

As Licenças de Emissão – Um Novo Instrumento Financeiro

JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES

I. INTRODUÇÃO

1. Noção

- I.** Designa-se por licença de emissão (“*emission allowance*”, “*Emissionszertifikat*”, “*quota d’émission*”, “*quota di emissioni*”, “*derecho de emisión*”) o instrumento prototípico do mercado europeu de carbono, de natureza transmissível, representativo da emissão de uma tonelada de equivalente dióxido de carbono (CO₂) durante um determinado período.¹
- II.** As licenças de emissão constituem o *mais recente tipo ou categoria dos instrumentos financeiros no ordenamento jurídico português*. Nos termos da alínea g) do art. 2.º, n.º 1 do CVM, introduzida pela Lei n.º 28/2017, de 30 de maio (na versão revista pela Lei n.º 35/2018, de 20 de agosto), são instrumentos financeiros as “licenças de emissão, nos termos e para os efeitos do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, do Regulamento (UE) n.º 1031/2010, da Comissão de 12 de novembro de 2010 e da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014”.
- III.** As licenças de emissão encontram-se previstas e reguladas no Decreto-Lei n.º 12/2020, de 6 de abril, cujo art. 3.º, f) as define do seguinte modo: “«Licença de emissão», a licença, transferível em conformidade com as disposições do presente decreto-lei, para emitir uma tonelada de dióxido de carbono (CO₂) equivalente durante um determinado período”². De acordo com esta *definição legal*,

¹ Sobre a figura, vide ANTUNES, T. Caldeira, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss., Lisboa, 2014; PINA, C. Costa, *Mercado de Direitos de Emissão de CO₂*, in: “Estudos Jurídicos e Económicos em Homenagem ao Prof. Doutor A. Sousa Franco”, 467-515, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, 2006. Noutros quadrantes, em particular na sua dimensão jusfinanceira, vide ANSÓTEGUI, A. Mateos, *Instrumentos Financieros y Derechos de Emisión de GEI*, in: 226 “Dossier Derechos de Emisión” (2010), 40-54; BARSÍ, Guy, *Les “Permis d’Émission Négociables” – De Nouveaux Produits Financiers?*, in: “Actes Pratiques et Ingénierie Sociétaire” (2003), 3-9; CARACINO, Ubaldo/ PAVESI, Federica, *Le Quote di Emissione di CO₂ come Strumento Finanziario alla Luce della MiFID II*, in: 2 “Rivista di Diritto Bancario” (2012), 1-5; FRUNZA, Marius-Cristian, *Carbon Allowances: A New Financial Asset*, Éditions Universitaires Européennes, 2010; HACK, Christoph/ BARTOLL, Carsten/ LINDEMANN, Katrin, *Emissionszertifikate: rechtliche, steuerliche und praktische Aspekte*, Linde, Wien/ Stuttgart, 2011.

² Esta definição coincide com a noção comunitária, prevista no art. 3.º, a) da Diretiva 2003/87/CE, de 13 de outubro. Tenha-se ainda que a lei define “«Tonelada equivalente de dióxido de carbono», uma tonelada métrica de CO₂ ou uma quantidade de outro gás com efeito de estufa referido no anexo I ao presente decreto-lei, com um potencial de aquecimento global equivalente” (art. 3.º, q) do RJCLE). Sobre as fontes da sua regulação, vide infra I-3.

encontramo-nos diante de uma licença ou autorização administrativa que investe o seu titular num direito de emitir uma determinada quantidade de poluição durante um certo tempo, podendo ser objeto de transmissão para terceiros.

IV. A singeleza da definição legal é, todavia, enganadora. As licenças de emissão constituem um instrumento jurídico novo, complexo e multifacetado, de cariz simultaneamente público (administrativo-ambiental) e privado (comercial-financeiro). Não surpreende assim que seja também muito controversa, e permaneça ainda em grande medida em aberto, a questão da sua *natureza jurídica*, tendo a doutrina já entrevisto naquelas meras licenças administrativas, bens ou coisas imateriais (“intangible assets”), direitos de propriedade (“property rights”), mercadorias (“commodities”) e até moeda (“currency”)³. Naturalmente, vamos agora ocupar-nos prevalentemente da dimensão jusfinanceira deste instrumento.

