

LA TRANSMISIÓN DE DERECHOS DE EMISIÓN Y SUS DERIVADOS ¹

SARA GONZÁLEZ SÁNCHEZ

*Profesora colaboradora de Derecho mercantil
Instituto de Disciplinas y Estudios Ambientales
Universidad CEU-Cardenal Herrera*

Este trabajo ha obtenido el **2.º Premio Estudios Financieros 2010** en la modalidad de **DERECHO CIVIL Y MERCANTIL**.

El Jurado ha estado compuesto por: don Luis Díez PICAZO Y PONCE DE LEÓN, don Juan CADARSO PALAU, doña Cristina PAREDES SERRANO, don Jesús QUIJANO GONZÁLEZ y don Fernando RODRÍGUEZ ARTIGAS.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato del autor.

Extracto:

LA ratificación de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático y el Protocolo de Kioto obliga a España a reducir sus emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera. En el elenco normativo dispuesto a tal efecto –principalmente, la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero– no se ha establecido el régimen de Derecho privado aplicable al mercado de derechos de emisión. Ante dicha omisión, han sido los agentes económicos quienes han desarrollado distintos usos o formas de transmisión y negociación de derechos de emisión y de instrumentos financieros derivados sobre los mismos. En este trabajo se realiza un análisis jurídico-mercantil de la transmisión de los derechos de emisión y sus derivados con el fin de lanzar propuestas de modificación normativa que protejan a todos los intervinientes en el mercado de derechos de emisión, tanto si se trata de empresarios afectados por la aplicación de la Ley 1/2005 como de cualquier inversor en derechos de emisión.

Palabras clave: derecho de emisión, derivado de derecho de emisión, plataforma multilateral de negociación, instrumento financiero, Derecho del mercado de valores.

¹ Este trabajo se enmarca en los siguientes Proyectos de investigación: La regulación y supervisión de los mercados de derechos de emisión de CO₂ en el marco del sistema financiero español actual y proyectado (PRCEU-UCH11/09) y Programas Nacionales del Plan Nacional de Investigación Científica, Desarrollo e Innovación Tecnológica 2004-2007, Ministerio de Educación y Ciencia, Fiscalidad de los Derechos de emisión (SEJ2007/61307).

.../...

TRANSMISSION OF ALLOWANCES AND THEIR DERIVATIVES

SARA GONZÁLEZ SÁNCHEZ

*Profesora colaboradora de Derecho mercantil
Instituto de Disciplinas y Estudios Ambientales
Universidad CEU-Cardenal Herrera*

Este trabajo ha obtenido el 2.º *Premio Estudios Financieros 2010* en la modalidad de **DERECHO CIVIL Y MERCANTIL**.

El Jurado ha estado compuesto por: don Luis Díez PICAZO Y PONCE DE LEÓN, don Juan CADARSO PALAU, doña Cristina PAREDES SERRANO, don Jesús QUIJANO GONZÁLEZ y don Fernando RODRÍGUEZ ARTIGAS.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato del autor.

Abstract:

THE ratification of the United Nations Framework Convention on Climate Change and the Kyoto Protocol obliges Spain to reduce atmospheric greenhouse gas emissions. The regulations to that effect –mainly, Act 1/2005, 9th March–, have not established the Private Law regime applicable to the allowances market. Given that failure, operators have developed different ways to transmit and trade allowances and their derivative financial instruments. In this study we analyze, from the point of view of Company Law, the transfer of allowances and allowance derivatives in order to formulate proposals for amending legislation. These amendments are designed to protect all participants in the emissions trading market, not only companies affected by the application of Act 1/2005, but also any other investor in allowances.

Keywords: allowance, allowance derivative, multilateral trading platform, financial instrument, Stock Market Law.

.../...

El trabajo ha sido presentado al Premio *Estudios Financieros 2010* en abril del referido año, con carácter previo a la publicación en el Boletín Oficial del Estado de la Ley 13/2010, de 5 de julio, de modificación de la Ley 1/2005, por la que se regula el régimen del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, para perfeccionar y ampliar el régimen general de derechos de emisión e incluir la aviación en el mismo. De ahí que se haga referencia, como norma pendiente de transposición al Ordenamiento jurídico español, a la Directiva 2009/29/CE, de 26 de marzo de 2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se modifica la Directiva 2003/87/CE para perfeccionar y ampliar el régimen comunitario de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero.

Sumario

1. Introducción: El sistema de comercio de derechos de emisión como mecanismo de flexibilidad del Protocolo de Kioto.
2. La Ley 1/2005 en el origen de un mercado no regulado de derechos de emisión.
3. Los tipos de transmisiones en el mercado español.
 - 3.1. Las transmisiones de derechos de emisión.
 - 3.1.1. Las transmisiones bilaterales.
 - 3.1.1.1. Directas.
 - A) Contratos estandarizados internacionales.
 - B) Régimen jurídico.
 - 3.1.1.2. Intermediadas.
 - 3.1.2. Las transmisiones en plataformas multilaterales de negociación.
 - 3.1.2.1. Funcionamiento de las plataformas españolas de negociación de derechos de emisión.
 - A) Intervinientes.
 - B) Objeto de negociación.
 - C) Operaciones.
 - 3.1.2.2. Régimen jurídico.
 - 3.2. Las transmisiones de derivados sobre derechos de emisión.
 - 3.2.1. Orígenes.
 - 3.2.2. Régimen jurídico.
4. Especial referencia a la teoría del título y el modo en las transmisiones de derechos de emisión.
5. Conclusiones.
6. Bibliografía.

I. INTRODUCCIÓN: EL SISTEMA DE COMERCIO DE DERECHOS DE EMISIÓN COMO MECANISMO DE FLEXIBILIDAD DEL PROTOCOLO DE KIOTO

La Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático y el Protocolo de Kioto, ratificados por la Unión Europea y por el Estado español², han establecido objetivos de reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera con el fin de evitar el fenómeno del cambio climático³. Para lograr dicho objetivo, los Estados deben adoptar políticas y medidas nacionales, que se complementan con los que se han denominado mecanismos de flexibilidad⁴, entre los que se encuentra el comercio de emisiones o *emissions trading*⁵. El denominado comercio de emisiones no es un medio para la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero, como lo puede ser *v.gr.* la inversión en tecnologías limpias, sino que es un modelo económico que pretende una reducción eficiente, es decir, a un menor coste, toda vez que permite disminuir emisiones allí donde resulta más sencillo y barato. El sistema de comercio de derechos de emisión cumple por tanto una función estrictamente económica: la reducción del coste asociado a la disminución de las emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera. Diferentes estudios, siguiendo la inestimable aportación de COASE⁶, han demostrado que resulta económicamente más eficiente favorecer el comercio de derechos de emisión entre instalaciones con excedentes y déficit respectivos de dere-

² Los Estados miembros de la Unión Europea, y la propia Unión como organización supranacional, fueron parte de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, adoptada en Nueva York el 9 de mayo de 1992, a través del instrumento de ratificación avalado en la Decisión del Consejo 94/69/CE, de 15 de diciembre de 1993. El Protocolo de Kioto, instrumento normativo de desarrollo de la Convención Marco referida, adoptado el 11 de diciembre de 1997, se aprobó por la Unión en virtud de la Decisión del Consejo 2002/358/CE, de 25 de abril de 2002, relativa a la aprobación, en nombre de la Comunidad Europea, del Protocolo de Kioto de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático y al cumplimiento conjunto de los compromisos contraídos con arreglo al mismo.

³ El Protocolo de Kioto prevé la reducción de seis gases de efecto invernadero –Dióxido de carbono (CO₂), Metano (CH₄), Óxido nitroso (N₂O), Hidrofluorocarbonos (HFC), Perfluorocarbonos (PFC) y Hexafluoruro de azufre (SF₆)–, por lo que el sistema de comercio de emisiones internacional se verá referido a dichos seis gases. En la actualidad, el sistema europeo de comercio de emisiones y más concretamente el régimen español se limitan al comercio de los derechos de emisión de CO₂ a la atmósfera, sin perjuicio de que en un futuro se puedan ver ampliados a otros gases.

⁴ Los mecanismos de flexibilidad previstos en el Protocolo de Kioto son el mecanismo de desarrollo limpio, el mecanismo de aplicación conjunta y el sistema de comercio de emisiones.

⁵ El régimen jurídico internacional del sistema de comercio de derechos de emisión está previsto principalmente en el artículo 17 del Protocolo de Kioto, de 11 de diciembre de 1997, y en la Decisión 18 de la séptima Conferencia de las Partes de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático –Acuerdos de Marrakech de 2001–, sobre modalidades, normas y directrices aplicables al comercio de derechos de emisión previstas en el artículo 17 del Protocolo de Kioto.

⁶ *Vid.* COASE, R.H., «The problem of social cost», *The Journal of Law and Economics*, núm. 3, 1960, págs. 1-44.

chos. El objetivo global de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera se consigue así con un menor coste para las instalaciones afectadas, sin vulnerar en ningún caso el principio «quien contamina paga».

La Unión Europea ha establecido un sistema comunitario de comercio de emisiones, regulado por la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre (en adelante, Directiva 2003/87/CE), que ha sido una experiencia previa a la entrada en funcionamiento del mercado internacional previsto por el Protocolo de Kioto. La norma de transposición de la Directiva 2003/87/CE en nuestro Ordenamiento jurídico, la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero (en adelante, Ley 1/2005), ha venido a establecer el régimen jurídico de comercio de derechos de emisión a nivel nacional.

Las empresas españolas incluidas en el ámbito de aplicación de la Ley 1/2005 (en adelante, sujetos-instalación) deben llevar a cabo actividades de innovación tecnológica, mejora en los procesos productivos y eficiencia energética para reducir las emisiones de CO₂ a la atmósfera en sus actividades industriales. La reducción de dichas emisiones les permitirá contar con un excedente de derechos de emisión que podrán comercializar en el mercado, obteniendo un lucro. Por el contrario, la ausencia de innovaciones y mejoras tendentes a la reducción de emisiones provocará que las instalaciones deficitarias deban adquirir derechos de emisión para cumplir con sus obligaciones de entrega de derechos según emisiones verificadas. Además de los que hemos denominado sujetos-instalación, el legislador ha querido la participación en el sistema de comercio de personas físicas o jurídicas de carácter público o privado que no tengan la condición de instalaciones emisoras de gases de efecto invernadero (en adelante, sujetos-no-instalación). Cualquier persona debidamente inscrita en el Registro Nacional de Derechos de Emisión –novedoso en el sistema registral español, que no se rige por el principio de folio real– (en adelante, RENADE) puede intervenir válidamente como adquirente o transmitente de derechos de emisión, es decir, puede invertir y desinvertir en derechos de emisión.

En el sistema general de comercio de derechos de emisión descrito, han surgido diferentes formas de transmisión y negociación de los derechos de emisión, debido a la total libertad de los operadores económicos para desarrollar fórmulas y sistemas de transmisión, con motivo de la ausencia de una regulación de Derecho privado en la materia. En el presente trabajo tendremos la oportunidad de analizar cómo los derechos de emisión –cuya naturaleza jurídica es discutida– son objeto de transacción, es decir, de comercio. Nuestro trabajo parte del prisma del Derecho patrimonial privado –y, más concretamente, del Derecho mercantil– para identificar las lagunas de regulación y supervisión de este novedoso mercado de derechos de emisión de CO₂, con el fin de lanzar propuestas de modificación normativa que protejan tanto al empresario afectado por la aplicación de la Ley 1/2005, como al inversor en general.

En las líneas sucesivas, tras destacar el carácter iuspublicista de la Ley 1/2005 y, por ende, la no regulación del mercado de derechos de emisión en nuestro Ordenamiento, analizaremos las diversas formas de transmisión de derechos de emisión que se producen *de facto* en el tráfico económico. Pondremos nuestra atención en las transmisiones de derechos de emisión de carácter bilateral, bien sean directas o intermediadas, así como en las negociaciones de derechos de emisión que se realizan

en las plataformas electrónicas creadas *ad hoc* para la negociación impersonal y generalizada de derechos de emisión. Estas plataformas se conocen en la praxis económica como «Bolsas» de derechos de emisión o «Bolsas» de emisiones. Estudiaremos asimismo el comercio de instrumentos financieros derivados sobre derechos de emisión, haciendo finalmente una referencia a la teoría del título y el modo en las transmisiones de dichos derechos.

2. LA LEY 1/2005 EN EL ORIGEN DE UN MERCADO NO REGULADO DE DERECHOS DE EMISIÓN

La Directiva 2003/87/CE establecía un breve plazo para su transposición que finalizaba el 31 de diciembre de 2003 ⁷. En el caso español, la aprobación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a la normativa europea se dilató más allá del plazo establecido. El Gobierno transpuso al Ordenamiento español la referida Directiva mediante el Real Decreto-Ley 5/2004, de 27 de agosto, que posteriormente fue convalidado y tramitado por el procedimiento de urgencia dando lugar a la Ley 1/2005, hoy vigente. Esta Ley supuso la creación en España de un sistema de comercio de derechos de emisión, de conformidad con las directrices del mercado comunitario determinadas básicamente en la Directiva 2003/87/CE, y en cumplimiento de las obligaciones derivadas para España tras la ratificación del Protocolo de Kioto. El estudio de los rasgos o caracteres de la Ley 1/2005 que realizamos en las líneas siguientes nos permitirá identificar las decisiones de política legislativa que han provocado la inexistencia de una adecuada regulación y supervisión del mercado español de derechos de emisión de CO₂.

La norma reguladora del sistema de comercio de derechos de emisión es una Ley especial. Su especialidad radica en que configura la regulación referente a un derecho de nueva creación —el derecho de emisión— en una norma independiente de las codificadas, distinta a otras leyes especiales. El legislador español, en la Ley 1/2005, ha atribuido al derecho de emisión la condición de «derecho subjetivo», si bien dotándolo de los caracteres de representación por anotaciones en cuenta, agrupación en emisiones, contenido patrimonial y negociabilidad. Dicho derecho es además objeto de negociación en las denominadas «Bolsas» de emisiones o de derechos de emisión. Estos rasgos o caracteres son compartidos por los derechos de emisión con los instrumentos financieros, si bien la Ley 1/2005 es una norma especial e independiente de cualquier otra norma reguladora, codificada o no, de nuestro sistema legal vigente y, en especial, del denominado Derecho del mercado de valores ⁸. Más aún,

⁷ *Vid.* el artículo 31 de la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo.

