

VI. EL SISTEMA COMUNITARIO DE COMERCIO DE DERECHOS DE EMISIÓN EN EL ORIGEN DE LOS MERCADOS DE NEGOCIACIÓN SECUNDARIA DE EMISIONES

Profa. Sara González
Universidad Cardenal Herrera, Valencia

1. INTRODUCCIÓN

El sistema comunitario de comercio de emisiones está inspirado en el mecanismo de flexibilidad previsto en el Protocolo de Kioto. Tras la ratificación del Protocolo de Kioto el 30 de mayo de 2002, la Unión Europea y sus Estados miembros se encuentran en un proceso tendente a la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero (en adelante, GEI). La disminución de dichos gases perjudiciales para la atmósfera se debe obtener, entre otros medios, a través del mecanismo de flexibilidad denominado comercio de emisiones, como modelo eficaz y económicamente eficiente de reducción.

Este mecanismo ha sido regulado, a nivel comunitario, por 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 modifica la Directiva 96/61/CE, de 24 de septiembre (en adelante, Directiva 2003/87/CE), y, a nivel nacional, por la Ley 1/2005, de 9 de marzo, de Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero (en adelante, Ley 1/2005), que es la norma de transposición en España de la Directiva referida.

Del sistema general de comercio de derechos de emisión implementado por la Directiva 2003/87/CE y la Ley 1/2005 han surgido plataformas creadas *ad hoc* para la negociación impersonal y generalizada de derechos de emisión, de derivados de derechos de emisión e, incluso, de otras unidades de Kioto. Son lo que denominamos en este trabajo mercados de negociación secundaria de derechos de emisión.

2. EL SISTEMA DE COMERCIO DE DERECHOS DE EMISIÓN

2.1. Función económica del sistema de comercio de derechos de emisión como mecanismo de flexibilidad

El sistema de comercio de derechos de emisión o *emissions trading system*, tal y como se encuentra configurado a nivel internacional, permite a los Estados incluidos en el Anexo B del Protocolo de Kioto comerciar con los derechos de emisión de GEI de los que sean titulares. Para que un Estado incluido en dicho Anexo B pueda ser sujeto interviniente del sistema internacional de comercio de derechos de emisión debe cumplir con los requisitos que se establecen tanto en el Protocolo de Kioto como en la Decisión

19 de la séptima Conferencia de las Partes, sobre modalidades de contabilidad en relación con las cantidades de emisiones atribuidas²¹⁴.

El régimen jurídico del sistema internacional de comercio de derechos de emisión está previsto en el artículo 17 del Protocolo de Kioto. Además, en cuanto que se trata de un mecanismo de flexibilidad, a dicho comercio entre Estados le resulta de aplicación lo dispuesto en los denominados Acuerdos de Marrakech de la séptima COP de 2001²¹⁵, y concretamente lo establecido en la Decisión 15, sobre los principios, carácter y objeto de los mecanismos previstos en los artículos 6, 12 y 17 del Protocolo de Kioto, con carácter general, y la Decisión 18, sobre modalidades, normas y directrices aplicables al comercio de los derechos de emisión previstas en el artículo 17 del Protocolo de Kioto, en particular.

En el sistema de comercio de emisiones, se parte del otorgamiento a cada uno de los Estados miembros de un número total de derechos de emisión que supone el límite máximo de las emisiones de GEI que pueden realizar a la atmósfera, según el compromiso cuantificado de limitación o reducción de las emisiones que han asumido y que se encuentra especificado en el referido Anexo B del Protocolo de Kioto. De acuerdo con ese límite máximo, los Estados partes que cuenten con un excedente de derechos de emisión por cualquier causa –*v. gr.* por haber reducido sus emisiones de GEI a la atmósfera mediante la inversión en tecnologías limpias– podrán transmitir dichos derechos a otros Estados partes que cuenten con un déficit de dichos derechos de emisión por cualesquiera razones –*v. gr.* por no haber llevado a cabo políticas de reducción de emisiones de GEI a la atmósfera o, habiendo realizado dichas políticas, por

²¹⁴ Los requisitos para que un Estado pueda ser sujeto interviniente en el sistema internacional de comercio de derechos de emisión son los siguientes: (i) ser parte en el Protocolo de Kioto incluida en su Anexo B; (ii) tener calculada la cantidad de emisiones atribuida de acuerdo a la citada Decisión 19; (iii) contar con un sistema nacional de estimación de emisiones de GEI por las fuentes y de absorciones por los sumideros; (iv) tener un registro nacional de tales emisiones y absorciones; (v) haber presentado el inventario más reciente que corresponda; y (vi) haber proporcionado, de acuerdo con las metodologías acordadas, la información suplementaria sobre las medidas adoptadas para el cumplimiento de la obligación de limitación o reducción de emisiones. *Cfr.* COUSO SAIZ, D., «El comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en España», *Noticias Jurídicas*, núm. noviembre, 2006, pp. 7-8; y SAURA ESTAPA, J., *El cumplimiento del Protocolo de Kioto sobre el cambio climático*, Barcelona, 2003, pp. 45-47.

²¹⁵ Los Acuerdos de Marrakech se suscribieron en la séptima Conferencia de las Partes de Marrakech de 2001, donde se adoptaron importantes decisiones que afectaron a la configuración del régimen jurídico de los mecanismos de flexibilidad. Entre estas decisiones podemos distinguir dos ámbitos: (i) el ámbito normativo general relativo a los principios básicos y rasgos fundamentales de los tres mecanismos flexibles –mecanismos de desarrollo limpio, aplicación conjunta y comercio de emisiones–, y (ii) el ámbito normativo específico relativo al régimen jurídico concreto de cada uno de dichos mecanismos de flexibilidad. En la primera categoría se incluye la Decisión 15 de la séptima COP, sobre los principios, carácter y objeto de los mecanismos previstos en los artículos 6, 12 y 17 del Protocolo de Kioto; mientras que en la segunda categoría se engloban la Decisión 16 de la séptima COP, sobre Directrices para la aplicación del artículo 6 del Protocolo de Kioto –sobre la aplicación conjunta–; la Decisión 17 de la séptima COP, sobre modalidades y procedimientos de un mecanismo para un desarrollo limpio –sobre los mecanismos de desarrollo limpio–, según se define en el artículo 12 del Protocolo de Kioto; y la Decisión 18 de la séptima COP, sobre modalidades, normas y directrices aplicables al comercio de los derechos de emisión previstas en el artículo 17 del Protocolo de Kioto –sobre el comercio de emisiones–. Destaca asimismo, en cuanto al régimen de registro y contabilidad de las unidades de Kioto, lo establecido en la Decisión 19 de la séptima COP. En virtud de esta Decisión, se prevé la creación de registros nacionales para llevar la contabilidad exacta de la expedición, posesión, transferencia, adquisición, cancelación y retirada de las unidades de Kioto. Dichas unidades son las cuotas y créditos definidos en el ámbito del Protocolo de Kioto, que se desglosan en las unidades de la cantidad atribuida (UCA), las unidades de absorción (UDA), las unidades de reducción de emisiones (URE) y las reducciones certificadas de las emisiones (RCE). En cuanto a los registros, se prevé la creación de (i) registros nacionales en forma de base de datos informatizada y (ii) un Diario Independiente de Transacciones o DIT (*Independent Transaction Log* o ITL) para el control del correcto funcionamiento de los registros nacionales.

ser éstas insuficientes—. Se establece por tanto un sistema de límite y comercio o *cap and trade*²¹⁶, en el que se fija un tope o máximo global de emisiones de GEI a la atmósfera que no se puede sobrepasar y que se representa en unidades o derechos de emisión. Los Estados actores del sistema pueden comerciar con los derechos que reflejan las emisiones de GEI que pueden realizar, si bien ello no altera el nivel máximo admitido de contaminación del aire.