³ Sobre a questão, a obra de referência é ANTUNES, T. Caldeira, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, especialmente, 427 e segs., Diss., Lisboa, 2014. Noutros quadrantes, BAUER, Juliane, *Der Emissionshandelsmarkt*, 13 e segs., Verlag Dr. Kovac, Hamburg, 2008; MACE, M. J., *The Legal Nature of Emission Reductions and EU Allowances*, in: 2 “Journal for European Environmental & Planning Law” (2005), 123-134.

2. Origem e Razão de Ser

- I.** Este novel instrumento financeiro tem a sua origem remota no “Comércio Europeu de Licenças de Emissão” (CELE): criado e regulado através da Diretiva 2003/87/CE, de 13 de outubro, o CELE constitui o primeiro instrumento de mercado intracomunitário de regulação das emissões de gases com efeito de estufa (GEE), de acordo com os objetivos estabelecidos no Protocolo de Quioto.⁴
- II.** O comércio de emissões (“emissions trading”) é um sistema jurídico-económico de regulação da poluição através de mecanismos de mercado, assente num princípio geral “cap and trade”: o sistema é responsável pela alocação de um número determinado e limitado de quotas de emissão por país e indústria que não pode ser ultrapassado (“cap”), permitindo que os operadores económicos poluentes superavitários (titulares de licenças de emissão excedentárias ou não utilizadas) possam negociá-las ou vendê-las em mercado aos operadores subavitários (que delas necessitem para cobrir as respetivas emissões poluentes) ou aos demais investidores em geral (“trade”). Desta forma, nasceu assim um novo mercado – o mercado de licenças de emissão, ou “mercado do carbono” –, cuja unidade equivale a uma tonelada de CO₂ emitida, cabendo aos próprios operadores económicos e demais agentes do mercado eleger qual a estratégia mais eficiente, seja para reduzir as suas emissões poluentes e incrementar os respetivos lucros vendendo as quotas excedentárias, seja para reduzir os seus custos de produção mediante a aquisição de novas quotas.
- III.** A emergência deste “mercado de carbono” cedo tornou as licenças de emissão num dos mais importantes ativos transacionáveis no contexto do comércio mundial: em 2018, o valor total do mercado de licenças de emissão atingiu 82 biliões de dólares, o que representou um aumento de 52% em relação ao ano de 2017⁵. Embora originariamente concebidas para os operadores económicos poluentes (titulares de “instalações”), as licenças de emissão podem, na

⁴ Sobre o comércio europeu de licenças de emissão, entre tantos, vide ATES, Aynur, Der Handel mit Emissionszertifikaten, 45 e segs., J. Eul Verlag, Lohmar, 2011; BORGESI, Simone/ MONTINI, Massimiliano/ BARRECA, Alessandra, The European Emission Trading System and its Followers: Comparative Analysis and Linking Perspectives, Springer, Cham, 2016; JACOMETI, Valentina, Lo Scambio di Quote di Emissione: Analisi di un nuovo Strumento di Tutela Ambientale in Prospettiva Comparatistica, Giuffrè, Milano, 2010. Em Portugal, para uma breve apresentação geral, SANTOS, A. Costa, O Comércio de Licenças de Emissão em Portugal, in: 4 “International Business and Economic Review” (2013), 62-76.