⁸ Nótese que utilizamos la expresión tradicional «Derecho del mercado de valores» para referirnos al concepto de «Derecho bursátil», también calificado más recientemente como «Derecho de los mercados de instrumentos financieros». Esta última acepción podría ser la más correcta, puesto que actualmente el objeto de la rama del Derecho a la que hacemos referencia es el instrumento financiero, como género amplio en el que se engloba al valor negociable. El Dictamen del Consejo de Estado sobre el Proyecto de Ley de 1998 de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, ya criticaba expresamente la aparición del concepto comunitario de «instrumento financiero» como criterio de delimitación objetivo de nuestro Derecho del mercado de valores. En todo caso en el presente trabajo utilizaremos la expresión Derecho del mercado de valores por tratarse de la denominación usada habitualmente por la doctrina más autorizada.

la publicación de la referida ley no ha conllevado modificación alguna del Ordenamiento jurídico preexistente. La ajenidad de la Ley 1/2005 con respecto al sistema jurídico en el que se enmarca resulta deficiente desde el punto de vista sistemático por la necesaria integración del Ordenamiento jurídico.

Además de especial, la Ley 1/2005 es una norma híbrida o dual porque regula preceptos de carácter distinto en lo que a las ramas del Ordenamiento jurídico se refiere. En esta norma se unen aspectos de Derecho público y privado, concretamente, de Derecho administrativo y de Derecho patrimonial privado. Teniendo en cuenta el carácter ambiental y el origen público del derecho de emisión, así como el ejercicio de funciones de policía y control que realiza la Administración en el sistema de comercio, no es extraño que la gran mayoría de los preceptos de la norma tengan carácter administrativo *v.gr.* la autorización o permiso de emisión de los sujetos-instalación (arts. 4.º-8.º), la verificación de emisiones (arts. 22-24), la obligación de entrega anual de derechos según emisiones verificadas (art. 27), el régimen sancionador aplicable ante el incumplimiento de la obligación de entrega (arts. 29-35), etc. Como el derecho de emisión, una vez transferido a los sujetos privados, se aleja del sistema administrativo para configurarse como un derecho subjetivo especial, encontramos preceptos *iusprivatistas* que, aunque escasamente, regulan la relación de sujetos privados con el derecho y con los terceros (arts. 20 y 21).

Podemos destacar que, pese a la hibridez de la norma, si realizásemos una estimación cuantitativa, apreciaríamos cómo los aspectos jurídico-públicos predominan ampliamente frente a los aspectos privados, es decir, la regulación *administrativista* resulta muy superior a la regulación privada en la Ley 1/2005. Resulta ciertamente curioso observar cómo una norma denominada de «comercio» de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, no ha realizado una regulación mercantil del régimen de transmisión y negociación de dichos derechos subjetivos. Si bien el legislador español indica en la Exposición de Motivos de la ley que ha llevado a cabo lo que considera «la creación de un novedoso mercado de derechos de emisión»⁹, lo cierto es que al amparo de tal norma legal se regula el ámbito principalmente jurídico-público relativo a los derechos de emisión. El legislador español, en consonancia con las disposiciones de la Directiva 2003/87/CE, no ha prestado atención al régimen privado que se deriva de todo acto de comercio, sino que se ha limitado a regular los límites administrativos del comercio de emisiones, dejando a los intervinientes en la misma total libertad para el desarrollo del mercado. En esta omisión la Ley 1/2005 se asemeja a las restantes normas de transposición europeas¹⁰.

Ante esta laguna normativa, ha sido la *praxis* mercantil la que ha beneficiado el nacimiento de diversas formas de transmisión de los derechos de emisión y sus derivados, con regímenes jurídicos distintos. Ante la inexistencia de una previsión legal, los agentes económicos han desarrollado usos generalizados para la transmisión de derechos de emisión e instrumentos financieros sobre los mismos, generándose un mercado de nueva creación, obviamente no regulado. El legislador español,

⁹ *Vid.* el apartado X de la Exposición de Motivos de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero.

¹⁰ Sobre las normas de los distintos Estados miembros de la Unión Europea para la transposición de la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo; *vid. infra.* nota al pie 17.

consciente de la existencia de tal mercado sólo en fechas muy recientes, ha solicitado la comparecencia en las Cortes del Director General de la única plataforma española de negociación de derechos de emisión en funcionamiento, SENDECO₂, para aportar luz sobre la negociación de derechos de emisión, como parte fundamental del mercado de emisiones¹¹. Pretendemos en este trabajo contribuir a la aclaración del funcionamiento y régimen del mercado de derechos de emisión, desde el prisma de la doctrina jurídica.

3. LOS TIPOS DE TRANSMISIONES EN EL MERCADO ESPAÑOL

Pese a que son varias las referencias al mercado de derechos de emisión, tanto en la parte expositiva de la Ley 1/2005, como a lo largo del articulado de la misma, lo cierto es que el artículo 21 de la referida norma regula la «transmisión» del derecho de emisión, omitiendo cualquier referencia al mercado, o al mercado financiero. Así las cosas, se ha desarrollado en España un modelo de transmisión del derecho de emisión basado en la negociación «cara a cara» entre las partes –obviamente, la expresión no es literal–, que denominamos en el presente trabajo negociaciones bilaterales. Adicionalmente, han surgido plataformas de negociación impersonal y masiva de derechos de emisión, que carecen de regulación expresa, con la consiguiente inseguridad jurídica derivada para el inversor. Además, con carácter incluso previo al comercio de los derechos de emisión, ha sido praxis mercantil la transmisión de derivados sobre el subyacente derecho de emisión.

Con el fin de dibujar las líneas fundamentales de los usos del sistema de comercio de derechos de emisión, adoptaremos un primer criterio de clasificación objetivo, distinguiendo entre transmisiones de derechos y transmisiones de derivados. En segundo lugar, identificaremos el régimen jurídico aplicable a la transmisión de los derechos por el marco en el que se realiza: en las novedosas plataformas multilaterales de negociación o fuera de ellas.

3.1. Las transmisiones de derechos de emisión.

3.1.1. Las transmisiones bilaterales.

El objeto de transmisión básico en el denominado mercado europeo de emisiones o *European emissions trading system*, y, por ende, en el mercado español de emisiones, es el propio derecho de emisión, que alcanza grandes volúmenes de negociación en el mercado¹². El derecho de emisión, en cuanto que derecho subjetivo de contenido patrimonial, es susceptible de transmisión libre. El acuerdo de

¹¹ Vid. ROMEO GARCÍA, I., «Comparecencia en la Sesión núm. 19 de la Comisión Mixta para el Estudio del Cambio Climático de las Cortes Generales, celebrada el martes 9 de junio de 2009 en el Palacio del Senado», *Diario de Sesiones de las Cortes Generales*, núm. 65, IX Legislatura, 2009, págs. 1-22.

¹² Cfr. TVINNEREIM, E., RØINE, K. y HEIMDAL, C., *Carbon 2009 - Emission trading coming home*, Point Carbon, 2009, págs. 1-48.

voluntades necesario para la configuración misma del negocio traslativo, puede ser objeto de una negociación directa entre las partes, o bien de una negociación facilitada por la intervención de un intermediario. Llevaremos a cabo en este epígrafe un análisis de las distintas formas de transmisión bilateral de los derechos de emisión que se practican en la actualidad en el tráfico económico, como paso previo para el estudio de la transmisión a través de plataformas de negociación creadas *ad hoc*.

3.1.1.1. Directas.

Con la expresión «transmisiones bilaterales directas de derechos de emisión» nos estamos refiriendo a contratos de Derecho privado suscritos entre personas, físicas o jurídicas, de carácter privado o público, traslativos de la titularidad de uno o varios derechos de emisión. En todo caso, se trata de acuerdos de voluntades entre personas que actúan en una esfera iusprivatista, transmitiendo la titularidad de un derecho.

Como consecuencia de lo anteriormente indicado, el régimen jurídico aplicable a las transmisiones bilaterales directas de derechos de emisión, entre cualesquiera personas, no puede ser otro que el elenco normativo que conforma el Derecho patrimonial privado. No compartimos, en consecuencia, la opinión de algunos autores, que prevén un régimen de Derecho público para las transmisiones derivativas, es decir, no originarias, de derechos de emisión¹³.

A partir de estas reflexiones, nos haremos eco en los epígrafes siguientes de la praxis existente en la realización de las transmisiones bilaterales directas de los derechos de emisión. Indicaremos, en primer lugar, la existencia de contratos estandarizados internacionales de transmisión de derechos de emisión, propuestos por distintas asociaciones o federaciones, y muy utilizados en el tráfico mercantil, para posteriormente indicar cuál es el régimen jurídico que resulta de aplicación a la transmisión de derechos de emisión en España.

A) Contratos estandarizados internacionales.

Desde la puesta en funcionamiento del sistema de comercio de derechos de emisión, han surgido contratos estandarizados para la transmisión de derechos. Estos contratos son los propuestos por IETA (*International Emissions Trading Association*), ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) y EFET (*European Federation of Energy Traders*). Los documentos contractuales a los que nos referimos son, concretamente, el *International Emissions Trading Association Master Agreement*, el *Confirmation of OTC Physically Settled EUA Transactions to the 1992 International Swaps and Derivatives Association Master Agreement* y el *European Federation of Energy Traders Allowance Appendix*, respectivamente. De los tres documentos indicados, sólo el primero –*International Emissions Trading Association Master Agreement*– ha sido creado específicamente para el comercio de derechos de emisión, mientras que los otros dos se enmarcan en operaciones más amplias de carácter financiero –contrato ISDA– y del mercado eléctrico –contrato EFET–.

¹³ Cfr. CICIGOI, E. y FABBRI, P., *Mercato delle emissioni ad effetto serra*, Bolonia, 2007, pág. 67.

Pese a que se trata de modelos contractuales propuestos por asociaciones y federaciones con objetivos específicos, lo cierto es que los mismos se han convertido en documentos de referencia utilizados en todo el mundo por aquellos que desean transmitir y adquirir derechos de emisión fuera de las plataformas multilaterales creadas a tal efecto.

El régimen jurídico de los tres documentos estandarizados referidos es similar, si bien presenta algunas diferencias destacables ¹⁴. Entre dichas distinciones debemos poner de relieve la legislación aplicable a tales documentos contractuales: en el contrato EFET la legislación aplicable es la ley alemana, en el documento ISDA las partes pueden optar entre la legislación inglesa y del Estado de Nueva York, y en el documento IETA la ley aplicable por defecto es la inglesa. En virtud del principio de libertad de pactos, obviamente en todos los casos las partes contratantes pueden pactar expresamente la aplicación al contrato de una legislación distinta. Adicionalmente, tras un estudio de dichos contratos-modelo, podemos señalar que los mismos son, a nuestro entender, documentos excesivamente largos y complejos –desde el punto de vista del jurista europeo continental–, lo que entendemos se debe a que han sido elaborados principalmente desde el prisma del sistema jurídico del *common law*, salvo en el caso del contrato EFET ¹⁵. Se puede apreciar además que dichos contratos prestan especial atención a los supuestos de incumplimiento por una de las partes contratantes. Esta redacción de las cláusulas de responsabilidad contractual por incumplimiento se puede considerar, a los ojos del Derecho español, excesiva, toda vez que no resulta necesario –en los supuestos en los que la ley aplicable al contrato estandarizado sea el Derecho español– reproducir contractualmente las previsiones que existen ya en nuestras normas básicas de Derecho privado patrimonial.

Debido a la excesiva complejidad de los contratos estandarizados internacionales, se está convirtiendo en práctica habitual que los juristas españoles especializados en comercio de derechos de emisión –principalmente grandes firmas de Abogados de carácter nacional y/o internacional– realicen sus propios modelos o contratos tipo de transmisión de dichos derechos ¹⁶. Estos contratos, que

¹⁴ Vid. UPSTON-HOOPER, K., ANTONEN, K., MEHLING, M. y PERRELLS, A., *Overview Report: Legal Frameworks for Emissions Trading in the European Union*, 2006, pág. 25, para quienes:

«Although the contracts are fundamentally similar, being umbrella agreements that govern the legal relationship of the parties under individual trades, important distinctions do exist between them. Briefly a few of the distinctions are:

- a) The default governing law for EFET is the laws of Germany, for ISDA a choice of English or New York law is available and IETA is governed by English law unless otherwise agreed;
- b) Due to the difference in context of the agreements, the netting off provisions have different application. Under IETA obviously only Allowances transactions can be netted off but under EFET and ISDA other non-Allowance transactions may be included in the netting off of payments;
- c) IETA does not have the concept of an independent «calculation agent» to determine replacement costs;
- d) Although force majeure provisions are substantially similar, the failure of the Central Administrator (under Article 20 of the Directive) is excluded from force majeure in the IETA agreement but arguably included in the ISDA and EFET contracts;
- e) The scope of termination payments in the event of force majeure events is substantially wider in the ISDA agreement;
- f) The determination of events of default and what constitutes a material adverse change is not harmonized and legal review is essential to determine the most appropriate agreement».

¹⁵ En el mismo sentido, cfr. GAMBARO, F.L., «Emissions Trading tra aspetti publicistici e profili privatistici», *Contratto e Impresa. Europa*, núm. 2, 2004, págs. 882-883.

¹⁶ En este sentido, Intervención de don Carlos de Miguel Perales, socio de Uría Menéndez y profesor de Derecho Civil y Derecho del Medio Ambiente (ICADE), en las Jornadas sobre «Aspectos jurídicos y económicos en la lucha contra el

toman como base los propuestos por IETA, ISDA y EFET, presentan una mayor sencillez y menor extensión que los que les sirven como base, toda vez que surgen en el marco del Derecho continental europeo, alejándose de los rasgos de la praxis contractual del sistema del *common law*.

B) Régimen jurídico.