Además de los derechos de emisión, los Estados partes del Anexo B del Protocolo de Kioto pueden comprar y vender entre ellos otras unidades equivalentes obtenidas mediante los sumideros u otros mecanismos de flexibilidad –Unidades de Absorción, Unidades de Reducción de Emisiones y Reducciones Certificadas de Emisiones– pues se trata de unidades homogéneas en su valor²¹⁷. Para el correcto funcionamiento del sistema de comercio cada Estado o entidad supranacional con compromisos de reducción (del Anexo B del Protocolo de Kioto) lleva un Registro –en el caso de España, el Registro Nacional de Derechos de Emisión (en adelante, RENADE) para el Plan Nacional de Asignación (en adelante, PNA) 2008-2012 y el Registro de la Unión para futuros períodos de comercio–, en forma de base de datos automatizada que contiene los datos correspondientes a la titularidad y las transacciones de las unidades de Kioto. Estos Registros son supervisados por el Diario Internacional de Transacciones de la Convención Marco de las Naciones Unidas contra el Cambio Climático (en adelante, DITCMNUCC) que lleva a cabo chequeos continuos y automáticos del sistema. Se establece así un esquema registral dual formado por Registros en forma de base de datos informatizada, y un Diario Internacional de Transacciones, de ámbito supranacional, para el control del correcto funcionamiento de dichos Registros.

El sistema de comercio de derechos de emisión se caracteriza por la complementariedad²¹⁸, toda vez que no se configura como el único medio para

²¹⁶ El sistema de límite y comercio o *cap and trade* es opuesto al de punto de referencia y crédito o *baseline and credit*. Mientras que en el primero se fija un tope o máximo global de emisiones de GEI a la atmósfera que se representa en unidades asignadas y transmisibles con carácter previo a la comprobación de las emisiones; en el segundo se comprueba antes el nivel de emisiones y, sólo en el supuesto de que dicho nivel sea inferior al permitido, la instalación puede comerciar con el crédito de reducción de emisiones. En el primer caso los derechos de emisión son asignados *ex ante*, es decir, con carácter previo a la verificación del cumplimiento de los niveles de emisiones, y el tope o máximo global de emisiones es inalterable. En el segundo supuesto los créditos de reducción de emisiones se reconocen *ex post*, es decir, una vez verificado el nivel de emisiones, y el nivel global de contaminación aumentará en tanto en cuanto existan nuevos entrantes. Cfr. LEFEVERE, J., «Greenhouse Gas Emissions Trading: A Background», en AA.VV. (ed. BOTHE, M. y REHBINDER, E.), *Climate Change Policy*, Utrecht, 2005, pp. 116-117.

²¹⁷ Cfr. LOZANO CUTANDA, B., *Derecho Ambiental Administrativo*, Madrid, 2010, p. 812. Las denominadas unidades de Kioto se encuentran definidas en el ámbito del Protocolo de Kioto y COP posteriores y se desglosan en unidades de cantidad atribuida, unidades de absorción, unidades de reducción de emisiones y reducciones certificadas de emisiones. Las unidades de cantidad atribuida o *assigned amount units* (UCA o AAU) son las unidades de emisión de GEI medida en toneladas de dióxido de carbono, que equivalen a los derechos de emisión del sistema comunitario de comercio de derechos de emisión establecido por la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre. Las unidades de absorción o *removal units* (UA o RMU), emitidas conforme al artículo 3 del Protocolo de Kioto, son las cuotas disponibles para conseguir la eliminación de los GEI utilizando un sumidero de carbono o *carbon sink*. Las unidades de reducción de emisiones o *emission reduction units* (URE o ERU) son créditos asociados con los proyectos de aplicación conjunta (AC), definidos en el Protocolo de Kioto, y realizados entre dos países con compromiso de limitación de emisiones. Las reducciones certificadas de emisiones o *certified emission unit* (RCE o CER) son las unidades expedidas de conformidad con el artículo 12 del Protocolo de Kioto, como créditos entregados en virtud de un proyecto del mecanismo para un desarrollo limpio (MDL) en un país no incluido en el Anexo B del Protocolo de Kioto.

²¹⁸ Nótese que hablamos del sustantivo complementariedad –calidad o condición de complementario, entendido como lo que completa o perfecciona una cosa–, y no de «suplementariedad» –término que no se reconoce por la Real Academia Española, y que haría

alcanzar los compromisos de reducción de emisiones de GEI a la atmósfera del Protocolo de Kioto, sino como una acción adicional a las políticas y medidas nacionales para la reducción de las emisiones, establecidas en el artículo 2 del Protocolo de Kioto. Es decir, el comercio de emisiones debe ayudar a lograr el cumplimiento de los objetivos de reducción del Protocolo de Kioto, pero no debe convertirse en la única acción a realizar por los Estados para cumplir tales objetivos²¹⁹. De hecho, las medidas nacionales del artículo 2 deberían anteponerse a los mecanismos de flexibilidad o al menos suponer el medio para alcanzar como mínimo el 50% de los compromisos de reducción. La Unión Europea ha defendido la aplicación de medidas internas en cada Estado en relación a conseguir el objetivo de reducción de emisiones, para que dichos mecanismos no sean la figura esencial para el logro de esos compromisos²²⁰.

De otro lado, el régimen de comercio no determina el total de emisiones, que es fijado por acuerdo internacional, sino que únicamente establece su distribución entre focos emisores²²¹. En todo momento queda garantizada la no superación de dicho límite global de emisiones, ya que la cuota total de derechos de emisión es fija e infranqueable. De esta forma la protección ambiental en ningún caso se ve menoscabada, ya que desde el punto de vista del cambio climático es irrelevante dónde se reduzcan las emisiones, porque los efectos del mismo se producen y las causas han de combatirse a nivel mundial²²².

Es por ello que el comercio permite que las emisiones se reduzcan allí donde menor coste económico conlleve dicha reducción, ya que el Estado

referencia al adjetivo «suplementario», entendido como lo que suple o complementa una cosa—, por entender el primero más adecuado en lengua castellana que el segundo, pese a que es el término «suplementariedad» el que se utiliza en la propia redacción del Protocolo de Kioto, así como en Decisiones posteriores de la Conferencia de las Partes. *Vid.* los artículos 6.1 y 17 del Protocolo de Kioto, de 11 de diciembre de 1997, y la Decisión 15 de la Conferencia de las Partes 7 –Acuerdos de Marrakech de 2001–, sobre los principios, carácter y objeto de los mecanismos previstos en los artículos 6, 12 y 17 del Protocolo de Kioto.

²¹⁹ Cfr. ARIÑO ORTIZ, G., ROVIRA DAUDÍ, J. y ARIÑO GUTIÉRREZ, A., *Protocolo de Kioto y sector eléctrico: el comercio de derechos de emisión*, Granada, 2004, p. 4; CANALS I AMETLLER, D., «Las administraciones locales ante el cumplimiento del Protocolo de Kioto. El mercado de derechos de emisión de gases de efecto invernadero y otros instrumentos», en AA.VV. (coord. ESTEVE PARDO, J.), *Derecho del Medio Ambiente y Administración Local*, Barcelona, 2006, p. 567; HERNÁNDEZ CORCHETE, J. A., «Voz: cambio climático», en AA.VV. (coord. ALONSO GARCÍA, E. y LOZANO CUTANDA, B.), *Diccionario de Derecho Ambiental*, Madrid, 2006, p. 191; LOZANO CUTANDA, B., *Derecho...*, *op. cit.*, pp. 806-807; SANZ RUBIALES, I., «Los mecanismos de desarrollo limpio, ¿instrumentos de cooperación al desarrollo sostenible?», en AA.VV. (coord. PERNAS GARCÍA, J. J.), *Medio ambiente, desarrollo y cooperación internacional: estudios jurídicos sobre desarrollo sostenible*, Cizur Menor, 2010, pp. 113-114; y UTRERA CARO, S. F., «El Protocolo de Kyoto: los mecanismos previstos para el control del cambio climático y su funcionamiento», en AA.VV. (coord. BILBAO ESTRADA, I., GARCÍA PRATS, F. A. y CORNEJO PÉREZ, A.), *La fiscalidad de los derechos de emisión: estado de situación y perspectivas de futuro*, Madrid, 2009, p. 107.

