása nélkül fejlődött az elmúlt években.

Az aktívan működő EU ETS meglehetősen ellentmondásosan fejlődött a 2008-2012 közötti periódus éveiben, mivel az emissziós kvóták és a termelési kibocsátások nem voltak egymásra releváns hatással. Ez kiemelkedően jellemző volt az EU-hoz újonnan csatlakozott volt szocialista országok esetében. Az EU ETS megpróbálta ezt a helyzetet a kvótarendszer módosításával javítani, de mire valóban érzékelhető lett volna a bevezetett módosító intézkedések hatása, a pénzügyi válság 2008-ban felülírta a kialakulóban lévő folyamatok érvényre jutását (Carbon Funds, 2010). A jelenleg tapasztalható, csekély gazdasági aktivitás mellett nem mondhatjuk, hogy az emisszió-kereskedelmi piacon nagyobb stratégiai mozgások lennének megfigyelhetőek, de néhány piaci szereplő éppen ezt a helyzetet, nyomott árakat kihasználva lépett jelentőset a karbonpiacon. Stratégiai bevásárlásokat, vagy eladásokat bonyolított több nagyobb nemzetközi cégcsoport (Volkswagen, Mitsubishi), és több ország is pl. Japán, Spanyolország, Belgium, Ukrajna, Lengyelország. Ezért azt mondhatjuk, hogy az emissziós vagyon miatt, hazánk számára is értékesítési lehetőségeket kínáló piaci szereplők (vásárlók) meglehetősen aktívak voltak az elmúlt években. Az 1. ábrán az emisszió-kereskedelem alapstruktúráját mutatjuk be annak érdekében, hogy világos képet kapjunk az emisszió értékesítés mozgatóerőiről. A sikeres eladás vagy vétel folyamata azonban megbízható piaci felületek meglétéhez kötött.

1. ábra Az emisszió-kereskedelem alapstruktúrája

MELYIK A LEGKÖLTSÉGHATÉKONYABB VÁLTOZAT?

„A” vállalat vagy ország tud csökkenteni 1000 tonna CO_{2e} 2 EUR/tonna költséggel, ami **2000 EUR** összköltséget jelent.

„B” vállalat vagy ország tud csökkenteni 1000 tonna CO_{2e} 6 EUR/tonna költséggel, ami **6000 EUR** összköltséget jelent.



ELAD
CO_{2e}-t

Tétel:
1000 tonna CO_{2e} 4 EUR/tonna
Összeg: 4000 EUR



VESZ
CO_{2e}-t

„A” VÁLLALAT – ELADÓKÉNT AZ ÜGYLETET 2000 EUR PROFITALL ZÁRTA.
(A BEVETÉTELT ELSŐSORBAN FEJLESZTÉSRE KÖLTI.)

„B” VÁLLALAT – VEVŐKÉNT AZ ÜGYLETET 2000 EUR MEGTAKARÍTÁSSAL ZÁRTA.
(A KÜLSŐ MEGTAKARÍTÁS MIATT NEM KELL TERMELÉSCSÖKKENTÉST VÉGREHAJTANIA.)

Forrás: saját szerkesztés

CO_{2e} kreditek tőzsdei kereskedése

Az emisszió csökkentést eredményező projektek elindulásának alapfeltétele, hogy legyenek olyan piaci felületek, amelyek a létrejövő CO_{2e} feleslegek vagy megtakarítások kereskedéséhez biztonságos felületet kínálnak. Ilyen instrumentumok a nyugat-európai gyakorlatban, illetve az ázsiai és amerikai piacokon, a hagyományos tőzsdéhez kapcsolódóan alakultak ki. A tőzsdei kereskedés alapfeltétele a pontos elszámolás, melynek az emisszió kereskedelmi rendszerek működtetésében is kiemelt jelentősége van. A hazai tőzsdei elszámolást a KELER elszámolóház végzi. Az intézmény a piaci szereplők jelzései, és a nemzetközi trendek alapján már korábban felismerte, a magyar piacon is igény van arra, hogy a CO_{2e} kredit kereskedelme, és az ügyletek elszámolása a már jól működő tőkepiaci szokványoknak megfelelően történjen. Ennek megfelelően a 2006. év első felében kialakította, majd 2006.06.01-én elindította az ügyletek biztonságos elszámolását lehetővé tevő DVP (Delivery Versus Payment) szolgáltatását és ezzel gyakorlatilag felkészült a CO_{2e} kvóták tőzsdei kereskedelmének elszámolására is.