Las transmisiones bilaterales directas de derechos de emisión son cesiones o transmisiones plenas y definitivas de tales derechos, en contraposición a las figuras de transmisión limitada. Esas transmisiones son consecuencia del negocio jurídico en cuya virtud se ha producido el desplazamiento patrimonial, generalmente un contrato de compraventa. Por más que en la práctica del tráfico económico hayan surgido modelos contractuales estandarizados como medios de plasmación del acuerdo entre las partes contratantes, cuando los mismos u otros contratos de transmisión de derechos de emisión están regidos por el Derecho español, nos encontramos ante una institución jurídica típica, ampliamente analizada por la doctrina y la jurisprudencia, como es el contrato de compraventa. Esta sencilla aseveración se convierte en cuestión notablemente compleja cuando pretendemos determinar el carácter civil o mercantil del acuerdo de voluntades, puesto que el problema abarca vertientes relacionadas de difícil aproximación, como son la naturaleza jurídica del objeto de transmisión y la posible analogía con el supuesto de la compraventa de bienes para uso o consumo empresarial o compraventa-inversión. Realizaremos en las líneas sucesivas una exposición de esta problemática que pretendemos no resulte excesivamente simplista pese a su brevedad.

Afirma el artículo 325 del Código de Comercio que será mercantil la compraventa de cosas muebles para revenderlas, bien en la misma forma que se compraron, bien en otra diferente, con ánimo de lucrarse en la reventa. Ni que decir tiene que la naturaleza civil o mercantil del contrato de compraventa de derechos de emisión no ha sido determinada en la Ley 1/2005, como norma básicamente iuspublicista, además de no existir en la actualidad ninguna aproximación doctrinal al respecto. En consecuencia, para determinar la mercantilidad del contrato de compraventa de derechos de emisión, tendremos que establecer si el mismo se encuadra en las previsiones del citado artículo 325 de la norma básica mercantil, y referirnos por tanto no sólo a la naturaleza jurídica del objeto transmitido, sino también a la posible reventa lucrativa de los derechos de emisión.

¿Es el Derecho mercantil una «cosa mueble» ex artículo 325 del Código de Comercio? En la Ley 1/2005 se conceptúa el derecho de emisión como el derecho subjetivo a emitir, desde una instalación incluida en el ámbito de aplicación de esta norma, una tonelada equivalente de dióxido de carbono, durante un periodo determinado¹⁷. Si bien en el Derecho comparado los distintos Estados miembros de la Unión Europea han configurado este derecho de nueva creación de forma no uniforme¹⁸,

cambio climático», organizadas por el Instituto de Derecho y Ética Ambiental, celebradas el 13 de mayo de 2009 en el Palacio de Colomina (Valencia).

¹⁷ *Vid.* el apartado a) del artículo 2.º de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero.

¹⁸ La versión española de la Directiva 2003/87/CE, en el apartado a) del artículo 3.º, conceptúa el derecho de emisión como «el derecho a emitir una tonelada equivalente de dióxido de carbono durante un periodo determinado, válido únicamente»

en el sistema español el derecho de emisión es un derecho de carácter subjetivo, es decir, un poder de la persona física o jurídica, un conjunto de facultades pertenecientes a la misma.

La aproximación jurisprudencial a la naturaleza jurídica del derecho de emisión es inexistente, distando la aproximación doctrinal de ser uniforme. Algunos autores, analizando la normativa francesa de comercio de emisiones, donde es clara la definición de la «cuota» –en este trabajo, derecho de emisión– como bien mueble¹⁹, han llegado a la conclusión de que lo que ellos denominan «cuotas» son bienes muebles incorporales, materializados y comercializables mediante inscripción registral²⁰. Otros autores, planteando que el derecho de emisión podría tener la naturaleza jurídica de concesión administrativa, indican que, desde un punto de vista pragmático, tanto el derecho de emisión como las restantes unidades de Kioto se deben considerar como bienes muebles inmateriales²¹. En nuestra opinión, si bien el derecho de emisión se puede considerar efectivamente como bien o

te a efectos del cumplimiento de los requisitos de la presente directiva, y siendo dicho derecho transferible de conformidad con las disposiciones de la directiva». La consideración de «derecho» a emitir se mantiene en la norma de transposición de la tan citada directiva, la Ley 1/2005.

La misma estructura que la versión española sigue la versión italiana de la Directiva 2003/87/CE, que pese a utilizar el término «cuota» (*quota di emissioni*) para referirse al derecho de emisión, inmediatamente lo define como un derecho (*diritto*) transmisible a emitir una tonelada de CO₂. Esta redacción se mantiene en la norma italiana de transposición de la directiva, concretamente, el apartado p) del artículo 3.º del Decreto Legislativo núm. 216, de 4 de abril 2006, sobre Transposición de las Directivas 2003/87 y 2004/101/CE en materia de comercio de cuotas de emisión de GEI en la Comunidad Europea, con referencia a los mecanismos de proyecto del Protocolo de Kioto (*Attuazione delle direttive 2003/87 e 2004/101/CE in materia di scambio di quote di emissioni dei gas a effetto serra nella Comunità, con riferimento ai meccanismi di progetto del Protocollo di Kyoto*).

Notable importancia reviste en este trabajo la norma sueca de transposición de la Directiva 2003/87/CE, que si bien se refiere a «asignación» (*utsläppsrätt*), define la misma como «derecho» a emitir, al igual que la Ley 1/2005 española. La norma sueca de transposición es la Ley sobre el comercio de emisiones (2004:1199, *Lagen om handel om utsläppsrätter*). En la sección 5(1) del Capítulo 3 de dicha norma se indica la naturaleza jurídica del concepto *utsläppsrätt* o asignación como el derecho a emitir una tonelada de dióxido de carbono durante un periodo determinado.

Pese a lo expuesto, la referencia al término «derecho» de emisión no consta en otras traducciones de la Directiva 2003/87/CE. La versión inglesa emplea el vocablo «autorización» (*allowance*) de emisión, mientras que la versión francesa se decanta de nuevo por el término «cuota» (*quota*) y la alemana por «título» (*zertifikat*). Estas denominaciones se mantienen en cada una de las normas de transposición: el concepto de *allowance* se define en el artículo 2.1 de la norma inglesa de transposición, la *Greenhouse Gas Emissions Trading Scheme Regulations 2003. Statutory Instruments 2003 N.º 3311*; el concepto de *quota* se define en el artículo L. 229-15. - I. de la norma de transposición francesa, la *Ordonnance 2004-330 du 15 avril 2004, portant création d'un système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre*, que ha modificado el *Code de l'environnement*; y el concepto de *zertifikat* se establece en el artículo 3.º 4 de la norma alemana de transposición, la *Gesetz über den Handel mit Berechtigungen zur Emission von Treibhausgasen (TEHG)*, aprobada el 28 de mayo de 2004 por el Parlamento alemán.

¹⁹ La norma francesa de transposición de la Directiva 2003/87/CE, de 13 de octubre, es la *Ordonnance 2004-330 du 15 avril 2004, portant création d'un système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre*, que ha modificado el *Code de l'environnement*. En el artículo L. 229-15. - I. dicha norma indica la naturaleza jurídica del concepto *quotas d'émission de gaz à effet de serre*, calificándolas de bienes muebles:

«Les quotas d'émission de gaz à effet de serre délivrés aux exploitants d'installations autorisées à émettre ces gaz sont des biens meubles exclusivement matérialisés par une inscription au compte de leur détenteur dans le registre national mentionné à l'article L. 229-16. Ils sont négociables, transmissibles par virement de compte à compte et confèrent des droits identiques à leurs détenteurs. Ils peuvent être cédés dès leur délivrance sous réserve des dispositions du II de l'article L. 229-12 et de l'article L. 229-18.»

²⁰ Cfr. AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *El mercado de derechos a contaminar*, Valladolid, 2007, págs. 321-322.

²¹ Cfr. GAMBARO, F.L., «Emissions Trading tra aspetti pubblicitici e profili privatistici», *Contratto e Impresa. Europa*, núm. 2, 2004, pág. 873.

cosa –entendiendo que nuestro Código Civil utiliza ambos términos indistintamente–, las argumentaciones esgrimidas no serían completamente acertadas. El derecho de emisión es bien o cosa en tanto en cuanto es un derecho subjetivo según la Ley 1/2005, y es esa condición de derecho la que le otorga el carácter de bien, puesto que los derechos forman parte de la categoría de las cosas o bienes²². Como se sabe, los derechos han sido considerados como *res incorporalis* no sólo en el Derecho romano, sino también en el Derecho postclásico y, en consecuencia, nuestro Código Civil da muestras de contemplar a los derechos como bienes ex artículos 334.10.º y 336, entre otros. Sin embargo, si bien nos mostramos favorables a la teoría que califica al derecho de emisión como bien, no podemos compartir la condición de bien inmaterial del derecho de emisión, toda vez que dichos bienes inmateriales se configuran como una categoría distinta de las cosas materiales y de los derechos, como supuestos en los que el hombre obtiene una utilidad que es apreciada y protegida por el Derecho de algo que ni es cosa material ni derecho, como puede ser una obra del ingenio, la energía o el trabajo²³.

Ahora bien, pese a que desde el punto de vista teórico podemos considerar al derecho de emisión como cosa o bien, lo cierto es que resulta innegable que la voluntad del legislador mercantil al referirse al objeto de la compraventa se ceñía a las mercaderías como cosas muebles corporales o materiales. La doctrina mercantilista no resulta en absoluto pacífica con respecto al objeto de la compraventa mercantil, defendiendo una minoría –principalmente, VICENT CHULIÁ²⁴– el carácter civil de la compraventa de bienes inmuebles en la línea establecida por la Jurisprudencia de nuestro más alto Tribunal. Resulta curioso sin embargo que ninguna referencia específica se realice a la mercantilidad de la transmisión de derechos como distintos de las cosas corpóreas o materiales, probablemente por subsumirlos ambas corrientes doctrinales –mayoritaria y minoritaria– en la categoría de bienes muebles. Podríamos mantener en consecuencia que, desde el prisma de la doctrina jurídica, nada obstaría para considerar mercantiles las compraventas de derechos de emisión desde el punto de vista exclusivo del objeto transmitido.

Pero debemos avanzar en la argumentación y determinar si el ánimo del comprador de revender con lucro en la reventa se da en todas las transmisiones de derechos de emisión. El tráfico económico nos ofrece diferentes supuestos:

- (i) Sujetos-instalación y sujetos-no-instalación que adquieren para obtener un sobreprecio y, por tanto, un lucro en la reventa de derechos de emisión.
- (ii) Sujetos-instalación que adquieren derechos para cumplir con su obligación de entrega anual según el volumen de emisiones de CO₂ verificadas; e, incluso,
- (iii) Sujetos-no-instalación (podrían ser también sujetos-instalación) que adquieren para el no uso o cancelación del derecho.

En el primer supuesto de los enunciados, nos encontraríamos ante contratos de compraventa mercantil que deberán ser acordes a las previsiones del Derecho privado en su regulación. Concre-

²² Cfr. DIEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L. y GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil*, I, Madrid, 2004, pág. 396.

²³ Cfr. DIEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L. y GULLÓN BALLESTEROS, A., *op. cit.*, págs. 396-397.

²⁴ Cfr. VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, Valencia, 2008, págs. 933-934.

tamente, deberán respetar las previsiones de los artículos 325 y siguientes del Código de Comercio, sin perjuicio de la aplicación del Código Civil como fuente subsidiaria de primer o segundo grado, en virtud del juego de contenidos de los artículos 2.º y 50 de la norma básica mercantil²⁵. Llegados a este punto, debemos plantearnos si la compraventa de derechos de emisión es una compraventa especial, como categoría que ha acuñado la doctrina para referirse a contratos traslativos del dominio que presentan peculiaridades relevantes. Podemos plantear la posibilidad de que las compraventas de derechos de emisión fuesen contratos de compraventa de cosa genérica o compraventa con especificación, toda vez que dichos derechos gozan del carácter de la fungibilidad. Los derechos de emisión, si bien fungibles, son individualizables en virtud del código de clasificación, el código identificativo y/o el identificador alfanumérico contenido en el RENADE –en virtud de lo previsto en el Reglamento núm. 2216/2004 de la Comisión, de 21 de diciembre–. La consecuencia práctica del régimen de la venta con especificación de derechos de emisión consistiría en que, si el vendedor no puede realizar la transmisión de derechos al comprador por cualquier causa (v.gr: por inexistencia de una cuenta abierta en el RENADE a favor del comprador), transmitiría el riesgo al comprador sobre el objeto del contrato comunicándole concretamente la identidad de los derechos transmitidos, ex artículo 334.1 del Código de Comercio.

Sin perjuicio de lo anteriormente expuesto, cabe señalar que el tipo de contrato y, por tanto, el régimen legal aplicable al mismo, depende de lo expresamente pactado por las partes en cuanto a su objeto. En consecuencia, como los derechos de emisión son fungibles pero individualizables en la forma indicada (código de clasificación, código identificativo y/o el identificador alfanumérico del RENADE), si las partes pactan como objeto del contrato unos derechos de emisión identificados por su código o referencia, nos encontraríamos ante un contrato de compraventa de cosa específica, es decir, un contrato de compraventa general o no especial. Por el contrario, si la voluntad de los contratantes plasmada en el documento determinase que el objeto transmitido es un número o cantidad de derechos de emisión, sin indicar referencia a ningún código o identificador que indicase qué derechos concretos son objeto de transmisión, nos encontraríamos ante un contrato de compraventa de cosa genérica; lo que constituiría la praxis más habitual, puesto que los derechos de emisión no se diferencian unos de otros. No podemos dejar de señalar aquí que la calificación o denominación que las partes den al contrato suscrito entre ellas no indica el régimen del contrato mismo, ya que los contratos son lo que son, independientemente de la denominación que les hayan otorgado los contratantes –según SSTs de 28 de septiembre de 2005, 14 de mayo de 2001, 7 de julio de 2000, 21 de mayo, 18 de abril y 18 de febrero de 1997, 13 de noviembre y 24 de febrero de 1995 y 26 de enero de 1994, entre otras–.