²²⁰ Cfr. SARASÍBAR IRIARTE, M., *Régimen jurídico del cambio climático*, Valladolid, 2006, p. 122; y SAURA ESTAPÀ, J., *op. cit.*, pp. 40-43.

²²¹ Cfr. ROCA JUSMET, J., «Cambio climático: el Protocolo de Kioto, la Directiva europea de comercio de derechos de emisión y la situación española», en AA.VV. (coord. SEMPÈRE CARRERAS, J. y TELLO ARAGAY, E.), *El final de la era del petróleo barato*, Barcelona, 2007, p. 78.

²²² Cfr. CAMPINS ERITJA, M., «La acción internacional para reducir los efectos del cambio climático: el convenio Marco y el Protocolo de Kyoto», *Anuario de Derecho Internacional*, núm. 15, 1999, p. 93; FORTÉS MARTÍN, A., «Voz: comercio de derechos de emisión de GEI, régimen europeo y transposición a España», en AA.VV. (coord. ALONSO GARCÍA, E. y LOZANO CUTANDA, B.), *Diccionario de Derecho Ambiental*, Madrid, 2006, p. 208; y *Derecho del medio ambiente*, Madrid, 2008, pp. 225-226; LOZANO CUTANDA, B., «El Protocolo de Kioto y sus mecanismos de flexibilidad. El régimen de comercio de emisión de GEI implantado en la Comunidad Europea», en LOZANO CUTANDA, B. y ALLI TURRILLAS, J. C., *Administración y legislación ambiental*, Madrid, 2005, p. 264; SAURA ESTAPÀ, J., *op. cit.*, p. 38; y RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «Los derechos especiales de emisión de dióxido de carbono en el derecho español», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 106, 2007, pp. 94-95.

deficitario en derechos de emisión –en el sistema de comercio comunitario, la instalación deficitaria– optará entre reducir emisiones o acudir al mercado en atención al precio por unidad de reducción, por lo que se disminuye la onerosidad de la reducción de emisiones²²³. Como los costes para obtener la reducción de emisiones son distintos entre empresas y regiones dependiendo de factores como la eficiencia energética de cada instalación, el grado de dependencia nacional de fuentes de energía más o menos contaminantes y las facilidades de variar tales grados de dependencia y eficiencia energéticas, el inversor acude al mercado para maximizar la reducción de emisiones por unidad monetaria invertida²²⁴. La filosofía que subyace en el régimen de comercio de emisiones consiste en que las reducciones de emisiones de GEI se concentren en el lugar en que sea menos costoso, lo que resulta acorde con el principio de continuidad de la actividad empresarial en el sistema comunitario de comercio de derechos de emisión²²⁵.

Por tanto, el motivo que fundamenta el establecimiento del sistema de comercio de emisiones de GEI es la reducción del coste de la mitigación del cambio climático. El sistema de comercio de derechos de emisión y, por tanto, el nacimiento de estos derechos de nueva creación tiene una función económica: el derecho de emisión nace por y para su transmisión, es esencialmente objeto de comercio²²⁶.

2.2. Peculiaridades del sistema comunitario de comercio de derechos de emisión

El sistema comunitario de comercio de derechos de emisión tiene su base en el sistema internacional de comercio como mecanismo de flexibilidad si bien, no son sistemas idénticos.

Prueba de ello es que en la Unión Europea se acordó la implementación de un tercer período de comercio de derechos de emisión de gases de efecto a partir

²²³ Cfr. YÁBAR STERLING, A., «Diseño del Post-Kioto: opciones, principios, objetivos y políticas sobre el cambio climático en la UE, frente al segundo período de compromiso», *Observatorio medioambiental*, núm. 8, 2005, p. 283.

²²⁴ Cfr. YÁBAR STERLING, A., «Los mecanismos de flexibilidad de Kioto, otros instrumentos de lucha contra el cambio climático y su aplicación a la Unión Europea», *Observatorio medioambiental*, núm. 4, 2001, p. 328.

²²⁵ El Libro Verde de la Comisión sobre el comercio de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Unión Europea, de 8 de marzo de 2000, establece en su apartado 3:

«El resultado medioambiental global es el mismo que si ambas empresas consumiesen exactamente sus cuotas, pero con la importante diferencia de que tanto la empresa compradora como la vendedora se benefician de la flexibilidad que aporta el sistema de intercambio sin ningún perjuicio para el medio ambiente. Gracias al mecanismo de intercambio, ambas empresas reducen sus costes de adecuación a la normativa (la empresa vendedora recibe un pago por las cuotas transferidas, y la compradora se ahorra los costes imprevistos para respetar las cuotas asignadas inicialmente)».

²²⁶ La función de los derechos de emisión consiste en reducir las emisiones de GEI a la atmósfera con el menor coste posible. El legislador supranacional no ha optado por un mecanismo de reglamentación o *command and control* como medio para reducir la contaminación atmosférica de forma económicamente eficiente, sino que ha optado por un mecanismo de mercado. Cfr. LEFEVERE, J., «The EU Greenhouse Gas Emission Allowance Trading Scheme», en AA.VV. (ed. YAMIN, F.), *Climate Change and Carbon Markets. A Handbook of Emissions Reduction Mechanisms*, Londres, 2005, pp. 81-83. Si la voluntad del legislador recayera en reducir las emisiones a través del ejercicio exclusivo de la potestad de supervisión y control, el sistema de comercio de derechos de emisión no habría sido implementado. El mero establecimiento de un límite máximo de emisiones referido a un período temporal concreto (mensual, anual, bianual, etc.), de un sistema de verificación de las emisiones efectivamente realizadas y de un régimen sancionador habría sido suficiente. Otra manifestación del ejercicio exclusivo de potestades públicas habría sido el establecimiento de impuestos ambientales sobre emisiones o *carbon tax*. De esta opción se aleja el legislador con el mecanismo de mercado y la creación de los derechos de emisión por y para el comercio.

de 2013 con independencia de los posibles acuerdos internacionales sobre el denominado post Kioto a adoptar en la decimoctava Conferencia de las Partes (en adelante, COP) de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático y octava reunión de las Partes (en adelante, MOP) del Protocolo de Kioto de Doha de 2012²²⁷.

Además, pese a que comparten la importante función económica comentada en el epígrafe inmediatamente anterior, el sistema comunitario presenta rasgos particulares que nos permiten diferenciarlo del sistema de comercio establecido por el Protocolo de Kioto. En primer lugar, sistema comunitario de comercio de derechos de emisión ha supuesto la puesta en funcionamiento del primer mercado multinacional de derechos de emisión de gases de efecto invernadero –el mercado comunitario se inició en 2005 mientras que el mercado internacional lo hizo tres años más tarde–. Además, el sistema comunitario de comercio ha tenido un ámbito de actuación más reducido, al aplicarse en el primer período de comercio sólo a los grandes sectores industriales, al CO₂ y a los derechos de emisión y CER –conforme al Anexo I de la Directiva 2003/87/CE–. En tercer lugar, y lo que resulta más importante a los efectos de este trabajo, el sistema comunitario ha delegado el esfuerzo de reducción de emisiones contaminantes a la atmósfera en sujetos privados –a diferencia del sistema internacional de comercio de emisiones entre Estados–.