⁵ Existem atualmente outros mercados de licenças de emissão: para além do mercado europeu, o “UK Emission Trading Scheme”, o “New South Wales Abatement Scheme” e o “Chicago Climate Exchange”. Cf. WORLD BANK, State and Trends of Carbon Pricing 2018, 8, Washington, 2018.

verdade, ser adquiridas, detidas e vendidas por qualquer pessoa singular ou coletiva: sucede, aliás, que a maioria dos agentes do mercado de carbono não são empresas industriais responsáveis por atividades poluentes, mas sim investidores singulares, coletivos, ou institucionais (v.g., “hedge funds”), intermediários financeiros (“brokers”), empresas de investimento, e até intermediários comerciais especializados (“maxime”, grandes empresas do setor elétrico)⁶. Por outra banda, à semelhança de outros ativos financeiros (v.g., ações, obrigações, futuros) e não financeiros (“commodities” ou mercadorias), as licenças de emissão transformaram-se num ativo ou objeto de investimento com intuítos meramente especulativos ou lucrativos, transacionado massivamente quer no mercado secundário (compra e venda), quer no mercado a prazo (derivados sobre licenças de emissão)⁷. Finalmente, o mercado de carbono foi-se sofisticando e complexificando, passando paulatinamente a exigir estruturas organizadas de emissão e negociação semelhantes às dos mercados financeiros: de facto, as licenças são hoje colocadas no mercado primário através de leilões que obedecem às regras próprias dos mercados regulamentados; e a sua transação posterior envolve uma enorme variedade de sujeitos (v.g., investidores, intermediários, corretores, analistas), de operações (“spot” e “forward”) e de vicissitudes (v.g., registo, reporte de posições, divulgação de informação) típicas dos mercados secundários organizados de capitais.

IV. Este relevo, complexidade e maturidade do mercado de carbono veio trazer para a ribalta a necessidade de instituição de um quadro de regulação e supervisão apropriado. Com efeito, o CELE constitui, antes do mais, um expediente económico-ambiental preordenado ao combate às alterações climáticas, com relevantes implicações macro e microeconómicas gerais, sendo o comércio das licenças instrumental desse desiderato último. Sucede, porém, que a crescente mercantilização e financeirização do CELE deu origem a assinaláveis patologias de funcionamento, incluindo desigualdade de tratamento dos participantes, distorções concorrenciais, abuso de informação privilegiada, manipulação de mercado, e até mesmo fraudes (mormente, fiscais), deixando-o ainda à mercê

⁶ ANTUNES, T. Caldeira, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, 75 e segs., Diss., Lisboa, 2014. No início da década, o CELE abrangia cerca de 12 000 empresas poluentes (instalações e transportadoras aéreas), embora o número dos seus investidores fosse já então muitíssimo superior (ROCHA, Ivone/ CAVALEIRO, J. Quintela/ CAETANO, Paulo, *Climate Chance - Uma Reflexão Jurídico-Económica do Mercado de Carbono*, 150, Engebook, Porto, 2013).

⁷ Sobre tais modalidades, vide *infra* III.

de outros fenómenos desviantes combatidos pelos legisladores atuais (“maxi-me”, branqueamento de capitais)⁸. A breve trecho, pois, tornou-se assim imperiosa a necessidade de criação de um quadro jurídico regulatório apto a garantir uma transparente formação dos preços, a proteção da igualdade, da livre concorrência e dos interesses dos intervenientes, a integridade e a eficiência do mercado, a supervisão da conformidade do comportamento dos atores deste mercado com as normas legais aplicáveis e o sancionamento das condutas desviantes ou irregulares.

V. De entre as várias estratégias alternativas quanto ao desenho do quadro de regulação e supervisão do mercado europeu de licenças poluentes (criação de um modelo regulatório específico ou próprio, recurso ao modelo regulatório dos mercados da energia, recurso ao modelo regulatório do mercado de capitais), o legislador europeu acabou por optar pela *última alternativa*⁹. Com efeito, na sequência da qualificação das licenças de emissão como um “instrumento financeiro”, acrescentando-as ao elenco legal dos instrumentos financeiros consagrado na DMIF II (ponto 11 do Anexo I-C), o funcionamento do mercado europeu de carbono passou a estar sujeito ao quadro regulatório próprio dos mercados de capitais (CVM), assegurando-se dessa forma que a negociação das quotas de poluição (sobretudo, no mercado secundário à vista) se processaria na observância de um conjunto de regras precipuamente destinadas a salvaguardar a transparência, integridade, eficiência e a confiança da negociação dos instrumentos financeiros em geral.