En segundo lugar, analizado el supuesto de adquisición de derechos de emisión para su reventa, veamos el más complejo acuerdo de transmisión a favor de sujetos-instalación que adquieren derechos para cumplir con su obligación de entrega anual según el volumen de emisiones de CO₂ verificadas. Las empresas incluidas en el ámbito de aplicación de la Ley 1/2005 se ven obligadas a entregar anualmente a la Administración tantos derechos de emisión como toneladas de CO₂ hayan emitido a la atmósfera en su proceso productivo según informe verificado. El incumplimiento de la obligación

²⁵ Sobre el régimen jurídico del contrato de compraventa de derechos de emisión –concretamente en lo referente a su naturaleza jurídica, formación, validez y extinción–, *vid.* ROSEMBUJ GONZÁLEZ CAPITEL, F., *El precio del aire. Aspectos jurídicos del mercado de derechos de emisión*, Barcelona, 2005, págs. 239-264; y en «Algunas cuestiones en torno al derecho de emisión de CO₂ y al mercado en que se negocia», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 101, 2006, págs. 48-79.

de entrega señalada conlleva la aplicación de un estricto régimen sancionador –Capítulo VIII de la Ley 1/2005–. En consecuencia, la adquisición de derechos de emisión se manifiesta como necesaria en el proceso de producción de bienes o prestación de servicios del sujeto-instalación, al igual que lo es la compra de otros bienes o derechos *v.gr.*: equipos informáticos, vehículos, derechos de propiedad industrial, etc. Aparentemente, tales compras de derechos de emisión revestirían un carácter claramente civil, puesto que no existe reventa posterior del objeto adquirido. Pero la cuestión no carece de complejidad si nos planteamos la posible asimilación de tal compraventa de derechos de emisión con la denominada compraventa de bienes para uso o consumo empresarial o compra-inversión. El estado de la técnica actual no permite el desarrollo de la actividad empresarial sin emisión de gases de efecto invernadero a la atmósfera, por lo que el régimen establecido en la Ley 1/2005 convierte al derecho de emisión en una inversión necesaria para la actividad empresarial del sujeto-instalación. Volvemos a señalar aquí la inexistencia de una aproximación doctrinal pacífica sobre este punto. Sólo una parte minoritaria de la doctrina mercantilista se muestra favorable a considerar las compras-inversión de los empresarios para uso o consumo de su propia empresa como civiles –de nuevo, principalmente VICENT CHULIÁ²⁶–, en contraposición a aquellos que piensan que cumplen con una finalidad económico-productiva que nada tiene que ver con la mera satisfacción de necesidades personales o domésticas²⁷.

En tercer lugar, nos referiremos a las transmisiones de derechos de emisión en las que el adquirente compra con el fin del no uso del derecho. Aunque este supuesto puede parecer al lector atento un caso de laboratorio improbable en la práctica, lo cierto es que el mismo ya se ha producido. Así han actuado y podrían actuar en el futuro particulares y organizaciones ecologistas (sujetos-no-instalación, aunque nada obstaría tal comportamiento en sujetos-instalación) que adquirirían derechos en el mercado para su eliminación del sistema de intercambio, con el fin de producir de esta forma un posible aumento del precio del derecho por escasez de oferta en el mercado, haciendo más costoso para las empresas realizar actividades contaminantes²⁸. Este uso del derecho de emisión consistiría en adquirir el derecho de emisión para su extinción o cancelación lo que, si bien no coincide con la finalidad de la norma, no se puede calificar como un abuso de derecho, puesto que carece de consecuencias antijurídicas. A tales contratos de compraventa les sería necesariamente de aplicación el régimen civil –Título IV del CC, arts. 1.445 y ss.–.

3.1.1.2. Intermediadas.

Tanto interés como las transmisiones directas revisten las operaciones de compraventa de derechos de emisión intermediadas, por su importancia cuantitativa respecto al volumen total de trans-

²⁶ Cfr. VICENT CHULIÁ, F., *op. cit.*, págs. 933-936 y 998-999.

²⁷ Cfr. URÍA GONZÁLEZ, R., MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. y VÉRGEZ SÁNCHEZ, M., *El contrato de compraventa mercantil: Disciplina general*, en AA.VV. (coord. URÍA GONZÁLEZ, R. y MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.), *Curso de Derecho mercantil*, II, Cizur Menor, 2007, págs. 98-102.

²⁸ Refiere FORTÉS MARTÍN la iniciativa de un docente norteamericano de adquirir *allowances* correspondientes a 18 toneladas de SO₂ con el único objetivo de dejarlas expirar posteriormente, en el sistema americano de comercio de emisiones, precedente del mercado europeo. Cfr. FORTÉS MARTÍN, A., «Reflexiones a propósito del futuro régimen europeo de intercambio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero», *Revista Aranzadi de Derecho Ambiental*, núm. 5, 2004, nota al pie 79.

misiones de derechos, así como por su naturaleza y régimen jurídico. Se trata de lo que se conoce como mercado no organizado o mercado *over the counter* u OTC, es decir, un mercado en el que las condiciones de la negociación y de liquidación de las operaciones se fijan libremente entre las partes, que pueden, por otro lado, acceder a los mismos sin necesidad de cumplir especiales requisitos²⁹. Es rasgo característico de estos mercados la inexistencia de una Cámara de compensación que minimice el riesgo de crédito de la contraparte en la operación de transmisión.

En este caso nos encontramos ante las transmisiones de derechos de emisión favorecidas por intermediarios o *brokers*, que suelen ser intermediarios también de energía³⁰. Nótese que en el segundo caso –mercados de la energía– los *brokers* actúan como intermediarios en compraventas de materias primas o *commodities*, mientras que en el primer caso –comercio de derechos de emisión– transmiten derechos subjetivos. Estos intermediarios también se sirven en los contratos que intermedian de los modelos estandarizados de compraventa antes referidos.

Las transmisiones bilaterales intermediadas carecen de carácter financiero, por lo que no les resulta de aplicación la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV), ni la restante normativa financiera. Los intermediarios que operan exclusivamente en este tipo de mercados no organizados no están sometidos a las previsiones de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, MIFID), y no se les considera, por tanto, intermediarios financieros. La no aplicación de esta normativa se debe, no sólo a que actualmente no se contempla al derecho de emisión como instrumento financiero en el Derecho español, sino a que las transmisiones de derechos de emisión no se realizan en sistemas españoles organizados de negociación de instrumentos financieros. Tratándose de un mercado no organizado, nos planteamos qué tipo de relaciones jurídicas surgen en lo que hemos denominado una operación de transmisión bilateral e intermediada de derechos de emisión. Estas relaciones, de naturaleza contractual, son dos.

En primer lugar, existirá un contrato de comisión entre, de una parte, el titular o futuro adquirente del derecho de emisión y, de otra parte, la persona física o jurídica obligada a realizar por encargo del primero una operación mercantil de venta o compra, respectivamente, de dichos derechos. El referido contrato de comisión tendrá naturaleza mercantil y, como contrato típico, le resultará de aplicación el régimen jurídico previsto en los artículos 244 y siguientes del Código de Comercio, cuando se trate de un acuerdo de voluntades sometido al Derecho español. Debemos señalar que este contrato de mandato tiene carácter general y no especial, es decir, que no nos encontraremos ante un contrato de comisión del mercado de valores, también denominado contrato de comisión bursátil u «orden de bolsa», si bien este término se suele emplear concretamente para la intermediación en las Bolsas de Valores como subtipo específico de mercados regulados o mercados secundarios oficiales, enumerados en el apartado 2 del artículo 31 de la LMV. Y ello por el argumento expuesto anteriormente: si el derecho de emisión no se contempla *de lege lata* como instrumento financiero, el contrato por el que una persona ordena o encarga a otra, bien la transmisión de derechos de emisión de

²⁹ Vid. ROSEMBUJ GONZÁLEZ CAPITEL, F., «Algunas cuestiones...», *op. cit.*, pág. 32.

³⁰ Los principales *brokers* de energía internacionales, también conocidos como *energy brokers*, son *Evolution Markets*, *ICAP*, *Natsource*, *Spectron*, *CO₂e*, *GFI Group* y *TFS*.

su titularidad, bien la adquisición de derechos de emisión para sí, es un contrato de comisión general y no un contrato de comisión del mercado de valores o comisión bursátil.

En segundo lugar, cuando el comisionista realiza el encargo del comitente, surge un acuerdo de voluntades que tiene como causa la venta de derechos de emisión entre transmitente y adquirente. Este negocio jurídico no es más que un contrato de compraventa, del que resultan predicables todos y cada uno de los comentarios o precisiones que hemos realizado en el epígrafe inmediatamente anterior al referirnos a las transmisiones bilaterales directas.

3.1.2. Las transmisiones en plataformas multilaterales de negociación.

Además de mediante la transmisión bilateral directa e intermediada antes comentada, los derechos de emisión están siendo transmitidos o, más concretamente, negociados a través de plataformas multilaterales. De hecho, en la actualidad, en el mercado de derechos de emisión europeo existe una tendencia alcista en el número de operaciones realizadas en plataformas multilaterales en detrimento de los mercados no organizados ³¹.

En España se han previsto dos plataformas de negociación de derechos de emisión, el llamado Sistema Electrónico de Negociación de Derechos de Emisión de Dióxido de Carbono (abreviado como SENDECO₂) y el denominado Comercio Organizado de Derechos de Emisión de Bolsas y Mercados Españoles (abreviado como CODE-BME). No obstante, en la actualidad, sólo se encuentra en funcionamiento la plataforma SENDECO₂. Bolsas y Mercados Españoles (en adelante, BME) ³² emitió el 19 de junio de 2008 una nota oficial de prensa anunciando el lanzamiento de la plataforma CODE-BME en la segunda quincena del mes de septiembre de 2008 ³³. Sin embargo, dicho evento no se ha producido a la fecha de elaboración del presente trabajo de investigación.

3.1.2.1. Funcionamiento de las plataformas españolas de negociación de derechos de emisión.

Para analizar el régimen jurídico de las plataformas españolas de negociación de derechos de emisión resulta imprescindible determinar su funcionamiento o rasgos fundamentales. A tal fin, en las líneas sucesivas distinguiremos entre los intervinientes en las plataformas, el objeto negociado en las mismas y la forma de las operaciones de negociación.

³¹ Confirmando el auge de las transmisiones de derechos de emisión a través de plataformas multilaterales de negociación, cfr. ROMEO GARCÍA, I., *op. cit.*, pág. 5.

³² Bolsas y Mercados Españoles es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros en España, cotiza en Bolsa desde el 14 de julio de 2006 y forma parte del índice IBEX 35 desde julio de 2007. Además cuenta con más de 20 sociedades filiales, entre las que destacan Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Valencia, AIAF Mercado de Renta Fija, MEFF, IBERCLEAR, MAB, *Visual Trader BME Consulting*, BME Innova, BME Market Data e Infobolsa.

³³ El texto de la nota oficial de prensa del 19 de junio de 2008 se puede consultar en la web www.codebme.es.

A) Intervinientes.

Con respecto al aspecto subjetivo de las plataformas de negociación de derechos de emisión españolas, haremos una breve referencia a continuación a los distintos sujetos que intervienen en dicho proceso de negociación. Distinguiremos así entre:

- (i) La entidad de gestión de la plataforma.
- (ii) Las entidades de registro, compensación y liquidación, y
- (iii) Los miembros del mercado, que son los intermediarios o *brokers* y también los participantes que carecen de dicha condición de comisionista.

Cabe señalar que actualmente no podemos hablar de la existencia de una autoridad de control de las plataformas de negociación de derechos de emisión puesto que ninguna autoridad de supervisión del mercado –Comisión Nacional del Mercado de Valores o Banco de España– lleva a cabo control sobre las plataformas de negociación que analizamos.

a) La entidad de gestión.

Entendemos por entidades de gestión o entidades rectoras aquellas que rigen y administran la plataforma, siendo responsables de su organización y funcionamiento internos, y titulares de los medios necesarios para ello. Las entidades de gestión o rectoras de las plataformas de negociación de derechos de emisión españolas son Sistema Electrónico de Negociación de Derechos de Emisión de Dióxido de Carbono, SL, para la plataforma SENDECO₂, y una de la sociedad grupo o sociedad holding Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA, abreviada como BME, para la plataforma CODE-BME, a fecha de hoy pendiente de lanzamiento.

La primera de las sociedades referidas, es decir, Sistema Electrónico de Negociación de Derechos de Emisión de Dióxido de Carbono, SL, es una Sociedad de Responsabilidad Limitada cuyos socios son empresas de reconocido prestigio y de referencia tanto en el sector medioambiental –Ros Roca Group, Grupo Hera y GBI Serveis– como financiero –Banco de Sabadell, SA–³⁴. Esta sociedad no es una sociedad rectora de mercados secundarios oficiales, ni una sociedad constituida para la gestión de la plataforma de negociación de derechos de emisión por una o varias sociedades rectoras³⁵. Tampoco consta autorización del Ministro de Economía y Hacienda ni de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a favor de Sistema Electrónico de Negociación de Derechos de Emisión de Dióxido de Carbono, SL, para prestar servicios de inversión de conformidad con lo dispuesto en

³⁴ Vid. www.sendeco2.com.

³⁵ El régimen jurídico de las sociedades rectoras de mercados secundarios oficiales se establece de forma general en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y específicamente en el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, que regula las Sociedades Rectoras, sus Miembros, la Sociedad de Bolsas y la Fianza Colectiva.

los artículos 62 y siguientes de la LMV, puesto que la sociedad de referencia no cumple con los requisitos que, para la obtención de autorización como empresa de servicios de inversión, establece el apartado 2 del artículo 67 de la LMV.

Por el contrario, la empresa que, en su caso, gestione en un futuro la plataforma de negociación CODE-BME será una empresa del grupo o sociedad holding BME. La sociedad que BME constituya para operar la plataforma CODE-BME sí cumplirá con los requisitos previstos en el artículo 118 de la LMV, puesto que BME es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros en España.

b) La entidad de registro.

La llevanza del RENADE corresponde a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, SA (abreviada como IBERCLEAR), en virtud de la Resolución de 21 de octubre de 2005, de la Secretaría General para la Prevención de la Contaminación y del Cambio Climático, por la que se da publicidad al Acuerdo de Consejo de Ministros, de 19 de noviembre de 2004. IBERCLEAR es el Depositario Central de Valores Español encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores españolas, en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, en AIAF Mercado de Renta Fija, así como en Latibex, Mercado de Valores Latinoamericanos en euros ³⁶. IBERCLEAR es una Sociedad Anónima constituida conforme al artículo 44 bis de la LMV (artículo introducido por la sección segunda del art. 1.º de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero), a la que resultan de aplicación distintas normas de carácter financiero, además de ser filial íntegramente participada por BME ³⁷.