Estos sujetos privados, que son concretamente las instalaciones y los operadores aéreos incluidos en el ámbito de aplicación de la Ley 1/2005, deben llevar a cabo actividades de innovación tecnológica, mejora en los procesos productivos y eficiencia energética para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero a la atmósfera en sus actividades industriales y de prestación de servicios. La reducción de dichas emisiones les permite contar con un excedente de derechos de emisión que pueden comercializar en el mercado, obteniendo un lucro. Por el contrario, la ausencia de innovaciones y mejoras tendentes a la reducción de emisiones provoca que las instalaciones deficitarias deban adquirir derechos de emisión para cumplir con sus obligaciones de entrega de derechos según emisiones verificadas.

Por tanto, a diferencia del sistema internacional del comercio de emisiones, en el sistema comunitario se llevan a cabo transmisiones *inter privados* de derechos de emisión.

3. LOS MERCADOS DE NEGOCIACIÓN SECUNDARIA DE EMISIONES

3.1. Concepto amplio de mercados de emisiones

Los rasgos de función económica y delegación de esfuerzos de reducción en sujetos privados que adornan al sistema comunitario de comercio de derechos de emisión se encuentran en el origen de la aparición de los que denominamos mercados secundarios de emisiones.

La doctrina define los mercados secundarios –concretamente se refiere a los mercados secundarios de valores– como aquéllos en que se transmiten activos ya constituidos y en circulación. Los secundarios son por tanto mercados

²²⁷ También en el contenido de los Acuerdos del Consejo Europeo de 8 y 9 de marzo de 2007, así como en la posición comunitaria para la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero de la Unión en el período denominado post-Kioto, adoptada en la COP/MOP de Cancún, celebrada del 29 de noviembre al 10 de diciembre de 2010, y en la muy reciente COP/MOP de Durban, celebrada del 28 de noviembre al 11 de diciembre de 2011.

de negociación y no de emisión, por oposición a los mercados primarios. Su función esencial es facilitar la liquidez de las emisiones e inversiones ya realizadas, concentrando la oferta y la demanda y articulando mecanismos de negociación y liquidación que hagan jurídicamente segura y económicamente eficiente la transmisión de los valores de que se trate²²⁸. Actualmente también se utiliza la expresión sistemas de negociación como superadora del concepto mercado secundario²²⁹.

Muy recientemente la normativa comunitaria ha regulado el concepto «mercado secundario» de emisiones, definiéndolo en el apartado 11 del artículo 3 del Reglamento de la Comisión núm. 1031/2010, de 12 de noviembre, sobre el calendario, la gestión y otros aspectos de las subastas de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero con arreglo a la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad (en adelante, Reglamento 1031/2010) como «el mercado en el que se compran o venden derechos de emisión antes o después de ser asignados de manera gratuita o mediante subasta». Parte de la doctrina entiende el mercado secundario de emisiones de GEI, en sentido amplio, como el que engloba las transmisiones derivativas de derechos de emisión, otras unidades de Kioto y derivados sobre los mismos²³⁰. Tales definiciones, legal y doctrinal, resultan coherentes con el concepto tradicional de mercados secundarios del Ordenamiento español.

3.2. Problemas de los mercados de emisiones y su necesaria regulación

Los mercados de emisiones de GEI han sufrido diversos problemas y ataques en los últimos años.

²²⁸ Cfr. CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., «El Mercado de valores (II): Operaciones y contratos», en AA.VV. (coord. MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.), *Lecciones de Derecho mercantil*, Cizur Menor, 2009, p. 813; y *Lecciones de contratos y mercados financieros*, Madrid, 2004, p. 241; y LÓPEZ PASCUAL, J. y ROJO SUÁREZ, J., *Los mercados de valores. Organización y funcionamiento*, Madrid, 2004, p. 145. LOZANO CUTANDA hace referencia al mercado de derechos de emisión como mercado secundario, si bien no aporta un concepto del mismo. Cfr. LOZANO CUTANDA, B., *Derecho...*, *op. cit.*, pp. 811 y 823.

²²⁹ Señalan SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE que la redacción del artículo 1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ha modificado su texto tras la Ley 47/2007, advirtiendo que en el nuevo artículo 1 ha desaparecido la referencia a «los mercados primarios y secundarios de valores» y que ahora se habla de «sistemas españoles de negociación de instrumentos financieros». Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, II, Cizur Menor, 2010, pp. 300-301. En el mismo sentido, *vid.* CIDONCHA MARTÍN, A., «Los mercados de valores: primarios y secundarios. Las Bolsas de Valores», en AA.VV. (dir. JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A.), *Derecho de la regulación económica. Mercado de Valores*, II, Madrid, 2009, pp. 144-145, para quien:

«Tradicionalmente, cuando se hablaba de “mercados” secundarios, se empleaba la expresión en sentido orgánico y no funcional, a diferencia de lo que ocurría (y ocurre) con el uso de la palabra en los mercados primarios. Con la mira puesta sobre todo en el modelo de las Bolsas, los mercados secundarios eran organizaciones o formas de organización que concentraban el encuentro de la oferta y la demanda de valores ya emitidos. Esta caracterización debe ser ahora cuestionada tras la última y sustancial reforma de la LMV (...).

En nuestro ordenamiento jurídico tienen hoy cabida sistemas de negociación concentrados, es decir, canalizados a través de organizaciones centralizadas y sistemas desconcentrados, de corte anglosajón. Todo ello por exigencias comunitarias. Cabe preguntarse si sigue teniendo sentido hablar de “mercados de valores” en lugar de “sistemas de negociación de instrumentos financieros”».

²³⁰ Cfr. BARBÉRIS, J. J. y TIGNOL, A., *La régulation des marchés du CO₂. Rapport de la mission confié à Michel PRADA, Inspecteur général des Finances honoraire*, 2010, p. 19.

En el 2006 se produjo una vertiginosa caída del precio del derecho de emisión, provocada por un exceso de oferta o sobreasignación de derechos de emisión, unida a la no admisión del arrastre de derechos o *banking*. Además, en 2009, el mercado ha sido vehículo de un fraude masivo del Impuesto sobre el Valor Añadido, que ha provocado la adaptación de urgencia de distintas soluciones o regímenes fiscales aplicables a las transmisiones de derechos de emisión en los diferentes Estados miembros. La respuesta a nivel supranacional ha sido la adopción de la Directiva 2010/23/UE del Consejo, de 16 de marzo, por la que se modifica la Directiva 2006/112/CE del Consejo, de 28 de noviembre, relativa al sistema común del impuesto sobre el valor añadido (en adelante, Directiva 2006/112/CE), en lo que respecta a la aplicación optativa y temporal del mecanismo de inversión del sujeto pasivo a determinadas prestaciones de servicios susceptibles de fraude (en adelante, Directiva 2010/23/UE).

En febrero de 2010, varios Registros nacionales de derechos de emisión de Estados miembros fueron objeto de un intento de pirateo informático que les obligó a cerrar temporalmente²³¹, y en marzo del mismo año la confianza en el mercado se vio quebrantada por la aparición en el mismo de créditos internacionales que habían sido ya utilizados por las empresas húngaras, debido a la decisión del Gobierno de Hungría de poner en venta CER ya entregados para cumplir con sus obligaciones de emisión por empresas de ese país²³². Todos estos problemas han provocado sospechas sobre la fiabilidad del mercado de emisiones²³³.

Las situaciones que hemos señalado evidencian la inseguridad del mercado de emisiones y hacen que coincidamos con LOZANO CUTANDA cuando señala «la importancia del buen funcionamiento de estos registros y del control operado sobre las transacciones, pues el mercado de derechos de emisión requiere lo mismo que el resto de los mercados de tipo bursátil: certeza y confianza absoluta de los mecanismos de registro, transmisión y funcionamiento, pues sólo así se podrá generar la seguridad jurídica y transparencia necesarias para llevar a los participantes a plantearse seriamente el acceso al sistema de mercado»²³⁴.