A Tőkepiaci Törvény /Tpt./ (2001. évi CXX. törvény) illetve a Befektetői Vállalkozásokról és Tőzsdei Szolgáltatókról Szóló Törvény /Bsz./ (2007. évi CXXXVIII. törvény) adja meg a keretét annak, milyen termékekkel lehet a tőzsdén kereskedni. A jelenlegi szabályozás szerint tőzsdei tevékenység a tőzsdei termék szervezett, szabványosított kereskedésének üzletszerű lebonyolítása. A Tpt. szerint tőzsdei termék: a tőzsdén forgalmazott pénzügyi eszköz, deviza és áru. A Bsz. definiálja a pénzügyi eszközöket, melyek közül az idevonatkozó rész alapján csak a származtatott CO₂ ügylet (emissziós engedélyek adásvétele) minősül annak. A Tpt. szerint az áru fogalmába nem fér bele az azonnali CO_{2e} ügylet annak ellenére, hogy érdekes módon az EU ETS kvóták azonnali kereskedése árutőzsdei tevékenység tárgya lehet. Összefoglalva tehát, ahhoz, hogy az azonnali EU ETS CO₂ kvótákkal, vagy emisszió megtakarításokkal tőzsdén is lehessen kereskedni, hazánkban törvénymódosítás szükséges, amelynek során az azonnali emisszió kereskedelmi egységekkel ki kell egészíteni vagy a tőzsdei termék, vagy az áru, vagy a pénzügyi eszköz definícióját. Amennyiben a tőzsdei termék vagy az áru definíciója kerül kiegészítésre, úgy az azonnali EU ETS kvóták vagy az emisszió megtakarítások kereskedése az árutőzsdei szolgáltatói engedéllyel rendelkező tőzsdei szekciótágok számára lesz elérhető. Amennyiben a pénzügyi eszköz definíciója kerül kiegészítésre, úgy az azonnali EU ETS kvóták kereskedése a befektetési szolgáltatói engedéllyel rendelkező tőzsdei szekciótágok számára lesz elérhető. Az önkéntes CO_{2e} megtakarítások (az EU ETS rendszeren kívüli CO_{2e} egységek) kereskedésére ebben az esetben nincs lehetőség (Fogarassy-Lukacs, 2009).

A BÉT-en származékos termékkel két szekcióban, az Áru Szekcióban, valamint a Származékos Szekcióban kereskednek. Az előbbiben található a gabona alapú termékek, és a határidős arany. Ehhez a szekcióhoz az árutőzsdei szolgáltatók férnek hozzá. A Származékos Szekció termékei között találjuk az index és részvény alapú határidős és opciós termékeket, a kamat típusú határidős termékeket, valamint a deviza alapú származékos termékeket. Ez a szekció befektetési szolgáltatón keresztül érhető el. Egy származékos termék tőzsdei bevezetésénél jelenleg tehát „választani” kell, mely szolgáltató típuson keresztül férjenek hozzá a befektetők az adott termékhez (Fogarassy, 2009).

A tőzsdei elszámolási rendszer (KELER) tehát alkalmas a CO_{2e} egységek kereskedelmére, de a BÉT nem tudja értelmezni sem áruként, sem származékos termékként a CO_{2e} egységeket, így hazánkban tőzsdei forgalomba a BÉT-en nem kerülhetnek az emisszió kereskedelem termékei.