Consideramos conveniente destacar el hecho de que el Poder ejecutivo, concretamente el Consejo de Ministros, elija a la entidad central de depósito de valores española para gestionar el registro del sistema de comercio de derechos de emisión. No se puede negar que, implícitamente, se pone de manifiesto con este encargo una similitud relevante, si no ya una identidad, entre los derechos de emisión y los valores representados por anotaciones en cuenta que habitualmente registra, compensa y liquida IBERCLEAR en los mercados secundarios españoles. Dicha semejanza entre los derechos de emisión y los valores negociables tradicionales se podría ampliar al propio sistema de transmisión de dichos objetos, bien sea en plataformas de negociación de derechos de emisión, bien en mercados secundarios de valores negociables tradicionales, puesto que, entre otras similitudes, en todos ellos el registro de operaciones se encomienda a IBERCLEAR.

³⁶ Vid. www.iberclear.com.

³⁷ El marco legal que resulta de aplicación a IBERCLEAR es, básicamente, el siguiente: la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores; la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores; el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre Representación de Valores por Medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles; el Real Decreto núm. 505/1987, de 3 de abril; las Normas de adhesión y funcionamiento del Sistema de Compensación y Liquidación de AIAF Mercado de Renta Fija, Sociedad Anónima, gestionado por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, Sociedad Anónima; y las Normas de adhesión y funcionamiento del Sistema de Compensación y Liquidación de Valores, gestionado por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, Sociedad Anónima.

c) La entidad de compensación y contraparte central.

La Cámara de compensación y contraparte central es la Sociedad que se encarga, por una parte, de compensar y liquidar las operaciones que tienen lugar en un mercado financiero y, de otra parte, de ser contraparte central actuando como comprador ante cualquier vendedor y como vendedor ante cualquier comprador. En la plataforma de negociación de derechos de emisión actualmente en funcionamiento en España, SENDECO₂, la Cámara de compensación interviniente es la entidad de crédito española Banco de Sabadell, SA.

Tal y como se puede observar en la nota de prensa institucional emitida por la propia entidad crediticia, Banco de Sabadell, SA y SENDECO₂ acordaron en junio de 2009 que la entidad bancaria se convirtiese en la Cámara de compensación y contraparte central de la plataforma electrónica de negociación de derechos y créditos de emisión³⁸. Según se indica en dicho comunicado, el acuerdo referido es la primera experiencia de este tipo entre una «Bolsa» y un Banco en el sur de Europa y la segunda a nivel mundial; y supone ventajas para los inversores consistentes en:

- (i) La garantía de las operaciones de compraventa de derechos por la Cámara.
- (ii) La agilidad en el movimiento de los flujos de capitales.
- (iii) La mayor eficiencia de tesorería, y
- (iv) Los menores costes de operación.

³⁸ *Vid.* Nota de prensa de fecha 19 de junio de 2009 del Banco de Sabadell, SA –se puede consultar en www.bancsabadell.com–, con el siguiente texto:

«SENDECO₂ y Banco Sabadell acuerdan que éste actúe como contraparte central de la bolsa de derechos de emisión de CO₂.

Es la primera experiencia de este tipo entre una bolsa y un banco en el sur de Europa y la segunda a nivel mundial. Los operadores obtendrán una mayor seguridad, agilidad en el movimiento de los flujos de capitales, más eficiencia de tesorería y menos costes de operación.

SENDECO₂, la bolsa mediterránea de derechos de emisión de CO₂, y Banco Sabadell acaban de hacer público el acuerdo alcanzado por ambas partes para que la entidad bancaria sea la Cámara de Compensación y Contraparte Central (Clearing House) de la plataforma electrónica de negociación de derechos y créditos de emisión.

El presente acuerdo permitirá a los participantes del mercado operar con la seguridad de que el 100 por 100 de sus operaciones quedarán garantizadas por la contraparte central. Virtualmente, Banco Sabadell se convierte en comprador para los vendedores y en vendedor para los compradores. La unión entre SENDECO₂ y Banco Sabadell en el mercado de CO₂ es la primera experiencia de este tipo entre una bolsa y un banco en el sur de Europa y la segunda a nivel mundial. Otras ventajas para los clientes de SENDECO₂ serán agilidad en el movimiento de los flujos de capitales, mayor eficiencia de tesorería y menos costes de operación.

Desde que, en diciembre de 2007, Banco Sabadell entrara en el capital de SENDECO₂ y pasase a ser uno de sus accionistas de referencia, la colaboración entre ambas compañías se ha ido incrementando en diferentes ámbitos hasta que, de mutuo acuerdo, se convierte en la cámara de compensación de la plataforma española. Dentro de la activa apuesta y presencia del banco en la financiación de proyectos e iniciativas vinculadas a las renovables, el presente acuerdo significa un paso más en la lógica evolución de su relación con SENDECO₂, la primera y única bolsa de emisiones de España (...).

d) Los miembros de la plataforma.

Nos referimos como miembros de las plataformas de derechos de emisión a los sujetos habilitados para operar en las mismas ³⁹. En aras a una mayor claridad en la exposición, distinguiremos en este apartado, de entre los sujetos habilitados a operar en las plataformas de negociación de derechos de emisión, aquellos que ostentan la condición de mediador o intermediario, y aquellos que no la ostentan.

En el caso de España, si bien las plataformas de negociación de derechos de emisión facilitan la negociación no intermediada por parte de personas que no ostentan la condición de mediadores, lo cierto es que estos últimos pueden intervenir para desarrollar sus operaciones de intermediación a través de las plataformas de negociación. Los referidos mediadores no tienen necesariamente que contar con la condición de empresa de servicios de inversión ⁴⁰ o entidad de crédito ⁴¹ para actuar SENDECO₂ y CODE-BME, puesto que la legislación española no considera en la actualidad al derecho de emisión como un instrumento financiero ni a las plataformas de negociación como un mercado organizado. De esta forma, pueden intervenir en las plataformas intermediarios que tengan la condición de empresas de servicios de inversión o entidades de crédito, junto con otras personas físicas o jurídicas que no cuenten con tal calificación.

Adicionalmente, también pueden operar en las plataformas de negociación de derechos de emisión sujetos que no ostentan la condición de intermediario. En las Normas operativas de negociación de derechos de emisión de la plataforma CODE-BME, todavía sin funcionamiento, se nos indica quiénes son participantes de la negociación. Concretamente el artículo 1, con desafortunada redacción, indica que «la negociación se encuentra abierta a todas las personas físicas que ostenten la condición de empresario o profesional, así como a las personas jurídicas que deseen comerciar con Derechos de emisión y Unidades de Kioto y cumplan los requisitos» que establece a continuación el referido artículo. Debemos llamar la atención sobre la referencia a las personas físicas «que ostenten la condición de empresario o profesional» que realiza el precepto. Esta previsión, que indica que

³⁹ Tomamos el concepto de CORTÉS DOMÍNGUEZ, si bien dicho autor se refiere concretamente a los miembros del mercado en las Bolsas de Valores, cfr. CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., *El mercado de valores: (I) Organización*, en AA.VV. (coord. URÍA GONZÁLEZ, R. y MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.), *Curso de Derecho Mercantil*, II, Cizur Menor, 2007, pág. 385.

⁴⁰ En el apartado 1 del artículo 62 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores se define a las empresas de servicios de inversión como aquellas cuya actividad principal consiste en prestar, con carácter profesional, servicios de inversión sobre instrumentos financieros a terceros. Pese a que el derecho de emisión no se contempla *de lege lata* como un instrumento financiero, existen empresas de servicios de inversión autorizadas que realizan tareas de intermediación, tanto en operaciones relativas a instrumentos financieros en mercados organizados, como en operaciones sobre derechos de emisión en la plataforma SENDECO₂.

⁴¹ En Derecho español son entidades de crédito las enumeradas en el apartado 2 del artículo 1.º del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, tal y como establece por remisión el apartado 2 del artículo 1.º de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Entidades de Crédito. En el referido Real Decreto Legislativo de 1986 se define el concepto de entidad de crédito, entendiéndose por tal toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza; así como toda empresa o cualquiera que emita medios de pago en forma de dinero electrónico. Este tipo de entidades actúa como intermediario en las negociaciones de derechos de emisión que se llevan a cabo a través de la plataforma SENDECO₂.

la persona física que participe en la negociación de derechos de emisión debe ostentar la condición de comerciante o empresario, de conformidad con lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 1.º del Código de Comercio, entendemos que no resulta adecuada. Y ello porque ni la normativa comunitaria ni la nacional sobre comercio de derechos de emisión prevén que sea exclusivamente el empresario, individual o social, el titular y, por tanto, el transmitente y/o adquirente de los referidos derechos. Hemos indicado ya que la Ley 1/2005 prevé que tanto sujetos-instalación como sujetos-no-instalación pueden ser titulares del derecho de emisión. Si bien entre los primeros todos los titulares de instalación tendrán la condición de empresarios, lo cierto es que entre los segundos, es decir, entre los sujetos-no-instalación, podremos encontrar empresarios y personas que no ostenten tal condición. Por tanto, los particulares no comerciantes deberán poder ser, sin ninguna limitación, participantes de las plataformas de negociación de derechos de emisión, a diferencia de lo que indica el referido artículo 1 de las Normas operativas de negociación de CODE-BME.

Por otra parte, debemos señalar que para adquirir la condición de miembro, no se requiere tener la condición de socio o accionista de las entidades de gestión o rectoras de las plataformas de negociación de derechos de emisión españolas, es decir, de Sistema Electrónico de Negociación de Derechos de Emisión de Dióxido de Carbono, SL, para la plataforma SENDECO₂, y de una sociedad del grupo BME, para la plataforma CODE-BME. Para ser miembro de la plataforma SENDECO₂, basta con:

- (i) Tener abierta una cuenta de haberes en cualquier Registro europeo de derechos de emisión.
- (ii) Haber suscrito el correspondiente contrato de adhesión establecido por la plataforma como contrato tipo.
- (iii) Satisfacer las cuotas correspondientes, y
- (iv) Contar con los requisitos tecnológicos mínimos que permitan al miembro operar en la plataforma ⁴².

Con la regulación vigente, que sujetos que carezcan de la condición de empresas de servicios de inversión y/o entidades de crédito autorizadas en la Unión Europea o en un Estado no miembro pero con acceso a los mercados españoles participen como miembros de las plataformas de negociación de derechos de emisión no implica ninguna infracción legal. Y ello porque, como hemos tenido ocasión de reiterar, las plataformas de negociación de derechos de emisión no se encuentran sometidas a la legislación del mercado de valores nacional.

B) Objeto de negociación.

Las operaciones que se realizan a través de la plataforma española de negociación de derechos de emisión actualmente en funcionamiento, SENDECO₂, se pueden clasificar, según el objeto de negociación, en operaciones sobre derechos de emisión y operaciones sobre Reducciones Certifica-

⁴² Vid. www.sendeco2.com.

das de Emisiones⁴³. No se negocian actualmente en dicha plataforma instrumentos derivados sobre derechos de emisión que sí son objeto de transacción en otros mercados internacionales.

La Ley 1/2005 se refiere exclusivamente al derecho de emisión como derecho subjetivo⁴⁴, sin expresar su posible condición de valor negociable o instrumento financiero en tanto en cuanto es objeto de negociación impersonal y generalizada en las plataformas de negociación de derechos de emisión. Tampoco otra disposición legal o reglamentaria atribuye la condición de instrumento financiero al derecho de emisión, conforme a lo previsto en el supuesto k) del apartado 1 del artículo 2.º de la LMV. No obstante, la Ley 1/2005 sí establece expresamente la posible transmisión del derecho de emisión, que deberá ser posterior a la expedición e inscripción de tal derecho en el RENADE, y ya hemos destacado que en el tráfico mercantil los derechos de emisión están siendo objeto no sólo de transmisiones bilaterales sino también de negociación impersonal en plataformas creadas con ese fin.

Si bien el legislador español no contempla el derecho de emisión como un instrumento financiero, planteamos en las líneas siguientes la compleja cuestión de si podría y/o debería serlo. Nótese que el lector de este trabajo podría en este instante optar por invertir sus ahorros tanto en cualesquiera instrumentos financieros –v.gr. en acciones de sociedades cotizadas en la Bolsa de Valencia–, como en derechos de emisión. En ambos casos acudiría a mercados de negociación generalizada e impersonal con unas reglas de funcionamiento establecidas, si bien sólo en el primer ejemplo –Bolsa de Valencia– actuaría en un mercado organizado, concretamente un mercado secundario oficial o mercado regulado. En el mercado de derechos de emisión el lector-inversor lanzaría una orden de compra en la plataforma SENDECO₂, orden que casada y liquidada le otorgaría la condición de titular de x derechos de emisión inscritos en el RENADE. La desinversión en derechos de emisión requeriría el lanzamiento de una orden de carácter inverso. En aras a la brevedad indicaremos que, desde el punto de vista jurídico, el derecho de emisión se podría subsumir en la categoría de instrumento financiero por ser un derecho de contenido patrimonial, agrupado en emisiones, representado mediante anotaciones en cuenta y negociable en la actualidad en España a través de plataformas electrónicas creadas a tal efecto. Esta tesis de consideración del derecho de emisión como instrumento financiero no sería absolutamente novedosa, sino que tiene su reflejo en el Derecho comparado, concretamente en el Ordenamiento jurídico sueco. La ley de comercio de derechos de emisión de dicho Estado, *Lagen om han-*

⁴³ Las Reducciones Certificadas de Emisiones (*Certified Emission Unit* o CERs) son las unidades expedidas de conformidad con el artículo 12 del Protocolo de Kioto y la Convención Marco de Naciones Unidas sobre Cambio Climático, como créditos entregados en virtud de un proyecto del Mecanismo de Desarrollo Limpio (MDL) en un país no incluido en el Anexo I de la Convención. Los Mecanismos de Desarrollo Limpio consisten en la ejecución de proyectos de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero por parte de países desarrollados –incluidos en el Anexo I– en países en vías de desarrollo –no incluidos en dicho Anexo–. El país inversor realiza proyectos de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero o de fijación de carbono en el país receptor. Como contraprestación a la realización de estos proyectos el país inversor obtiene los CERs. Dichas certificaciones equivalen a la diferencia entre las emisiones reales del país receptor tras la aplicación del proyecto y las emisiones previstas para el país receptor sin la aplicación de dicho proyecto. El epígrafe d) del apartado 6 del artículo 20 de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero, establece que el derecho de emisión puede tener su origen en los CERs, siempre que se cumplan los requisitos establecidos en dicho precepto legal.