La evidente necesidad de seguridad jurídica en el mercado secundario ha hecho que la Comisión Europea haya incluido la cuestión de la regulación del mercado de emisiones en su programa de trabajo, con el objetivo de tener una respuesta normativa en el período de comercio que se inicia en 2013²³⁵.

4. PROPUESTA DE REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE NEGOCIACIÓN SECUNDARIA DE EMISIONES

4.1. Las plataformas españolas de negociación de derechos de emisión como mercados de negociación secundaria de emisiones

Entre las distintas formas de transmisión de derechos de emisión²³⁶, destacan las plataformas multilaterales como espacio principal de transmisión

²³¹ *Vid.* «Cierres temporales en varios registros europeos», noticia publicada en el diario El País el 3 de febrero de 2010.

²³² *Vid.* «Chaos on carbon market over “recycled” permits», noticia aparecida en el diario *The Times* el 18 de marzo de 2010.

²³³ *Cfr.* BARBÉRIS, J. J. y TIGNOL, A., *op. cit.*, p. 13.

²³⁴ *Vid.* LOZANO CUTANDA, B., *Derecho...*, *op. cit.*, p. 286.

²³⁵ *Cfr.* BARBÉRIS, J. J. y TIGNOL, A., *op. cit.*, p. 18.

²³⁶ Ejemplo de tales tipos de transmisión es el llevado a cabo «cara a cara» entre las partes –obviamente, la expresión no es literal–, que denominamos en el presente trabajo comercio bilateral. Además de esa transmisión bilateral, se han creado las referidas plataformas

o, más concretamente, de negociación de derechos de emisión. En la actualidad, en el mercado de derechos de emisión europeo existe una tendencia al alza en el número de operaciones realizadas en plataformas multilaterales en detrimento de otros ámbitos de transmisión²³⁷.

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, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. (en adelante, BME)²³⁸ 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 2008²³⁹. Sin embargo, dicho evento no se ha producido a la fecha de elaboración del presente estudio.

La función que desarrollan las plataformas españolas de negociación de derechos de emisión referidas, al igual que la de sus homónimas europeas, es la de ofrecer un sistema para realizar las transmisiones de derechos de emisión, permitiendo obtener liquidez a quienes venden²⁴⁰. Sirven por tanto de marco

electrónicas de negociación impersonal y masiva de derechos de emisión. Adicionalmente a las transmisiones derivativas de derechos de emisión, son objeto de compraventa en mercados secundarios otras unidades derivadas de los mecanismos de flexibilidad del Protocolo de Kioto, como son las CER y URE. Con carácter incluso previo a la negociación de derechos de emisión, ha sido praxis mercantil la transmisión de derivados sobre el subyacente derecho de emisión, como son los futuros y opciones. *Cfr.* GONZÁLEZ SÁNCHEZ, S., «La transmisión de derechos de emisión y sus derivados», *CEF Legal - Revista Práctica de Derecho*, núm. 117, 2010, pp. 22-45.

²³⁷ *Vid.* TVINNEREIM, E. y RØINE, K., *Carbon 2010 - Return of the sovereign*, 2010; y TVINNEREIM, E., RØINE, K. y HEIMDAL, C., *Carbon 2009 - Emission trading coming home*, 2009.

²³⁸ 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.

²³⁹ El texto de la nota oficial de prensa del 19 de junio de 2008 se puede consultar en la web <http://www.bolsasymercados.es>.

²⁴⁰ El correcto funcionamiento del mercado de derechos de emisión como mecanismo de flexibilidad del Protocolo de Kioto depende de su liquidez, facilitada por el mayor número de inversores intervinientes. *Vid.* BASCONES ILUNDÁIN, P. y LLUCH MORENO, E., «El mecanismo de desarrollo limpio del Protocolo de Kyoto: su capacidad de transferencia tecnológica y desarrollo», *Ecosostenible*, núm. 46, 2008, p. 33, para quienes:

«En definitiva, el mercado de emisiones para funcionar correctamente y evitar una elevada volatilidad requiere de mayor liquidez derivada de una mayor participación de empresas. La participación de las empresas hasta la fecha se ha visto condicionada por desconocerse la asignación de derechos de emisión que finalmente recibirán y por miedo a intervenir en un mercado desconocido».

Entendemos por liquidez la posibilidad de deshacer la posición con respecto al derecho de emisión, es decir, la posibilidad de encontrar contraparte para transmitir el derecho subjetivo y obtener su precio en dinero. La función de ofrecer liquidez a los intervinientes en el sistema de comercio de derechos de emisión se predica del mercado exclusivamente secundario, ya que el mercado primario tiene una función de inversión o financiación. Además actualmente no podemos considerar que exista un mercado primario de emisiones toda vez que la asignación de derechos de emisión a los sujetos-instalación tiene carácter gratuito, sin perjuicio de las modificaciones que ha llevado a cabo la Directiva 2009/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril, 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.

Sobre la diferente funcionalidad de los mercados primario y secundario de instrumentos financieros, indicando que los primeros tienen una función de inversión o financiación, mientras que los segundos tienen una función precisamente de liquidez, *cfr.* LÓPEZ PASCUAL,

canalizador de los intereses concurrentes de compra y venta de derechos de emisión, siendo mecanismo de reasignación eficiente de recursos escasos²⁴¹. Como consecuencia de la organización de una oferta y demanda generalizadas, se establece un precio de mercado del derecho de emisión que se corresponde con el coste de reducción de emisiones de GEI a la atmósfera, lo que permite al sujeto adoptar decisiones de inversión adecuadas. Los sujetos-instalación tienen en las plataformas de negociación un instrumento que les facilita el cumplimiento de sus obligaciones de entrega a la Administración de tantos derechos de emisión como toneladas equivalentes de emisiones de GEI hayan realizado a la atmósfera, por lo que *in fine* estos ámbitos de negociación permiten disminuir las emisiones de GEI a la atmósfera de la forma económicamente más eficiente.

Si bien, en general, el sistema de comercio de emisiones ha surgido del interés primigenio de la mitigación del fenómeno del cambio climático²⁴², concretamente las plataformas de negociación presentan en su configuración rasgos financieros o de inversión, al facilitar operaciones masivas e impersonales de derechos de emisión que proporcionan liquidez a dicho objeto negociado. Ahora bien, el tratamiento doctrinal de las plataformas de negociación de derechos de emisión como mercados de índole financiera²⁴³ no es una cuestión pacífica.

Una parte minoritaria de la doctrina mantiene que el mercado de derechos de emisión se encuentra alejado del ámbito del mercado financiero, por ser la causa o fin del primero la «protección ambiental», siendo sin embargo finalidad del segundo el ahorro y la inversión²⁴⁴. No obstante, para una parte más

J. y ROJO SUÁREZ, J., *Los mercados de valores. Organización y funcionamiento*, Madrid, 2004, p. 145; y SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *op. cit.*, p. 308.

²⁴¹ Cfr. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., «Los sistemas españoles de negociación de derechos de emisión de gases GEI», en AA.VV. (coord. GONZÁLEZ CASTILLA, F., MARIMÓN DURÁ, R. y RUIZ PERIS, J. I.), *Estudios de Derecho del Mercado Financiero, en homenaje al Profesor Vicente Cuñat Edo*, Valencia, 2010, p. 759.

²⁴² El mercado de derechos de emisión ha sido calificado por los juristas ambientalistas como uno de los «instrumentos de mercado de carácter cooperador». Sobre el concepto de «instrumentos de mercado de carácter cooperador», *vid.* MORA RUIZ, M., *La gestión ambiental compartida: función pública y mercado*, Valladolid, 2007, pp. 147-156.