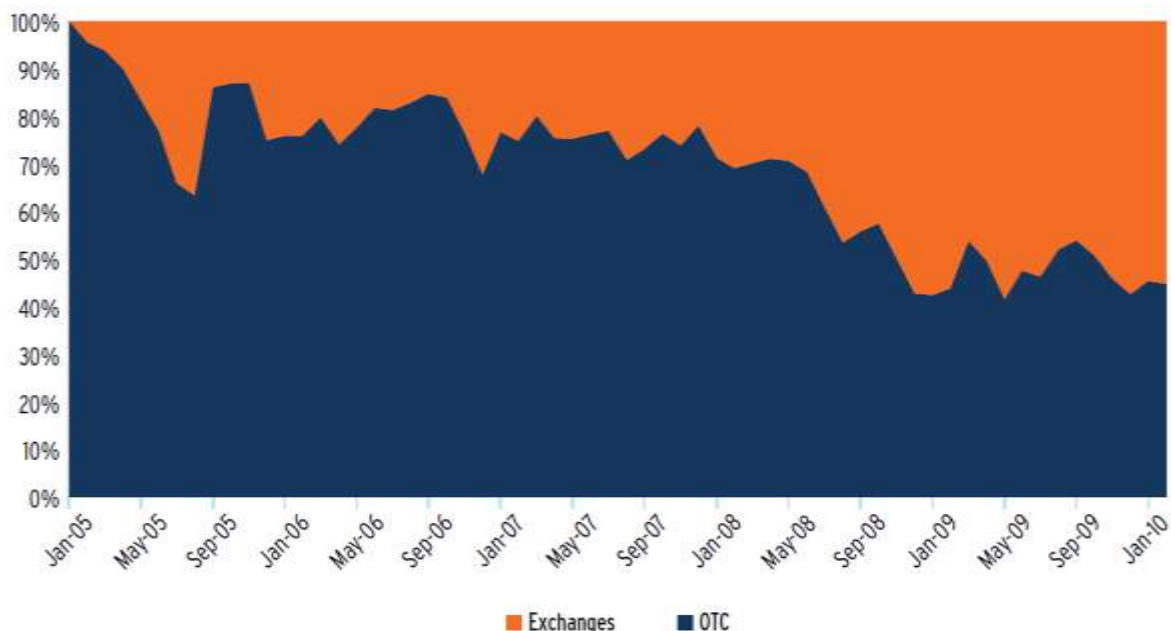
OTC vagy tőzsdén kívüli kereskedés

Abban az esetben, ha a fenti termékek, vagy azok egy része a BÉT-en kívül kerülne forgalomba, a CO₂ piachoz hozzáférők köre nem lenne leszűkítve az árutőzsdei, illetve a befektetési szolgáltatókra. Az OTC (over the counter) kereskedés nagy előnye az, hogy

tőzsdén kívül a CO₂ azonnali kredit - törvénymódosítás nélkül, a jelenleg hatályos jogszabályok alapján - is kereskedhető. Az OTC kereskedelmi felületek elsősorban az önkéntes emisszió csökkentési rendszerekben népszerűek az alacsony tranzakciós költségek miatt, ellentétben a nemzetközi emisszió-kereskedelmi rendszerek magas tranzakciós díjszabásaival (Carbon Positive, 2009). (Az EU ETS azaz a kötelező európai emissziós rendszer, speciális Kyotói termékekkel gazdálkodik, melyek a biztonságos teljesítés miatt, a nagy tőzsdei platformokon - London, Párizs, Frankfurt - kerülnek be elsősorban az emissziós piacra). Hozzá kell tenni azonban, hogy a nemzetközi trendek abba az irányba terelik az emisszió kereskedelmi szereplőket, hogy az önkéntes piacok is a biztonságos teljesítést nyújtó tőzsdei platformokat válasszák a tőzsdén kívüli kereskedés helyett. A magas tőzsdei költségek azonban egyelőre távol tartják az alacsony profittal működő emisszió-kereskedelmi rendszereket a hagyományos tőzsdei platformoktól. A leoptimalisabb megoldás az lenne, ha az EU ETS CO₂ azonnali kreditek kereskedelme például a tőzsdei elszámolás biztonságát nyújtó KELER elszámoló házon keresztül, de a BÉT tőzsdei szekcióit mellőzve működhetne a hazai piaci rendszerben.

Az Európai Unió területén a nemzetközi OTC piacok elérése jelenleg nagyon könnyen megvalósítható, így aki emisszió-kereskedelmi tevékenységet akar folytatni, vagy egyszerűen csak adni-venni a piaci felületen, az nagyon könnyen beléphet a web alapú rendszerekbe, legyen azok székhelye az EU bármelyik országában vagy városában (ISDA, 2004). A tőzsdei és OTC piacok egymás mellett működnek az emisszió-kereskedési folyamatokban, ahol a jellemzően alacsony költségek miatt, alapvetően az OTC felületek domináltak 2008-ig. Ezt a folyamatot 2005-2010 között világosan mutatja számunkra a 2. ábra.

2. ábra Tranzakciók megoszlása a tőzsdék (Exchanges) és az OTC piacok között (2005-2010 között)



Forrás: World Bank, 2010

Egyértelműen kijelenthető, hogy a 2008-as gazdasági válság az emissziós piacokat is felkavarta. A különböző gazdasági szektorokban megnövekedett kockázati tényezők a 2008-as évtől az OTC piacok dominanciájának folyamatos csökkenését eredményezték. Egyre

népszerűbbé válnak a biztonságosabb teljesítési feltételeket nyújtó klasszikus tőzsdei platformok, melyek ma már 50-50 %-ban osztoznak a piaci tranzakciókon. Annak megítélését, hogy melyik piaci platform jelent kedvezőbb, olcsóbb, biztonságosabb kereskedelmi felületet az emissziós egységek kereskedelmében, egy SWOT vizsgálat segítségével értékeltük az elmúlt évek tapasztalataira alapozva.