⁴⁴ El apartado 1 del artículo 20 de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero, define el derecho de emisión como «derecho subjetivo a emitir una tonelada equivalente de dióxido de carbono desde una instalación incluida en el ámbito de aplicación de esta Ley».

del om utsläppsrätter (2004:1199), define al derecho de emisión como un instrumento financiero ⁴⁵. En Suecia el comercio de derechos de emisión debe cumplir con las previsiones de la Ley del Mercado de Valores nacional, *Lagen om handel med finansiellt instrument* (1991:980), de tal forma que la prestación profesional de servicios de inversión sobre derechos de emisión requiere de licencia y está sujeta a la supervisión de la Autoridad de Supervisión del Mercado de Valores sueca –equivalente a nuestra Comisión Nacional del Mercado de Valores– que recibe el nombre de *Finansinspektionen* ⁴⁶.

C) Operaciones.

Las operaciones sobre derechos de emisión que se llevan a cabo en las plataformas españolas son operaciones denominadas de contado o *spot*, en las que se realiza una compraventa de derechos de emisión con entrega y precio no aplazados. La compraventa de derechos de emisión tiene para su liquidación o ejecución un plazo de tiempo breve.

No se producen actualmente en las plataformas españolas de negociación operaciones *forward* ni de futuros, en las que se lleva a cabo una compraventa de derechos de emisión con entrega y precio aplazados, siendo la diferencia entre ambas que las primeras se suscriben fuera de mercados organizados y las segundas dentro de los mismos. Tampoco se producen operaciones de opción –en el término inglés *options*– en las que se adquieren derechos a la compra o venta de derechos de emisión a un precio determinado en una fecha o tiempo previamente convenido, ni operaciones de estructurado, que son compraventas con diferentes entregas de los derechos en distintos plazos, en las que las partes suelen pactar crédito y otras garantías.

Por lo tanto, en la actualidad, la operativa en cuanto a plazo y condiciones de entrega en las compraventas de derechos de emisión negociadas a través de las plataformas de negociación es sencilla, a diferencia de lo que sucede en las operaciones de derivados sobre derechos de emisión. No se descarta que en el futuro las plataformas españolas de negociación de derechos de emisión realicen, al igual que sucede con otras plataformas europeas, operaciones de futuros sobre derechos de emisión ⁴⁷, operando en consecuencia con instrumentos financieros derivados.

3.1.2.2. Régimen jurídico.

Tal y como sucede con los mercados europeos, las plataformas de negociación de derechos de emisión españolas (en funcionamiento –SENDECO₂– y previstas –CODE-BME–) son calificadas

⁴⁵ Cfr. UPSTON-HOOPER, K., ANTONEN, K., MEHLING, M. y PERRELLS, A., *op. cit.*, pág. 7.

⁴⁶ Cfr. *Ibidem*, pág. 19.

⁴⁷ *Vid.* ROMEO GARCÍA, I., *op. cit.*, pág. 9, para quien:

«En este momento somos un mercado al contado, en un futuro posiblemente lo ampliamos a futuros, pero en este momento, repito, es un mercado al contado, compra y vende en el mismo momento en que se cierra la operación.

Con relación al tipo de operaciones, como les he indicado con anterioridad, puedo decirles que hay operaciones *spot*, al contado, es decir, ustedes y yo nos ponemos de acuerdo hoy y en un plazo de dos o tres días ustedes me dan los derechos y yo les pago; es la manera más simple y la que más volumen mueve, pues es la más sencilla.»

por la mayoría de autores como «Bolsas» de derechos⁴⁸, e incluso por algunos juristas como «mercados organizados»⁴⁹. Sin embargo, esta terminología no se corresponde con la aplicación del régimen jurídico-financiero a dichos mercados. Los derechos de emisión y las plataformas para su negociación quedan al margen del Derecho del mercado de valores, no son mercados organizados. Las plataformas existen, funcionan y cuentan con un elevado volumen de operaciones si bien el legislador español no ha reaccionado a la existencia de las mismas, probablemente por la novedad del sistema. ¿Debe hacerlo? Es decir, ¿debe el legislador nacional regular las plataformas de negociación de derechos de emisión? La extensión limitada de este foro no nos permite detallar los argumentos jurídicos que ampararían la regulación de las plataformas de negociación de derechos de emisión, si bien trataremos de realizar una aproximación en las líneas sucesivas.

No desconocemos que la función primaria de los mercados financieros es la financiación u obtención de recursos dinerarios por parte de personas que los necesitan, a través de un medio, el mercado, que dota de seguridad, impersonalidad y liquidez a las operaciones que en él se desarrollan⁵⁰. Ahora bien, entendemos que ello no obsta para que, como consecuencia del desarrollo económico y social, surjan situaciones novedosas en las que se hace conveniente acudir al mercado financiero como método para satisfacer intereses sociales. Tras la publicación del presente trabajo entendemos que no faltarán las voces que afirmen que la función de nuestro mercado de valores es la financiación eficiente de las empresas, desempeño que no se vería satisfecho en el mercado de derechos de emisión. A tales afirmaciones podríamos responder que la referida función de financiación es loable, además de haber sido cumplida hasta el momento con éxito —esperemos que lo sea también en el futuro—, por nuestra norma básica del Derecho del mercado de valores, la LMV⁵¹. Ahora bien, más de veinte años después de la promulgación de la referida norma, entendemos que las funciones del Derecho del mercado de valores deben ser ampliadas para amparar lo que los juristas ambientalistas han calificado como un «instrumento de mercado de carácter cooperador»⁵², es decir, el mercado de derechos de emisión.

⁴⁸ Vid. AGGERYD, J. y STRÖMQUIST, F., *An Empirical Examination of the EUA Emission Rights Market*, Director de Tesis Doctoral: BJÖRK, T., Estocolmo, Stockholm School of Economics, 2008, pág. 9; BILBAO ESTRADA, I. y PEDRAZA BOCHONS, J.V., «La fiscalidad de los derechos de emisión», *Noticias de la Unión Europea*, en prensa; DOMÍNGUEZ CONDE, M.J. y GARCÍA MACHADO J.J., «Mercados derivados de los derechos de emisión del protocolo de Kioto ¿Un nuevo mercado de futuros?», *Información Comercial Española, Boletín Económico*, núm. 2888, 2006, pág. 31; GUTIÉRREZ FRANCO, Y., *El comercio de emisiones de Gases de Efecto Invernadero en la Unión Europea: efectos sobre el crecimiento económico y la calidad ambiental*, Director de Tesis Doctoral: BUSTOS GISBERT, A., Madrid, Universidad Complutense, 2003, pág. 110; MATEOS ANSÓTEGUI, A.I., «La contabilidad de los derechos de emisión de GEI en el nuevo PGC 2008. La problemática de las subvenciones», *Técina Contable*, núm. 717, 2009, pág. 41; y SOGORB MIRA, F., «La Bolsa de CO₂», *Noticias de la Unión Europea*, en prensa.

⁴⁹ Vid. BILBAO ESTRADA, I. y PEDRAZA BOCHONS, J. V., *op. cit.*, en prensa.

⁵⁰ Vid. CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., *op. cit.*, pág. 351.

⁵¹ Para URÍA FERNÁNDEZ resulta elogiado el beneficioso efecto que sobre la economía española tuvo la promulgación de la Ley del Mercado de Valores en 1988, ya que permitió la captación de inversiones tanto extranjeras como nacionales. Cfr. URÍA FERNÁNDEZ, F., *Régimen general. La evolución de la normativa sobre mercado de valores*, en AA.VV. (coord. URÍA FERNÁNDEZ, F.), *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Madrid, 2007, págs. 60-61.

⁵² Sobre el concepto de «instrumentos de mercado de carácter cooperador», vid. MORA RUIZ, M., *La gestión ambiental compartida: función pública y mercado*, Valladolid, 2007, págs. 147-156.

Señalemos que el legislador de 1988 reconocía, en la Exposición de Motivos de la LMV, que «el funcionamiento de los mercados de valores» era susceptible de verse influido «por los importantes cambios que se están produciendo en el entorno financiero nacional e internacional y que, sin duda, proseguirán con intensidad en el futuro inmediato». La norma básica financiera señalaba el carácter cambiante que hacía entonces y hace en la actualidad que el Derecho del mercado de valores deba estar atento a nuevas realidades que impliquen su intervención, para su adaptación al veloz desarrollo del tráfico económico. Este cambio o evolución del Derecho del mercado de valores ha sido destacado por voces muy autorizadas, algunas de las cuales han hablado de la existencia de un «nuevo régimen». Así SÁNCHEZ CALERO se plantea si, tras la reforma llevada a cabo por la Directiva MIFID, «nos hallamos ante una modificación del régimen del mercado de valores o bien ante un nuevo régimen de los instrumentos financieros». Para este autor, el Derecho comunitario de los mercados financieros establece un nuevo concepto de mercado fuera del tradicional y «camina, por la fuerza de los hechos, hacia una regulación de unos mercados financieros únicos con una negociación más compleja, fuera incluso del concepto de mercado en un sentido tradicional o si se quiere, estricto»⁵³. La existencia de la supracategoría del instrumento financiero –cuyos rasgos consideramos predicables del derecho de emisión– lleva a este autor a plantearse la existencia de un mercado con unos parámetros distintos, más amplios.

En el primer epígrafe de este trabajo indicábamos que el mercado de derechos de emisión tiene como objetivo principal disminuir los costes de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera, y por ello permite traspasar recursos dinerarios y derechos de emisión desde quienes están en condiciones de cederlos a quienes los precisan. Las plataformas de negociación de derechos de emisión serían por tanto un mercado financiero, si bien surgido del interés primigenio de la mitigación del fenómeno del cambio climático, como compromiso asumido por el Estado español a través de la ratificación de instrumentos normativos internacionales⁵⁴. Dichas plataformas de negociación de derechos de emisión tendrían la condición de mercados estrictamente secundarios toda vez que cuentan con una función esencial de liquidez, entendida como posibilidad de deshacer la posición con respecto al derecho de emisión, es decir, de encontrar contraparte para transmitir el derecho subjetivo y obtener su precio en dinero⁵⁵. Precisamente para el correcto funcionamiento del sistema de comercio de derechos de emisión, estos derechos deben ser un recurso fácilmente negociable de forma masiva e impersonal, es decir, un recurso líquido que facilite a los sujetos-instalación el cumplimiento de las obligaciones de entrega de derechos en virtud de las toneladas de CO₂ emitidas a la atmósfera.

En resumen, el objetivo de los mercados de derechos de emisión, desde el punto de vista de la jurisprudencia de intereses, es el de disminuir los costes de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera y, por tanto, facilitar a los sujetos-instalación el cumplimiento de tales

⁵³ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., «De la reforma del mercado de valores a la de los sistemas de contratación de instrumentos financieros», *Anales de la Real Academia de jurisprudencia y legislación*, núm. 38, 2008, pág. 594.

⁵⁴ En la web de la plataforma de negociación de derechos de emisión CODE-BME –www.codebme.es– se indica: «El comercio de derechos de emisión permite hacer confluir los mecanismos del mercado financiero y los objetivos medioambientales.»

⁵⁵ Cfr. LÓPEZ PASCUAL, J. y ROJO SUÁREZ, J., *Los mercados de valores. Organización y funcionamiento*, Madrid, 2004, pág. 145.

obligaciones de reducción. Como dicho objetivo no ha cristalizado en una regulación mercantil del mercado de emisiones, los agentes económicos han tomado la iniciativa en el tráfico contemplando *de facto* a los derechos de emisión como instrumentos financieros negociables y creando plataformas de negociación muy similares a los sistemas multilaterales de negociación previstos recientemente en la LMV⁵⁶. Algunos autores han considerado que no se debe aplicar a estas plataformas de negociación de derechos de emisión la normativa del mercado de valores, por ser su causa o fin del primero la «protección ambiental», siendo sin embargo finalidad de los mercados de instrumentos financieros el ahorro y la inversión⁵⁷. Sin embargo, en nuestra opinión, las funciones ambientales y financieras son perfectamente compatibles, y de hecho coexisten en la práctica en las plataformas multilaterales, por lo que el objetivo de mejora ambiental de los mercados de derechos de emisión no excluye su funcionamiento como verdaderos mercados financieros, que deberán ser regulados por el Derecho del mercado de valores a fin de proporcionar protección al inversor en virtud de los principios de transparencia e igualdad y de la vinculación al régimen de supervisión, inspección, sanción e intervención de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3.2. Las transmisiones de derivados sobre derechos de emisión.

3.2.1. Orígenes.

El comercio de derechos de emisión fue establecido como mecanismo de flexibilidad por el Protocolo de Kioto y desarrollado, entre otras normas, por la Decisión 18 de la séptima Conferencia de las Partes de 2001 –integrante de los denominados «Acuerdos de Marrakech»–, sobre modalidades, normas y directrices aplicables al comercio de los derechos de emisión previstas en el artículo 17 del Protocolo de Kioto. Pese a esta temprana previsión normativa, el inicio del mercado internacional de emisiones derivado del Protocolo se ha producido en el año 2008, tal y como estaba previsto.

Sin embargo el mercado comunitario de emisiones, establecido por la Directiva 2003/87/CE, comenzó a funcionar antes de la puesta en marcha del mercado internacional, como método para la

⁵⁶ La modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores para la inclusión de los sistemas multilaterales de negociación y los internalizadores sistemáticos como tipos de mercados organizados es consecuencia directa de la derogación del principio de concentración llevado a cabo por la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, que fue transpuesta a nuestro Ordenamiento por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre. Se entiende por principio de concentración el que determina que la validez de la negociación de un instrumento financiero depende de que se realice en un determinado mercado. Dejando a un lado la relevante discusión sobre la conveniencia o no del abandono de tal principio en la regulación financiera comunitaria, lo cierto es que la Directiva citada ha dado un giro a la concepción vigente hasta el momento permitiendo la competencia entre los mercados en aras a lograr la eficiencia del mercado global o integrado, entendiéndose por tal el resultado de cada uno de los mercados individuales actuando en leal competencia. La abolición de la facultad de imponer la concentración de las negociaciones en el mercado regulado pretende crear un régimen de competencia o concurrencia entre mercados reglamentados y plataformas gestionadas por grandes operadores financieros o consorcios de intermediarios.