²⁴³ Sobre el concepto de mercados de índole financiera o mercados financieros, entre muchos autores, *vid.* CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., «Los mercados de valores y de crédito. Introducción», en AA.VV. (coord. URÍA MENÉNDEZ, R. y MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.), *Curso de Derecho Mercantil*, II, Cizur Menor, 2007, p. 351, para quien:

«Los mercados financieros son, como cualquier otro mercado, los puntos de encuentro, sitios o no en un lugar físico determinado, donde confluyen las ofertas y demandas de contratación de unos bienes específicos que en nuestro caso, no son ni bienes materiales ni servicios, sino fundamentalmente unos activos que llamamos financieros».

Sobre el concepto de sistema financiero, el Tribunal Constitucional, en su Sentencia núm. 133/1997, de 16 de julio, establece:

«El concepto de mercado de valores no se entiende si no es integrado en el concepto más amplio de “sistema financiero”, del que forma parte. Si por sistema financiero se tiene al conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de los cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando (oferta) dinero u otros medios de pago para financiar las actividades de los operadores económicos (demanda), el mercado de valores no es sino un elemento o parte integrante del sistema financiero».

²⁴⁴ Para ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL la negociación en plataformas multilaterales de derechos de emisión está sometida al Código Civil y no a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, porque «la causa del título de emisión es la protección ambiental, lo que lo aleja del ámbito del mercado financiero». Sin embargo la autora reconoce cierta similitud entre el mercado de derechos de emisión y el financiero, que sitúa en la anotación en cuenta como forma de representación del derecho, entre otros aspectos. *Vid.* ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL, F., «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, pp. 31-32:

«Así la transmisión de la propiedad del derecho de emisión estará sometida a las normas generales de nuestro ordenamiento jurídico (artículo 609 del CC), que suponen necesariamente una entrega del bien en el momento de la puesta en poder y posesión del derecho de emisión por

mayoritaria de la doctrina reciente, con la que coincidimos, las funciones ambientales y de inversión son perfectamente compatibles, por lo que el objetivo de mejora ambiental de los mercados de derechos de emisión no excluye su funcionamiento como verdaderos mercados canalizadores del ahorro²⁴⁵. Desde el punto de vista de distintas disciplinas, y alejados de una interpretación rigurosa del Derecho del mercado de valores²⁴⁶, diversos autores han señalado la condición de «Bolsas»²⁴⁷ de las plataformas de negociación de

el vendedor al comprador (artículo 1462 del CC) y no estará sometida a otras reglas, como podría ser la normativa del mercado de valores (con la excepción de los instrumentos financieros de derechos de emisión, sobre los que nos detendremos en el próximo epígrafe). Ello porque el mercado de derechos de emisión, al igual que el mercado financiero, en particular el mercado de valores, necesita que el derecho de emisión circule como un título negociable estando representado por medio de anotaciones en cuenta, habiendo sido emitido por persona o entidad pública [o privada] y agrupado en emisiones; la causa del título de emisión es la protección del valor ambiental, lo que lo aleja del ámbito del mercado financiero. Sin embargo se le va a acercar. Se le acerca por las características jurídicas relativas a su entrega y puesta a disposición (la anotación en cuenta) y se le acerca por la misma realidad de las cosas».

²⁴⁵ Recientes aportaciones doctrinales señalan la existencia de paralelismos entre el mercado de derechos de emisión y los mercados financieros, destacando la necesidad de contar con instituciones que gobiernen dicho vínculo para evitar los efectos que ha puesto de manifiesto la reciente crisis financiera. Cfr. DE CENDRA DE LARRAGÁN, J., «La visión de la Unión Europea sobre la construcción de un mercado global de carbono», en AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *El mercado europeo de derechos de emisión. Balance de su aplicación desde una perspectiva jurídico-pública (2008-2012)*, Valladolid, 2010, p. 201; HILL, J., JENNINGS, T. y VANEZI, E., *The emissions trading market: risks and challenges*, London, 2008, p. 20; KOSSOY, A. y AMBROSI, P., *State and Trends of the Global Carbon Market*, Washington D. C., 2010, p. 9; LOHMANN, L., «Regulatory Challenges for Financial and Carbon Markets», *The Carbon & Climate Law Review*, núm. 2, 2009, pp. 167 y 171; «Uncertainty Markets and Carbon Markets: Variations on Polanyian Themes», *New Political Economy*, núm. 15, 2010, p. 248; y MEHLING, M., *Global Carbon Market Institutions. An assessment of Governance Challenges and Functions in the Carbon Market*, *Climate Strategies*, Cambridge, 2009, p. 38.

²⁴⁶ Utilizamos la expresión «mercado de valores» en un sentido amplio y como expresión equivalente a la probablemente más correcta denominación de «sistemas de negociación de instrumentos financieros». Esta última expresión se refiere al género instrumento financiero, en el que se engloban no sólo los valores sino otros instrumentos financieros. El concepto de mercados de instrumentos financieros incluye a todos los sistemas de negociación regidos por el denominado Derecho bursátil –denominación también demasiado restrictiva–, y no sólo a las Bolsas de Valores. Considerando al Derecho bursátil como origen y núcleo del Derecho del mercado de valores, cfr. HOPT, K. J., *Estudios de Derecho de sociedades y del mercado de valores*, Madrid, 2010, p. 43. Sobre la conveniencia de cambiar la denominación de la Ley «del mercado de valores» por Ley «de los mercados financieros» o «de la negociación de los instrumentos financieros», cfr. 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, p. 596.

²⁴⁷ Cfr. 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, p. 31. Nótese que las denominaciones de los mercados que refieren los autores han sido en algunos casos modificadas como consecuencia de operaciones societarias recientes. Actualmente, entre los mercados de derechos de emisión y sus derivados encontramos a EEX (*European Energy Exchange*) de la Bolsa alemana; *Powernext* en Francia; CLIMEX (antes conocido como *New Values*) en Holanda, Alemania, Reino Unido, Francia y Asia; EXAA (*Austrian Energy Exchange*) en Austria; *TFS Green* en Reino Unido; *Nord Pool* en los países escandinavos; APX-ENDEX en Bélgica, Holanda y Reino Unido; *GME's Emissions Trading Market* en Italia; y un mercado paneuropeo, con sede en Londres, el ICX-ICE (*International Climate Exchange-Intercontinental Exchange Futures Europe*).

Muy relevante resultan las aportaciones de LOZANO CUTANDA, que si bien realiza sus estudios desde la perspectiva del Derecho administrativo, y más concretamente del Derecho ambiental administrativo, califica a las plataformas de negociación de derechos de emisión de «Bolsas» y «mercados bursátiles». Vid. LOZANO CUTANDA, *Derecho...*, op. cit., p. 828, para quien:

«Hay que señalar que el Régimen de Comercio de Derechos de Emisión de la UE está funcionando como un mercado bursátil más –aunque el intercambio no lo sea de títulos valores, sino de toneladas de emisión de CO₂– sometido a la lógica más pura del mercado de valores, y ha dado lugar al surgimiento de toda una serie de negocios nuevos de tipo mercantil, como la

derechos de emisión. Incluso algunos juristas las han calificado de «mercados organizados»²⁴⁸. Estas aproximaciones meramente indiciarias merecen ser objeto de estudio, entendiendo a las plataformas como mercados de negociación secundaria de emisiones, siendo una *species* dentro del *genus* de los mercados de emisiones.