A hagyományos tőzsdék SWOT elemzése az emisszió-kereskedelemben

<p>ERŐSSÉGEK</p> <ul style="list-style-type: none"> • Biztonságos teljesítés • Szabályozott feltételrendszer • Sztenderdek és szabványok • Tapasztalt piaci szereplők 	<p>GYENGESÉGEK</p> <ul style="list-style-type: none"> • Magas tranzakciós költségek • Szigorú és rugalmatlan jogi szabályozás • Kötelező tőzsdetagság/szekciótagság a kereskedéshez • Kevés piaci szereplő jelenléte
<p>ESÉLYEK</p> <ul style="list-style-type: none"> • Piaci térnyerés a piaci kockázatok növekedése esetén • Az elektronikus felületeken csökkenthető tranzakciós költségek • Energia és emissziós piacok összekapcsolása nagyobb és likvidebb felületet eredményeznek 	<p>FENYEGETETTSÉGEK</p> <ul style="list-style-type: none"> • A pénzügyi egyensúlytalanságok folyamatos válsághelyzeteket okoznak a tőzsdei felületeken • A negatív globalizációs hatások a tőzsdei kereskedelemben jobban érzékelhetők, mint a regionális lefedésű OTC piacokon

Az SWOT alapú elemzés mátrixaiból jól látható, hogy mind a gyengeségek, mind a fenyegetettségek vonatkozásában egy-egy jól összesíthető érvrendszer szól a CO_{2e} termékek tőzsdei kereskedelmének háttérbe szorítása mellett. Egyértelműen kijelenthető, hogy az emissziós termékek viszonylag kis kereskedelmi volumene, egyelőre nem megfelelően optimalizálódik sem az árutőzsdei szekciók, sem a származtatott tőzsdei termékek piacán.

Az OTC piacok SWOT elemzése az emisszió-kereskedelemben

<p>ERŐSSÉGEK</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nagyon alacsony tranzakciós költségek • Rugalmas kereskedelmi opciók és formák • Regionális piaci rendszereket működtet, így jól megismerhető • Az alkalmazott protokollok száma folyamatosan bővül • Újabb és újabb szektorok lépnek be a kereskedésbe, csökkentve a volatilitást 	<p>GYENGESÉGEK</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nem reális a kockázatkezelési rendszere • Nagy intervallumban, hektikusan változhatnak az árak • Politikai döntések erősen befolyásolják a működés stabilitását • Nyilvántartási rendszere nem teljesen stabil
--	---

ESÉLYEK	FENYEGETETTSÉGEK
<ul style="list-style-type: none"> • Piaci térnyerés a gazdaság energia racionalizálásakor (low-carbon economy) • A piaci szereplők száma mind az önkéntes, mind a kötelező piacon bővül • A zöldenergia termelés növekedése kiemelt szerepet szám az emisszió-megtakarításból származó projektfinanszírozásnak 	<ul style="list-style-type: none"> • Válsághelyzet esetén kétes piaci szállítás • A nyersanyag és energiapiac válsága is negatív hatással van keresleti oldalra • Csalások, visszaélések lehetősége nagyobb, mint a tőzsdei rendszerekben • A kereskedelmi volumenhez képest túl nagyszámú piaci szereplő

Ahogy azt már az OTC piacok leírásánál is említettük, a rendkívül alacsony kereskedési költségek a tőzsdén kívüli kereskedelmi formák elsőbbségét jelenthetik a közeljövőben. Az OTC kereskedelmi volumen csökkenését egyedül a gazdasági tevékenységek, teljesítmények megvalósulásának kockázatai okozhatják, melyek jelenleg nem becsülhetők előre. Mivel a legnagyobb emissziós piacot az Európai Unió emisszió-kereskedelmi rendszere és annak optimalizációja jelenti, így akár az Euró értékvesztése, akár valamelyik tagország gazdasági válsága hatással lesz az emissziós termékek árára, így azok keresletére is.

Irodalomjegyzék

Carbon Funds (2010) Carbon Fund, ICF International, London, 2010, www.icfi.com

Carbon Positive (2009) Global Analysis, 2009, www.carbonpositive.net

Fogarassy, C. – Lukacs, A. (2009) Karbongazdaságtan. Szent István Egyetemi Kiadó, Gödöllő, 2009

Fogarassy, C. (2009) Az önkéntes karbonpiacok működési sajátosságai, a karbonmegtakarítások értéke. (előadás) In: Fogarassy, C. /szerk./ (2009) A klímavédelem üzleti oldala - A Karbonpiac 2009 konferencia szakmai kiadványa – Szent István Egyetemi Kiadó, Gödöllő, 2009 ISBN 978-963-269-160-2

ISDA Japan (2004) Proposal for the Establishment of the OTC Market for Emissions Trading, http://www.isda.org/whatsnew/pdf/Emission-Trading-Japan_Full-Version.pdf

World Bank (2010) State and Trends on the Carbon Market, Washington DC, 2010