⁸ Assinalando tais patologias do mercado europeu de licenças de emissão, vide a COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO, *Rumo a um Melhor Quadro de Supervisão do Mercado para o Regime de Comércio de Licenças de Emissão da EU*, 6 e segs. (COM(2010) 796 final). Cf. FRUNZA, Marius-Christian, *Fraud and Carbon Markets - The Carbon Connection*, Routledge, London/ New York, 2013.

⁹ Sobre estas alternativas regulatórias, ANTUNES, T. Caldeira, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão*, 479 e segs., Diss., Lisboa, 2014. Também assim o Considerando 11) da DMIF II: “Verificaram-se várias práticas fraudulentas em mercados secundários a pronto de licenças de emissão (LUE), o que pode pôr em causa a confiança no regime de comércio de licenças de emissão, criado pela Diretiva 2003/87/CE (...). Com o objetivo de reforçar a integridade e garantir o funcionamento eficiente desses mercados, incluindo a supervisão global da atividade de negociação, é adequado complementar as medidas tomadas ao abrigo da Diretiva 2003/87/CE, integrando plenamente as licenças de emissão no âmbito de aplicação da presente diretiva e do Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, classificando-as como instrumentos financeiros”.



3. Fontes

- I. A disciplina jurídica das licenças de emissão encontra-se dispersa por um conjunto de leis, regulamentos e outros atos normativos, nacionais e europeus, que importa referir sucintamente.

- II. No plano do *direito europeu*, avulta a Diretiva 2003/87/CE, de 13 de outubro, relativa ao regime de comércio europeu de licenças de emissão, adiante designada “Diretiva CELE”¹⁰. Além disso, são ainda de referir a Diretiva 2004/101/CE, de 27 de outubro (que adotou o primeiro instrumento de mercado intracomunitário de regulação das emissões de gases com efeito de estufa), a Diretiva 2009/29/CE, de 23 de abril (alargamento e melhoramento do regime comunitário de comércio de licenças de emissão, conhecida como “Nova Diretiva CELE”), o Regulamento UE/1031/2010, de 12 de novembro (leilões de licenças de emissão) e o Regulamento UE/389/2013, de 2 de maio (registo europeu das licenças de emissão)¹¹. No quadro das disposições específicas relativas à dimensão jusfinanceira, destaque-se a “Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiro” de 2014 (DMIF II) – que veio qualificar como instrumentos financeiros as “licenças de emissão constituídas por quaisquer unidades reconhecidas para efeitos de cumprimento dos requisitos da Diretiva 2003/87/CE (regime de comércio de licenças de emissão)” (cf. ponto 11) do Anexo I, Secção C da Diretiva 2014/65/UE, de 15 de maio)¹² – e o “Regulamento dos Mercados de Instrumentos Financeiros” (RMIF) – que veio regular determinados aspetos relativos à sua negociação (arts. 8.º a 11.º, 18.º e 21.º do Regulamento UE/600/2014, de 15 de maio).¹³

¹⁰ Esta Diretiva viria a ser sucessivamente alterada pelas Diretiva 2004/101/CE, de 27 de outubro, Diretiva 2008/101/CE, de 19 de novembro, Regulamento CE/219/2009, de 11 de março, Diretiva 2009/29/CE, de 23 de abril, Regulamento UE/421/2014, de 16 de abril, Decisão UE/2015/1814, de 6 de outubro, Regulamento UE/2017/2392, de 13 de dezembro, e Diretiva UE/2018/410, de 14 de março.

¹¹ No plano do direito europeu, são ainda de destacar outros normativos: é o caso, designadamente, da Diretiva 2008/101/CE, de 19 de novembro (inclusão das atividades da aviação no regime de comércio de licenças de emissão) (GRÖSCHEL, Judith, *Emissionshandel im Luftverkehr*, Grin Verlag, Norderstedt, 2011). No plano dos atos não vinculativos, refiram-se a Decisão da Comissão CE/2010/384, de 9 de julho (relativa à quantidade de licenças de emissão a conceder a nível comunitário no âmbito do regime europeu de comércio de licenças de emissão) e a Decisão do Parlamento UE/2015/1814, de 6 de outubro (relativa à criação e ao funcionamento de uma reserva de estabilização do mercado para o regime de comércio de licenças de emissão de gases com efeito de estufa da União).