4.2. Propuesta de regulación de las plataformas de negociación de derechos de emisión

Las plataformas o mercados de derechos de emisión son actualmente el ámbito principal de negociación de los derechos de emisión. A través de estas plataformas, compran y venden derechos tanto sujetos sometidos a la obligación legal de reducir sus emisiones de GEI a la atmósfera, como personas ajenas a tal obligación que deciden invertir en dichos derechos en lugar de hacerlo en otros instrumentos financieros. Concretamente, más de la mitad de las negociaciones de derechos de emisión en las plataformas responden a fines de inversión y no a la necesidad de reducir emisiones de GEI, ya que son llevadas a cabo por sujetos ajenos al ámbito de aplicación del régimen de comercio de emisiones que establecen la Ley 1/2005 y la Directiva 2003/87/CE²⁴⁹.

creación de bolsas de derechos de emisión, siete en la actualidad y que tienden a su integración, la aparición de *traders* o *brokers* de derechos de emisión y de los especialistas en financiación y gestión, como es el caso de los fondos de carbono».

Asimismo, *vid.* LOZANO CUTANDA, B., *El Protocolo...*, *op. cit.*, p. 276, para quien:

«La “Bolsa de Derechos de emisión” ya ha comenzado a funcionar con la lógica más pura de un mercado de valores, y al calor de este nuevo ámbito de actuación empresarial van surgiendo negocios, y en algunos casos se han creado incluso compañías nuevas para explotarlos, que tocan campos diversos: consultorías, asesorías legales y auditorías, “brokers” (intermediarios y operadores del mercado por cuenta ajena), financiación de tecnologías ambientalmente limpias y operaciones corporativas relacionadas con las exigencias ambientales, verificadores y certificadores de emisiones de CO₂, etc.».

En el mismo sentido que los anteriores, *cf.* 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, p. 9; BILBAO ESTRADA, I. y PEDRAZA BOCHONS, J. V., «La fiscalidad de los derechos de emisión», *Noticias de la Unión Europea*, núm. 311, 2010, pp. 104 y 109; BILBAO ESTRADA, I. y RODRÍGUEZ MÁRQUEZ, J., «IVA y derechos de emisión: especial referencia a su utilización como instrumento de fraude», *Crónica Tributaria*, núm. 136, 2010, pp. 48-50; CERVERA VALLTERRA, M., «La lucha de la Unión Europea contra el cambio climático. El mercado europeo de derechos de emisión de gases de efecto invernadero para el período 2005-2007», *Cuadernos de integración europea*, núm. 4, 2006, p. 75; FERNÁNDEZ MARTÍN, R. M., «La Unión Europea como impulsora de la lucha contra el cambio climático. Kyoto y los retos para el 2020», *Revista de Economía Mundial*, núm. 25, 2010, p. 205; 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, p. 110; MATEOS ANSÓTEGUI, A. I., «La contabilidad de los derechos de emisión de GEI en el nuevo PGC 2008. La problemática de las subvenciones», *Técnica Contable*, núm. 717, 2009, p. 41; «Instrumentos financieros y derechos de emisión de GEI», *Partida Doble*, núm. 226, 2010, p. 28; y SOGORB MIRA, F., «La Bolsa de CO₂», *Noticias de la Unión Europea*, núm. 311, 2010, pp. 85-95.

²⁴⁸ *Vid.* BILBAO ESTRADA, I. y PEDRAZA BOCHONS, J. V., «La fiscalidad...», *op. cit.*, p. 104. Muy curiosa es la expresión «chiringuito financiero» que emplea CARO-PATÓN CARMONA, *vid.* CARO-PATÓN CARMONA, I., «La asignación nacional de derechos de emisión de gases de efecto invernadero: balance de su aplicación y crónica de su muerte», en AA.VV. (coord. SANZ RUBIALES, I.), *El mercado europeo de derechos de emisión. Balance de su aplicación desde una perspectiva jurídico-pública (2008-2012)*, Valladolid, 2010, p. 110.

²⁴⁹ ROMEO GARCÍA manifiesta que aproximadamente el 80% de las transmisiones de derechos de emisión se están realizando por sujetos-no-instalación, es decir, por personas físicas o jurídicas no afectadas por el ámbito de aplicación de la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre, que, sin embargo, realizan inversiones en derechos de emisión. *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

Si bien el marco legal del comercio de emisiones está compuesto por las referidas Ley 1/2005, a nivel nacional, y Directiva 2003/87/CE, a nivel comunitario, estas normas no regulan las plataformas españolas de negociación multilateral de derechos de emisión. La ausencia de norma aplicable a dichas plataformas provoca que las mismas operen al margen de una regulación específica del régimen de mercado. De esta situación de ausencia de regulación se deriva la actual inseguridad jurídica del mercado secundario de derechos de emisión de GEI.

Pese a que la reciente regulación del mercado primario de derechos de emisión ha establecido un régimen de transparencia y de proscripción del abuso de mercado en las subastas a través del Reglamento 1031/2010, tal previsión normativa no tiene parangón en el caso de las plataformas de negociación secundaria de derechos de emisión, que no están sometidas a un régimen de transparencia. Tampoco se ha garantizado en el mercado secundario la igualdad y protección del inversor en derechos de emisión, ni se han supervisado las plataformas de negociación por la CNMV. Esta opacidad del sistema podría suponer un fracaso de los mercados de emisiones puesto que el inversor, temeroso de unos ámbitos de negociación informativamente deficientes, evitaría la adquisición de tales derechos subjetivos en el mercado secundario. Esta actitud, de ser generalizada, provocaría la iliquidez del mercado en primer término, y la imposibilidad de reducción de emisiones de forma eficiente en una fase posterior.

Entendemos que la situación descrita debe evitarse con la aplicación del Derecho del mercado de valores a las plataformas de negociación de derechos de emisión, lo que provocaría la vinculación de estos sistemas a diversos principios o «preocupaciones tutelares»²⁵⁰ y a un régimen específico. Los principios a los que nos referimos son los de transparencia²⁵¹ e igualdad del inversor²⁵² a través

martes 9 de junio de 2009 en el Palacio del Senado», *Diario de Sesiones de las Cortes Generales*, núm. 65, IX Legislatura, 2009, pp. 20-21, para quien:

«(...) los bancos, los inversores, los brokers, al final, prácticamente el 80% de las transacciones diarias, incluso un poquito más en algunos lugares, de derechos de emisión de CO₂ son llevadas a cabo por inversores, especuladores de alguna manera».

²⁵⁰ Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Cizur Menor, 2008, p. 61.

²⁵¹ La transparencia es la capacidad del mercado para generar y difundir información sobre precios y cantidades, que permite a los inversores acceder fácilmente a toda la información relevante para tomar decisiones de inversión. Cfr. PÉREZ CARBALLO, A., «La protección de los inversores y la transparencia», en AA.VV. (coord. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. y BENEYTO PÉREZ, J. M.), *El espacio financiero único en la Unión Europea. Los mercados de valores*, Madrid, 2005, p. 678. La transparencia de los mercados de instrumentos financieros es un objetivo de interés público perseguido mediante la imposición de determinados deberes y la disposición de las estructuras necesarias para su correcta actuación. El interés público en el buen funcionamiento de la intermediación financiera impone al legislador afrontar y resolver un clásico problema de asimetría informativa e imponer la transparencia que el mercado por sí mismo no garantizaría. Cfr. COSTI, R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2006 pp. 5-6.