⁵⁷ ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL manifiesta que no se debe aplicar al mercado de derechos de emisión la normativa del mercado de valores, si bien reconoce cierta similitud entre lo que considera mercados distintos –es decir, el de derechos de emisión y el financiero–, que sitúa en la anotación en cuenta como forma de representación del derecho–. Cfr. ROSEMBUJ GONZÁLEZ CAPITEL, F., «Algunas cuestiones...», *op. cit.*, págs. 31-32.

adquisición de la experiencia previa necesaria y como ejemplo del liderazgo que la Unión Europea está llevando a cabo en la lucha contra el cambio climático. La referida Directiva estableció dos primeras fases diferenciadas para su implantación: un primer periodo de tres años que fue de 2005 a 2007, ambos inclusive, y un segundo periodo de cinco años que va de 2008 a 2012, ambos inclusive. Ha sido el inicio del segundo periodo el que ha coincidido con la puesta en marcha del mercado internacional de emisiones del Protocolo de Kioto, concurriendo además el final de dicho segundo periodo con la fecha de verificación de los objetivos de reducción de emisiones del referido Protocolo.

El dilatado tramo temporal existente entre la aprobación del texto definitivo del Protocolo de Kioto –el 11 de diciembre de 1997 en la tercera Conferencia de las Partes de la CMNUCC– y, no sólo su entrada en vigor –concretamente, el 16 de febrero de 2005 con la ratificación de Rusia–, sino también la entrada en funcionamiento de un mercado internacional de derechos de emisión –enero de 2008– ha provocado la creación de un importante mercado de derivados sobre derechos de emisión con anterioridad al referido año 2008.

Desde el punto de vista del Derecho privado, resulta muy curioso el surgimiento de un importante mercado de instrumentos financieros derivados sobre derechos de emisión con carácter previo al nacimiento del subyacente, es decir, del propio derecho⁵⁸. La creación de un mercado de derivados ha sido anterior a la entrada en funcionamiento del mercado europeo de derechos de emisión el 1 de enero de 2005, puesto que desde el año 2003 ya se realizaban de forma extensiva operaciones de derivados sobre derechos de emisión. Hemos indicado las razones temporales que han podido provocar el origen de las transmisiones de dichos derivados: el dilatado plazo existente entre la aprobación del texto definitivo del Protocolo de Kioto y su entrada en vigor, y el inicio aun posterior del mercado internacional de derechos de emisión. Pero estas razones no son únicas sino que además existen otras causas que hacen que aún hoy el volumen de transmisiones de derivados de derechos de emisión sea elevado.

Como se sabe, la función básica de los instrumentos derivados es cubrir riesgos y eliminar la incertidumbre que provocan diversos acontecimientos, como puede ser la variación del precio del subyacente⁵⁹. El derecho de emisión cuenta con todos los requisitos necesarios para ser subyacente de un derivado, tanto por tener carácter fungible, como por ser objeto de negociación en plataformas de negociación⁶⁰. Es precisamente la volatilidad del precio del derecho de emisión, que se ha comprobado como muy alta en los mercados, la que hace que actualmente se continúen negociando derivados de estos derechos, principalmente opciones y futuros –aunque también *swaps* y estructurados–. En nuestra opinión, la inestabilidad del precio del derecho de emisión en el mercado ha sido determinante en el desarrollo del mercado de derivados sobre dichos derechos.

⁵⁸ Cfr. CONAMA 8 CONGRESO NACIONAL DE MEDIO AMBIENTE, *Comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, Documento final del Grupo de trabajo IX*, Madrid, 2007, págs. 4-11.

⁵⁹ Cfr. CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., *op. cit.*, pág. 354.

⁶⁰ Para ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL las causas para el desarrollo de un mercado de futuros son: (i) la existencia de riesgo en la variación del precio, (ii) la homogeneidad del activo subyacente y (iii) la existencia de un mercado de negociación del activo subyacente. Cfr. ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL, F., «El mercado financiero de derivados de derechos de emisión», *Revista Interdisciplinaria de Gestión Ambiental*, núm. 66, 2004, págs. 40-41.

3.2.2. Régimen jurídico.

Desde el punto de vista jurídico, resulta muy relevante señalar cómo se contempla en la actualidad en el Derecho español a los derivados de derechos de emisión. Para ello, deberemos distinguir los derivados de derechos de emisión que sean objeto de negociación en sistemas de negociación de instrumentos financieros, de los que no lo sean.

Este último caso no reviste especial atención a los efectos del presente trabajo, puesto que, como compartirá el lector, las transmisiones de derivados de derechos de emisión realizadas en mercados no organizados no se encuentran sometidas a la regulación del mercado de valores. En estos supuestos los derivados de derechos de emisión no revisten la condición de instrumentos financieros, por lo que estarán equiparados en su tratamiento jurídico a cualquier otro objeto contractual, de naturaleza no especial ⁶¹.

Por el contrario, los derivados de derechos de emisión que sean objeto de negociación en sistemas españoles de negociación de instrumentos financieros, gozan de la naturaleza jurídica de derivados, o instrumentos financieros derivados, a los que se aplica la normativa del mercado de valores. Y ello se prevé expresamente en el apartado 8 del artículo 2.º de la LMV, que en su redacción vigente establece que se considerarán como instrumentos financieros a los contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con, entre otros aspectos –*v.g.*: variables climáticas, gastos de transporte y tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales–, «autorizaciones de emisión» que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes.

Nótese que el término «autorizaciones de emisión» empleado por el legislador español no es en absoluto adecuado, ya que obvia la denominación, más acertada a nuestro entender, que empleó para referirse al «derecho» subjetivo –que no autorización– de emisión en la Ley 1/2005. Además, el empleo de tal término lleva a confusión toda vez que las autorizaciones de emisión, reguladas en los artículos 4.º a 8.º de la Ley 1/2005, son una realidad distinta del derecho de emisión. Esta situación podría ser reflejo de la deficiente traducción de las Directivas comunitarias –en el caso concreto, inadecuada traducción del término *allowance*– a la que se añade el fenómeno de implantación en nuestro Ordenamiento de instituciones previstas por las normas supranacionales a transponer que proceden de otros sistemas jurídicos, y que poco o nada tienen que ver con el Derecho español. Coincidimos con la mayoría de la doctrina en destacar que la transposición de las Directivas se debe realizar con exquisita prudencia, y siempre desde el punto de vista de la integración de nuestro Ordenamiento jurídico. Requiere por tanto el error de traducción señalado en la LMV una modificación inmediata de la redacción del referido precepto, por ser la denominación «autorizaciones de emisión» no ya imprecisa, sino absolutamente incorrecta desde el punto de vista de la naturaleza jurídica de lo que con dicho término se está refiriendo, además de atentar contra el principio de integración y coherencia de nuestro Ordenamiento jurídico. La dicción literal de dos normas de rango legal, la Ley 1/2005 y la LMV, no puede ser distinta para referirse a una misma realidad jurídica: el derecho de emisión.

⁶¹ Cfr. AGGERYD, J. y STRÖMQVIST, F., *op. cit.*, pág. 37.

Hecha la precisión anterior, y volviendo a la naturaleza jurídica de los derivados de derechos de emisión, cabe señalar que la inclusión expresa de tales instrumentos derivados en la LMV ha sido muy reciente, concretamente, a raíz de la modificación de la referida norma llevada a cabo por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre. A su vez esta norma supuso la transposición de, entre otras directivas europeas, la ya referida MIFID ⁶². Si bien la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los Servicios de Inversión en el Ámbito de los Valores Negociables (en adelante, DSI), supuso el establecimiento del instrumento financiero como categoría amplia o género en el que se engloban los valores negociables y los derivados; debemos a la posterior Directiva MIFID la aclaración de la condición de los instrumentos financieros derivados sobre derechos de emisión como objeto de aplicación de la normativa financiera. Fue esta norma comunitaria la que inspiró la redacción del ya referido apartado 8 del artículo 2.º de la LMV, al establecer en su Anexo I una lista de instrumentos financieros, junto con un catálogo de servicios y actividades de inversión. En dicho listado de instrumentos financieros, el apartado 10 de la Sección C del referido Anexo I indica la inclusión en dicha categoría de los derivados de derechos de emisión ⁶³, con una traducción literalmente transpuesta por el legislador español a la LMV de forma errónea en lo que se refiere al término «autorizaciones de emisión».

A la negociación de derivados sobre derechos de emisión en mercados organizados se aplica la normativa financiera como régimen especial preferente a la restante normativa mercantil. La consecuencia práctica fundamental de esta previsión supone que las entidades de inversión –salvo las expresamente excepcionadas por el apartado 3 del art. 62 de la LMV, de conformidad con las previsiones de la MIFID– deben obtener el pasaporte comunitario para operar con derivados de derechos de emisión.

Cabe señalar que gran parte de las transmisiones de derivados de derechos de emisión a nivel internacional se realizan a través de las denominadas plataformas de negociación de derechos de emisión. Por ejemplo, la plataforma ECX-IPE (*European Climate Exchange-International Petroleum Exchange*) negocia futuros y opciones de derechos de emisión a nivel paneuropeo, mientras que las plataformas *Nord Pool* y *EEX* negocian futuros sobre derechos de emisión. En España, tal y como hemos señalado, en la plataforma SENDECO₂ no se negocian derivados de derechos de emisión sino exclusivamente transmisiones del subyacente. Sin embargo, como se puede apreciar, hay una relación entre las transmisiones de derechos de emisión y las compraventas de derivados sobre los mismos, de

⁶² Las restantes directivas europeas transpuestas son la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha directiva; y la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

⁶³ El apartado 10 de la Sección C del Anexo I de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, incluye como instrumento financiero a los «Contratos de opciones, futuros, permutas ("swaps"), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato), así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en la presente sección C, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o SMN, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía».

tal forma que instrumentos financieros y «derechos» no contemplados hasta el momento como incluidos en la anterior categoría son objeto de negociación en idénticos mercados internacionales.

4. ESPECIAL REFERENCIA A LA TEORÍA DEL TÍTULO Y EL MODO EN LAS TRANSMISIONES DE DERECHOS DE EMISIÓN

En el sistema español rige la teoría del título y el modo para la transmisión de bienes y derechos, consistente en que para la adquisición de los mismos es necesaria la existencia de un título transmisivo y la posterior *traditio* o entrega del derecho a favor del adquirente, en virtud de lo establecido en el artículo 609 del Código Civil. Los negocios jurídicos sobre el derecho de emisión, en cuanto que derecho subjetivo, se rigen asimismo por esta teoría del título y el modo.

La teoría del título y el modo está condicionada por la forma de representación del derecho de emisión. Como hemos indicado anteriormente, el derecho de emisión no se representa por la forma tradicional de títulos, sino que está representado mediante anotaciones en cuenta. Por tanto, la transmisión del derecho de emisión no implica la existencia de un negocio jurídico traslativo y la entrega del título que representa el derecho, sino que al estar representado el derecho por anotación en cuenta, es necesario, en primer lugar, que el derecho esté inscrito en el RENADE y que, posteriormente, se inscriba en dicho Registro el negocio traslativo sobre el mismo.

RECALDE CASTELLS afirma que existen tres regímenes de transmisión de derechos. El primero de ellos sería el ordinario o común, aplicable a la cesión de créditos del Derecho civil, y previsto en los artículos 1.526 y siguientes de la norma codificada civil. El segundo régimen de transmisión de derechos tendría carácter especial, y sería el previsto para los supuestos en que el derecho se incorpora en un título-valor, es decir, cuando la representación del derecho es cartular o cartácea, siendo de aplicación las normas reguladoras de cada título-valor y, por vía analógica, la Ley Cambiaria y del Cheque. Finalmente, el tercer régimen de transmisión de derechos es el que se predica de aquellos representados mediante anotaciones en cuenta, o sujetos a una representación tabular, a los que resultan de aplicación los artículos 5.º a 12 de la LMV y el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre Representación de Valores por Medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles⁶⁴. Como el derecho de emisión se representa necesariamente mediante anotaciones en cuenta en el RENADE, cuya llevanza corresponde a IBERCLEAR, el régimen de transmisión de tales derechos debería ser el régimen especial previsto en la normativa financiera y bursátil, si se contemplara al derecho de emisión como instrumento financiero, tal y como proponemos en este trabajo.

Como decimos, en primer lugar, para la transmisión del derecho de emisión, es necesario que el mismo se encuentre inscrito previamente en la cuenta de haberes que su titular tenga abierta en el

⁶⁴ Cfr. RECALDE CASTELLS, A.J., ««Los "valores negociables"» ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores?», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 74, 1999, pág. 127.

RENADE. No se podrán transmitir derechos no inscritos en el Registro. Esto se deriva de lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 26 de la Ley 1/2005, que establece que los derechos de emisión sólo podrán ser objeto de transmisión una vez expedidos y transferidos a la cuenta de haberes del titular, en decir, una vez inscritos en la cuenta de haberes del sujeto-instalación. En el mismo sentido, el artículo 11 del Real Decreto 1264/2005, de 21 de octubre, que regula la Organización y Funcionamiento del Registro Nacional de Derechos de Emisión (en adelante, RD 1264/2005), subordina la inscripción de una transmisión o de cualquier otra circunstancia que afecte a los derechos de emisión, a la previa inscripción de los mismos.

Adicionalmente, no sólo el derecho deberá tener constancia registral sino que no podrán convertirse en adquirentes del derecho personas no inscritas en el RENADE, es decir, personas que no tengan abiertas sus correspondientes cuentas de haberes en este Registro. Así, el apartado 2 del artículo 21 de la Ley 1/2005 exige para la adquisición de derechos por parte de un sujeto-no-instalación la previa apertura de una cuenta de haberes en el RENADE.