¹² A DMIF II contém ainda várias regras específicas relativas às licenças de emissão, incluindo em sede de isenções (v.g., art. 2.º, n.º 1, d), e j)), dos sistemas de negociação organizado (art. 20.º, n.º 2), e dos derivados de licenças de emissão (art. 58.º).

¹³ Complementado pelo Regulamento Delegado UE/2017/583, de 14 de julho (normas técnicas de regulamentação sobre os requisitos de transparência para as plataformas de negociação e empresas de investimento em matéria de obrigações, produtos financeiros estruturados, licenças de emissão e instrumentos derivados).

III. No plano do *direito português*, destaca-se o Decreto-Lei nº 12/2020, de 6 de abril, relativo ao regime jurídico do comércio de licenças de emissão (doravante RJCLE)¹⁴, sem prejuízo da existência de outros diplomas legais secundários, v.g., a Portaria nº 437-A/2000, de 24 de abril (atribuição de licenças de emissão a novas instalações) e Portaria nº 3-A/2014, de 7 de janeiro (receitas de leis de licenças de emissão). No quadro das disposições específicas relativas à dimensão jusfinanceira, e para além do já referido art. 2.º, nº 1, g) do CVM¹⁵, deve-se ainda ter presente a existência de um feixe de disposições legais várias, previstas no mesmo diploma, relativas às licenças de emissão como ativo subjacente elegível dos derivados (art. 2.º, nº 1, e) (i)), aos sistemas de negociação organizado (art. 200.º-A, nº 1), aos sistemas de liquidação (art. 279.º), à negociação e informação relativa às licenças de emissão (arts. 257.º-A a 257.º-C), ao reporte de posições em derivados de licenças de emissão (art. 257.º-G), à proibição de manipulação de mercado (arts. 197.º-A, nº 3, e), 379.º-A, 399.º, nº 1, c)) e de abuso de informação privilegiada (arts. 248.º, nº 2, e), 378.º-A), aos intermediários e às atividades de intermediação (arts. 289.º, nº 3, d), f) e g), 295.º, nº 5, 295.º-A) e à supervisão (art. 359.º, nº 1, k)). Importante é ainda o Regulamento da CMVM nº 11/2018, de 19 de dezembro, relativo à prestação de informação pelas entidades gestoras de plataforma de negociação que negoceie licenças de emissão e respetivos derivados e pelos intermediários financeiros que executem operações no mercado de balcão nesses instrumentos.

IV. Finalmente, no plano do *direito comparado*, retenha-se que é também como instrumento financeiro que as licenças de emissão são atualmente qualificadas em diversos ordenamentos jurídicos europeus. Depois do caso pioneiro da Suécia¹⁶, assim sucede – para falar apenas em ordens jurídicas próximas da portuguesa – na Alemanha (“Emissionszertifikat”: cf. §2 (5) da “Wertpapierhandelsgesetz”), na Espanha (“derechos de emisión”: cf. alínea k) do Anexo da “Ley de Mercado de Valores”) ou na Itália (“quota di emissioni”: cf. ponto 11) do Anexo do “Testo Unico della Finanza”).¹⁷ ●

¹⁴ Este diploma legal teve como precursores históricos o Decreto-Lei nº 38/2013, de 15 de março, e o Decreto-Lei nº 233/2004, de 14 de dezembro, que constituiu a primeira lei nacional sobre o comércio de licenças de emissão de gases com efeito de estufa, transpondo para o direito interno a citada Diretiva 2003/87/CE.

¹⁵ Cf. *supra* I - 1.

¹⁶ UPSTON-HOOOPER, Karl/ ANTTONEN, Karoliina/ MEHLING, Michael, Breathing Life into the Carbon Market: *Legal Frameworks of Emissions Trading in Europe*, 98, in: 16 “European Environmental Law Review” (2007), 96-115.