²⁵² La igualdad y protección del inversor son preceptos rectores del Derecho del mercado de valores por los que se demanda, no sólo equivalencia en el trato a todos los inversores para una paritaria posición concurrencial, sino también el amparo o protección adecuada del inversor, con el fin de dotar al mercado de la suficiente confianza tutelable desde una dimensión jurídica para que se siga invirtiendo en instrumentos financieros. Y ello debido a que la confianza del inversor es condición *sine qua non* para que se produzcan los fenómenos de inversión e intermediación en dicho mercado. Cfr. ROJO ALVAREZ-MANZANEDA, C., «Justificación de la aplicación a los fondos de inversión inmobiliaria del sistema de control y la normativa de carácter financiero establecida en el mercado de valores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 111, 2008, pp. 155-171. Las prácticas de abuso de mercado constituyen la vertiente negativa del principio de confianza del inversor anteriormente indicado. Vid. CRÉSPO RODRÍGUEZ, M., «Normas de conducta, protección del inversor e integridad de los mercados», en AA.VV. (coord. URÍA FERNÁNDEZ, F.), *Régimen jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, Madrid, 2007, pp. 249-258; y

de la proscripción del abuso de mercado y el establecimiento de normas de conducta. Tras la aplicación del Derecho del mercado de valores, las plataformas se verían vinculadas al régimen de supervisión, inspección, sanción e intervención de la CNMV²⁵³. La Comisión²⁵⁴ velaría en consecuencia por la transparencia del mercado secundario de derechos de emisión, la correcta formación de los precios en el mismo y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información fuera necesaria para asegurar la consecución de esos fines. Toda vez que el Derecho del mercado de valores tiene como aspecto teleológico el asegurar al inversor un grado de información sobre el objeto de inversión más intenso que aquél establecido en el Derecho patrimonial privado para otros objetos no financieros, si el inversor en derechos de emisión operase en sistemas de negociación de instrumentos financieros sometidos a la LMV gozaría de un mayor grado de información sobre el derecho subjetivo objeto de su inversión y sobre el régimen de su negociación.

La aplicación del Derecho del mercado de valores a las plataformas españolas de negociación de derechos de emisión como decisión de política legislativa pasa por analizar si estas últimas pueden considerarse subsumidas en el ámbito de aplicación de la LMV.

El legislador delimita el objeto de la LMV –concretamente en el artículo 1 de tal norma²⁵⁵– en la regulación de los sistemas españoles de negociación de

GUITARD MARÍN, J., «Abuso de mercado», en AA.VV. (coord. URÍA FERNÁNDEZ, F.), *Régimen jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, Madrid, 2007, pp. 301-356, entre otros.

²⁵³ Nótese que seguimos, si bien adaptado, el esquema de ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA en su trabajo sobre la justificación de la aplicación a los fondos de inversión inmobiliaria del Derecho del mercado de valores. *Vid.* ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., «Justificación de la aplicación a los fondos de inversión inmobiliaria del sistema de control y la normativa de carácter financiero establecida en el mercado de valores», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 111, 2008, pp. 131-180.

²⁵⁴ Parte de la doctrina ha propuesto introducir cambios en el órgano de supervisión e inspección de los mercados de instrumentos financieros, la CNMV, argumentando a favor de una armonización estructural entre dicho organismo y el Banco de España, como consecuencia de la posibilidad de las entidades de crédito de desarrollar actividades de servicios de inversión. Ello supondría superar el tradicional esquema triangular de la supervisión del mercado financiero español, compuesto por el Banco de España como autoridad del mercado de crédito, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, como autoridad del mercado de seguros, y la CNMV como autoridad del mercado de valores. *Cfr.* SÁNCHEZ CALERO, F., «De la reforma...», *op. cit.*, pp. 606-607. Sea como fuere, lo que mantenemos en estas líneas es el sometimiento de un mercado de nueva creación, el mercado de derechos de emisión, a supervisión, inspección, sanción e intervención de una autoridad competente.

²⁵⁵ La redacción vigente del artículo 1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, ha sido establecida por la Ley 47/2007, norma que ha realizado la más importante de las últimas reformas que ha sufrido la LMV. A los efectos del presente trabajo resulta relevante dicha reforma por haber incorporado al Ordenamiento jurídico español tres importantes Directivas europeas definidoras de los mercados de instrumentos financieros: (i) la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros; (ii) la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto, 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 (iii) la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

La modificación llevada a cabo por la Ley 47/2007 gira en torno a cuatro puntos fundamentales, como son (i) la modernización de la legislación del mercado de valores de forma adecuada a la creciente complejidad de este sistema de transacción, (ii) el incremento de la protección de los inversores en su actuación en el mercado, (iii) la adecuación de la organización de las entidades que prestan servicios de inversión y (iv) el aumento de las competencias inspectoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La primera de las modificaciones ha resultado fundamental para el mercado de emisiones puesto que se ha incluido en la categoría de instrumentos financieros a los derivados sobre derechos de emisión.

Sobre los ejes de la modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, *vid.* el Apartado II de la Exposición de Motivos de la Ley 47/2007, de 19 diciembre, de

instrumentos financieros, a lo que añade la prestación en España de servicios de inversión y el establecimiento del régimen de supervisión, inspección y sanción. Para determinar si las plataformas de negociación de derechos de emisión se pueden incluir en el objeto de la LMV, deberemos estudiar si son subsumibles en la categoría de sistemas españoles de negociación de instrumentos financieros, es decir, si el objeto negociado en ellas se puede comprender en la categoría de «instrumento financiero» y si pueden ser consideradas como «sistemas de negociación».

Ya hemos afirmado en otros trabajos que 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 creadas a tal efecto²⁵⁶. Y que la inseguridad jurídica que aqueja al mercado de emisiones hace prever una regulación desde el prisma del Derecho del mercado de valores, tendente a alcanzar una estabilidad que dote de seguridad a la inversión en derechos de emisión²⁵⁷ en plataformas que, como SENDECO₂, pueden ser consideradas sistemas de negociación de instrumentos financieros.

Tales afirmaciones tienen su reflejo en una muy reciente propuesta legislativa comunitaria. Se trata de la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo [Bruselas, 20.10.2011, COM(2011) 656 final], así como la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento [EMIR] relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones [Bruselas, 20.10.2011, COM(2011) 652 final]. Ambas normas, actualmente en tramitación, amparan nuestra tesis de considerar a las plataformas de negociación de derechos de emisión como sistemas de negociación de instrumentos financieros²⁵⁸. Una vez se promulguen las referidas normas, la propuesta de política legislativa respecto de la naturaleza jurídica de plataformas de negociación de derechos de emisión como sistemas de negociación de instrumentos financieros sería una realidad legal.

5. CONCLUSIONES

El sistema comunitario de comercio de derechos de emisión comparte la función económica de reducir el coste de la mitigación del cambio climático, si bien cuenta con caracteres propios, como es delegar los esfuerzos de reducción de emisiones en sujetos privados.

reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Pese a la claridad del apartado de la norma citado, algunos autores afirman que el legislador sustenta la reforma sobre tres principios, y no sobre cuatro, omitiendo el referido expresamente a la adecuación de la organización de entidades que prestan servicios de inversión. Cfr. DE MARTÍN MUÑOZ, A. e IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., «Concepto de valor y ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores», en AA.VV. (dir. JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, A.), *Derecho de la regulación económica. Mercado de Valores*, II, Madrid, 2009, pp. 21-22.

²⁵⁶ Vid. GONZÁLEZ SÁNCHEZ, S., «La transmisión...», *op. cit.*, p. 37.

²⁵⁷ Vid. GONZÁLEZ SÁNCHEZ, S., «El tercer período de comercio de derechos de emisión: novedades en el sistema jurídico español a partir de 2013», *Revista Aranzadi de Derecho Ambiental*, núm. 21, 2012, p. 275.

²⁵⁸ Vid. GONZÁLEZ SÁNCHEZ, S., *El régimen jurídico de los derechos de emisión y del mercado en el que se negocian*, Director de Tesis Doctoral: RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., Valencia, Universidad CEU Cardenal Herrera, 2012.

Del sistema comunitario de comercio han surgido mercados de negociación secundaria de emisiones en los que invierten sujetos privados. Estos mercados, como son en España SENDECO₂ y CODE-BME, carecen de regulación específica con la consiguiente inseguridad para los participantes.

La conveniente aplicación del Derecho del mercado de valores a estos mercados pasa por determinar su consideración como sistemas de negociación de instrumentos financieros en la línea de la recentísima propuesta comunitaria de la Directiva de derogación de la Directiva MIFID y del Reglamento relativo a los mercados de instrumentos financieros.