En segundo lugar, la transmisión del derecho de emisión también se debe inscribir en el RENADE, inscripción que equivaldría a la *traditio*, concretamente se trataría de una *ficta traditio* o tradición fingida, en tanto en cuanto no es posible la entrega de un derecho. Es por ello que la transmisión del derecho de emisión no tiene lugar hasta su inscripción en el RENADE, tal y como establece el apartado 4 del artículo 21 de la Ley 1/2005, y el apartado 1 del artículo 13 del Real Decreto 1264/2005. La misma definición del concepto transmisión por la ley implica la inscripción registral, al indicar el apartado d) del artículo 2 de la Ley 1/2005 que se entiende por transmisión «el cambio de titularidad de uno o varios derechos de emisión producido por la inscripción en el Registro del negocio jurídico del que deriva».

Como señala RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, la inscripción del derecho en la cuenta del adquirente tiene carácter constitutivo de los efectos traslativos de la titularidad, al igual que la tradición respecto de los bienes materiales⁶⁵. Esto se debe a que en el sistema español los derechos de emisión se instrumentan mediante anotaciones en cuenta y desde el mismo momento en que el derecho es objeto de inscripción o inmatriculación se incorpora a la anotación en cuenta de forma inseparable, y resulta necesaria la inscripción contable a favor del adquirente para la producción de los efectos traslativos. Esta forma de transmisión mediante transferencia contable es la que se produce en la negociación de instrumentos financieros en los mercados de valores, en la que la inscripción de la transmisión a favor del adquirente cuenta con los mismos efectos que la tradición de los títulos⁶⁶.

Con respecto al carácter constitutivo de la inscripción en el RENADE de las transmisiones de derechos de emisión, cabe señalar que la dicción de la norma reguladora del sistema de comercio de derechos de emisión en nuestro país es clara, puesto que, como ya hemos señalado, el apartado 4 del artículo 21 expresamente indica que «la transmisión tendrá lugar en el momento de su inscripción en el registro». Este texto permanece inalterado en el Anteproyecto de Ley por el que se modifica la

⁶⁵ Cfr. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «El registro de los derechos de emisión de dióxido de carbono», *Revista Aranzadi de Derecho Ambiental*, núm. 12, 2007, pág. 71.

⁶⁶ *Vid.* Los párrafos primero y segundo del artículo 9.º de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Ley 1/2005, para la transposición de la Directiva 2009/29/CE, de 26 de marzo de 2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se modifica la Directiva 2003/87/CE para perfeccionar y ampliar el régimen comunitario de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero (en adelante, Directiva 2009/29/CE). Adicionalmente, cabe señalar que el artículo 33 del Real Decreto-Ley 5/2005 ha modificado la Ley 1/2005, concretamente los artículos 2.º y 25, a los efectos de establecer la inscripción en el RENADE como constitutiva de la transmisión de los derechos. En la Exposición de Motivos de dicho real decreto-ley, se indica que las reformas pretenden garantizar la seguridad en el tráfico para asegurar el funcionamiento del mercado comunitario, lo que se logra mediante la declaración del carácter constitutivo de las inscripciones en el Registro y, por tanto, el amparo por el principio de publicidad registral de los terceros adquirentes⁶⁷. Por tanto, la tesis del carácter constitutivo de la inscripción de los actos traslativos de los derechos de emisión está expresamente prevista en la normativa vigente. A mayor abundamiento, debemos señalar que el carácter constitutivo de la inscripción de las transmisiones de derechos de emisión no es novedoso en nuestro Ordenamiento jurídico, sino que es consecuencia directa de la teoría del título y el modo, teoría aplicable a las transmisiones de derechos de emisión.

El análisis realizado respecto de la teoría del título y el modo nos permite determinar la eficacia o validez de las transmisiones de derechos de emisión entre sujetos-instalación y sujetos-no-instalación. La transmisión derivativa de derechos de emisión no inscritos pero existentes –por haber sido creados en virtud del Plan Nacional de Asignación, actualmente, o en virtud de norma comunitaria, para los futuros periodos de comercio tras la transposición a nuestro Ordenamiento de la Directiva 2009/29/CE– puede realizarse de forma bilateral, sea directa o intermediada. Dichos contratos de transmisión serán válidos –por cumplir los requisitos de consentimiento, objeto y causa, conforme al art. 1.261 del CC–, si bien en tanto no se inmatriculen en el RENADE los derechos de emisión objeto del negocio jurídico, el titular de los derechos será el transmitente, ostentando el comprador un derecho de crédito⁶⁸. En estos contratos la parte vendedora se obliga a realizar una acción, la de ordenar al Registro la transmisión registral de los derechos a la cuenta de haberes de la parte compradora, por lo que en realidad el comprador ostenta un derecho de crédito frente a una obligación de hacer del vendedor, debiendo tener en cuenta el comprador los riesgos de la doble venta y de la protección del tercero que adquiera de buena fe del titular inscrito. El adquirente de los derechos transmitidos extrarregistralmente no podrá, por tanto, exigir al RENADE la inscripción de los derechos a su cuenta, por incumplimiento del principio de tracto sucesivo, recogido en el artículo 11 del Real Decreto 1264/2005.

⁶⁷ El apartado IV de la Exposición de Motivos del Real Decreto-ley 5/2005, de 11 marzo, de Reformas Urgentes para el Impulso a la Productividad y para la Mejora de la Contratación Pública, establece:

«En el título III se abordan algunas reformas en materia de régimen de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, para garantizar la seguridad en el tráfico, y se precisa que las inscripciones en el registro tienen carácter constitutivo y, por tanto, los terceros adquirentes están amparados por la publicidad registral, ya que solamente de esta manera es posible asegurar el funcionamiento de un mercado comunitario, en el que el "controlador" material de todas las operaciones es el Administrador Central dependiente de la Comisión.»

⁶⁸ Cfr. LUCCHINI GUASTALLA, E., «Il trasferimento delle quote di emissione di gas serra», *La nuova giurisprudenza civile comentata*, núm. 2, 2005, pág. 292.

5. CONCLUSIONES

El sistema de comercio de derechos de emisión ha sido configurado como un mecanismo de flexibilidad del Protocolo de Kioto para la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera de la forma más eficiente, es decir, al menor coste posible.

La Ley 1/2005 es una norma de notable carácter iuspublicista, que regula de una forma que nos atrevemos a calificar de adecuada el sistema jurídico-público de comercio de derechos de emisión. La regulación del ámbito iusprivatista que se deriva del acto de la transacción del derecho es, sin embargo, lamentablemente inexistente. Ante tal laguna normativa, han sido los agentes económicos los que han desarrollado distintas formas de transmisión y negociación tanto de derechos de emisión como de instrumentos financieros derivados sobre los mismos.

Las transmisiones bilaterales directas de derechos de emisión sometidas al Derecho español se documentan en contratos que habitualmente son adaptaciones a nuestro sistema jurídico de los contratos estandarizados internacionales propuestos por las asociaciones o federaciones IETA, ISDA y EFET. Se trata de contratos de compraventa cuya mercantilidad podemos calificar de discutida desde las distintas posturas de la doctrina española.

Las transmisiones bilaterales intermediadas de derechos de emisión suponen la existencia de dos relaciones de naturaleza contractual: por un lado, un contrato de comisión mercantil y, por otro lado, un contrato de compraventa de derechos de emisión del que son predicables los rasgos indicados en el apartado de conclusiones inmediatamente anterior. Estas transmisiones se enmarcan en un mercado no organizado u *over the counter*.

Los derechos de emisión también son objeto de transmisión de forma masiva e impersonal en plataformas multilaterales de negociación creadas *ad hoc*. En España, la plataforma SENDECO₂ se encuentra actualmente en funcionamiento, mientras que la plataforma configurada por BME –denominada CODE-BME–, no ha sido lanzada a la fecha de presentación de este trabajo. En el funcionamiento de estas plataformas destaca, en el ámbito objetivo, la existencia de:

- (i) Una entidad de gestión.
- (ii) Una entidad de registro (IBERCLEAR).
- (iii) Una entidad de compensación y contraparte central (Banco de Sabadell, SA), y
- (iv) Miembros de la plataforma que cuentan o no con la condición de intermediarios (empresas de servicios de inversión, entidades de crédito u otros).

El objeto de negociación de las plataformas son principalmente los derechos de emisión y las operaciones básicas son de contado. Si bien de *lege lata* no resulta de aplicación el Derecho del mercado de valores a las plataformas de negociación de derechos de emisión, la necesaria protección del

inversor en derechos de emisión requeriría del reconocimiento del carácter de mercado organizado de tales sistemas de negociación.

Los derivados sobre derechos de emisión están reconocidos como instrumentos financieros derivados en la LMV, por lo que su negociación en mercados organizados implica la aplicación a dichos sistemas del Derecho del mercado de valores.

El derecho de emisión se encuentra representado por anotaciones en cuenta por lo que su transmisión requiere de la *facta traditio* que supone la inscripción de la transmisión en el RENADE. En consecuencia, la transmisión bilateral, directa o intermediada, de derechos de emisión existentes pero no inscritos en el RENADE implicará la titularidad del transmitente ostentando el adquirente un derecho de crédito hasta el registro de los derechos.

6. BIBLIOGRAFÍA

- AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *El mercado de derechos a contaminar*, Valladolid, 2007.
- AGGERYD, J. y STRÖMQVIST, F., *An Empirical Examination of the EUA Emission Rights Market*, Director de Tesis Doctoral: BJÖRK, T., Estocolmo, Stockholm School of Economics, 2008.
- BILBAO ESTRADA, I. y PEDRAZA BOCHONS, J.V., «La fiscalidad de los derechos de emisión», *Noticias de la Unión Europea*, en prensa.
- CICIGOI, E. y FABBRI, P., *Mercato delle emissioni ad effetto serra*, Bolonia, 2007.
- COASE, R.H., «The problem of social cost», *The Journal of Law and Economics*, núm. 3, 1960, págs. 1-44.
- CONAMA 8 CONGRESO NACIONAL DE MEDIOAMBIENTE, *Comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, Documento final del Grupo de trabajo IX*, Madrid, 2007, págs. 1-246.
- DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, L. y GULLÓN BALLESTEROS, A., *Sistema de Derecho Civil, I*, Madrid, 2004.
- DOMÍNGUEZ CONDE, M.J. y GARCÍA MACHADO J.J., «Mercados derivados de los derechos de emisión del protocolo de Kioto ¿Un nuevo mercado de futuros?», *Información Comercial Española, Boletín Económico*, núm. 2888, 2006, págs. 29-43.
- FORTÉS MARTÍN, A., «Reflexiones a propósito del futuro régimen europeo de intercambio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero», *Revista Aranzadi de Derecho Ambiental*, núm. 5, 2004, págs. 89-113.
- GAMBARO, F.L., «Emissions Trading tra aspetti pubblicistici e profili privatistici», *Contratto e Impresa. Europa*, núm. 2, 2004, págs. 855-888.
- GUTIÉRREZ FRANCO, Y., *El comercio de emisiones de Gases de Efecto Invernadero en la Unión Europea: efectos sobre el crecimiento económico y la calidad ambiental*, Director de Tesis Doctoral: BUSTOS GISBERT, A., Madrid, Universidad Complutense, 2003.
- LÓPEZ PASCUAL, J. y ROJO SUÁREZ, J., *Los mercados de valores. Organización y funcionamiento*, Madrid, 2004.

- LUCCHINI GUASTALLA, E., «Il trasferimento delle quote di emissione di gas serra», *La nuova giurisprudenza civile comentata*, núm. 2, 2005, págs. 288- 293.
- MATEOS ANSÓTEGUI, A.I., «La contabilidad de los derechos de emisión de GEI en el nuevo PGC 2008. La problemática de las subvenciones», *Técina Contable*, núm. 717, 2009, págs. 40-49.
- MORA RUIZ, M., *La gestión ambiental compartida: función pública y mercado*, Valladolid, 2007.
- RECALDE CASTELLS, A.J., «"Los valores negociables" ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores?», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 74, 1999, págs. 95-166.
- RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «El registro de los derechos de emisión de dióxido de carbono», *Revista Aranzadi de Derecho Ambiental*, núm. 12, 2007, págs. 41-74.
- ROMEO GARCÍA, I., «Comparecencia en la Sesión núm. 19 de la Comisión Mixta para el Estudio del Cambio Climático de las Cortes Generales, celebrada el martes 9 de junio de 2009 en el Palacio del Senado», *Diario de Sesiones de las Cortes Generales*, núm. 65, IX Legislatura, 2009, págs. 1-22.
- ROSEMBUJ GONZÁLEZ CAPITEL, F., «El mercado financiero de derivados de derechos de emisión», *Revista Interdisciplinaria de Gestión Ambiental*, núm. 66, 2004, págs. 29-37.
- *El precio del aire. Aspectos jurídicos del mercado de derechos de emisión*, Barcelona, 2005.
- «Algunas cuestiones en torno al derecho de emisión de CO₂ y al mercado en que se negocia», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 101, 2006, págs. 48-79.
- SÁNCHEZ CALERO, F., «De la reforma del mercado de valores a la de los sistemas de contratación de instrumentos financieros», *Anales de la Real Academia de jurisprudencia y legislación*, núm. 38, 2008, págs. 583-607.
- SOGORB MIRA, F., «La Bolsa de CO₂», *Noticias de la Unión Europea*, en prensa.
- TVINNEREIM, E., RØINE, K. y HEIMDAL, C., *Carbon 2009 - Emission trading coming home*, Point Carbon, 2009, págs. 1-48.
- UPSTON-HOOPER, K., ANTONEN, K., MEHLING, M. y PERRELLS, A., *Overview Report: Legal Frameworks for Emissions Trading in the European Union*, 2006 (disponible en www.akseli.tekes.fi).
- URÍA FERNÁNDEZ, F., *Régimen general. La evolución de la normativa sobre mercado de valores*, en AA.VV. (coord. URÍA FERNÁNDEZ, F.), *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Madrid, 2007, págs. 53-87.
- URÍA GONZÁLEZ, R., MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. y VÉRGEZ SÁNCHEZ, M., *El contrato de compraventa mercantil: Disciplina general*, en AA.VV. (coord. URÍA GONZÁLEZ, R. y MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.), *Curso de Derecho Mercantil*, II, Cizur Menor, 2007, págs. 98-102.
- VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, Valencia, 2008.