¹⁷ Sobre estas disposições, vide ASSMANN, Heinz-Dieter/ SCHNEIDER, Uwe/ MÜLBERT, Peter (Hrsg.), *Wertpapierhandelsgesetz - Kommentar*, 53, 7. Aufl., Verlag Otto Schmidt, Köln, 2019; ANNUNZIATA, Filippo, *La Disciplina del Mercato Mobiliare*, 93 e segs., 4ª edizione, Giappichelli, Torino, 2017.

II. CARATERÍSTICAS

I. Ilustração da originalidade e da força expansiva do conceito de instrumento financeiro na ordem jurídica atual, as licenças de emissão constituem uma categoria peculiar dos instrumentos financeiros onde se cruzam, de algum modo, o passado e o futuro desta figura: por um lado, nascido embora como um instrumento ao serviço do cumprimento de objetivos ambientais, as licenças de emissão foram conhecendo uma progressiva *financeirização* dos seus sujeitos, conteúdo, negociação e regime legal, que lhes associou um conjunto de caraterísticas comuns ou próprias do universo tradicional dos instrumentos financeiros; por outro lado, devido à sua matriz económico-ambiental, tais licenças continuam a exibir algumas caraterísticas específicas que são refratárias a esse universo, refletindo assim um fenómeno de *funcionalização* do próprio conceito de instrumento financeiro.

1. A Financeirização das Licenças de Emissão

I. O funcionamento e a crescente sofisticação do mercado de carbono foram responsáveis por uma inequívoca *financeirização* das licenças de emissão, que acabou por lhes emprestar um conjunto de caraterísticas que são típicas dos instrumentos financeiros e dos mercados onde estes são transacionados.¹⁸

II. À semelhança dos *valores mobiliários*, as licenças de emissão são objeto de uma emissão, com a importante particularidade de a respetiva entidade emitente revestir natureza pública (arts. 4.º, nº 1, h), 20.º e 23.º do RJCLE, Regulamento UE/1031/2010, de 12 de novembro¹⁹; são *documentadas* através de registos eletrónicos em conta, de natureza escritural e nominativa, onde são inscritos a respetiva titularidade, vicissitudes e transmissões (arts. 4.º, nº 2 e 26.º do RJCLE, Regulamento UE/1193/2011, de 18 de novembro, Regulamento UE/389/2013,

¹⁸ Sobre as caraterísticas das licenças de emissão enquanto membro da família dos instrumentos financeiros, vide ANTUNES, T. Caldeira, Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão, 467 e segs., Diss., Lisboa, 2014; CÂMARA, Paulo, Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 245 e segs., 4ª edição, Almedina, Coimbra, 2018; CATARINO, L. Guilherme, *Mercados "Regulados" de Eficiência Energética e Novas Soluções de Mercado*, 653 e segs., in: AAVV, "Direito da Eficiência Energética", 635-689, Instituto Jurídico, Coimbra, 2017. Noutros quadrantes, vide ANSÓTEGUI, A. Mateos, *Instrumentos Financieros y Derechos de Emisión de GEI*, in: 226 "Dossier Derechos de Emisión" (2010), 40-54; BARSÍ, Guy, *Les "Permis d'Émission Négociables" - De Nouveaux Produits Financiers?*, in: "Actes Pratiques et Ingénierie Sociétaire" (2003), 3-9; FRUNZA, Marius-Cristian, *Carbon Allowances: A New Financial Asset*, Éditions Universitaires Européennes, 2010; MARTÍNEZ, I. Rodríguez, *La Negociación Secundaria de Derechos de Emisión de Gases GEI: Marco Regulador*, in: 10 "Revista de Derecho del Mercado de Valores" (2012), 39-76.

¹⁹ Cf. *infra* IV - 1.

de 2 de maio)²⁰; podem ser objeto de *investimento* e *desinvestimento* por parte de quaisquer pessoas singulares ou coletivas, ainda que não sejam empresas poluentes (art. 19.º, n.º 2 da Diretiva CELE, arts. 18.º e 19.º do Regulamento UE/1031/2010)²¹; possuem um *valor de mercado* (“cotação”) – que oscila diariamente em função do preço do carbono resultante da oferta e procura em mercado – e um indiscutível *valor económico-patrimonial* para os seus titulares – integrando o património financeiro destes, sendo aí contabilizáveis e tributáveis, e sendo livremente disponíveis mediante negócios transmissivos privados e onerosos (“maxime”, compra e venda)²²; são representativas de *posições jurídicas homogéneas e fungíveis*, já que todas as licenças incorporam o mesmo conteúdo jurídico (cada licença representa o “direito” do seu titular a emitir uma tonelada de CO₂, ou seja, uma quantidade de outro GEE com a mesma contribuição para o aquecimento global de uma tonelada de dióxido de carbono) e são identificadas exclusivamente pelo género e quantidade (sendo independentes da identidade do respetivo titular ou quaisquer outras vicissitudes individuais)²³; e são suscetíveis de *criação e de negociação massificadas em mercado organizado*, “rectius”, de emissão em mercado primário regulamentado

²⁰ Cf. *infra* IV – 2.

²¹ Cf. *infra* IV – 1. Há quem designe as licenças de emissão de “títulos de emissão”, de natureza simultaneamente administrativa e financeira (GOMES, C. Amado, *Introdução ao Direito do Ambiente*, 280, 3ª edição, AAFDL, Lisboa, 2018): tal designação, todavia, apenas pode ser aceite em sentido amplo ou impróprio, quer em virtude da falta de representação cartular, quer da sua confusão com os chamados TEGEE (cf. *infra* III).

²² Cf. *infra* IV – 3. Daí que, a par de uma função ambiental indireta (redução das emissões de GEE), às licenças seja atribuída uma função comercial direta – a sua “patrimonialização”, para efeitos da respetiva comercialização (AGBAYISSAH, Sena/ SEGALLEN, Laurent, *Aspects Comptables et Juridiques de Quotas d’Émission de Gaz à Effet de Serre*, 23, PriceWaterhouseCoopers, Landwell, 2003).

²³ Apesar de serem fungíveis (cf. ainda art. 40.º, nos 1 e 3 do Regulamento UE/389/2013, de 2 de maio), as licenças de emissão são instrumentos individualizáveis através um código de identificação de unidade único (art. 41.º, n.º 3 do Regulamento UE/389/2013, de 2 de maio). Além disso, tal como os valores mobiliários, as licenças de emissão são também instrumentos emitidos em número limitado, já que o sistema de “cap and trade” visa justamente assegurar a existência de um teto máximo global de GEE emitidos, além de o número de licenças ser progressivamente reduzido ao longo do tempo (art. 9.º da Nova Diretiva CELE).

(Regulamento UE/1031/2010, de 12 de novembro) e transmissão em mercado secundário à vista ou a prazo.²⁴

III. À semelhança dos *derivados*, as licenças de emissão podem estar na origem de instrumentos financeiros a prazo, já que reúnem todas as condições legais e económicas necessárias para funcionar como *ativo subjacente*: trata-se de um ativo cujo valor (“preço”) está sujeito a variação no tempo, podendo ser objeto de contínua mensuração (permitindo assim operar como realidade primária ou “derivante” a partir do qual se constrói um instrumento financeiro destinado a cobrir o risco económico dessa variação), que integra o elenco taxativo dos ativos elegíveis previsto na lei (subalíneas i) a iii) do art. 2.º, n.º 1, e) do CVM, art. 8.º do Regulamento Delegado UE/2017/565, de 25 de abril). De resto, como veremos adiante, antes mesmo de as licenças terem sido qualificadas como instrumentos financeiros pela DMIF II, eram admitidos e bem conhecidos nos mercados internacionais os *derivados sobre licenças de emissão* (“*emission allowance transaction derivatives*”)²⁵. Ora, nenhuma dúvida se suscitam quanto ao facto de tais derivados serem dotados daquelas características comuns (*génese contratual, prazo, risco, autonomia e abstração*) que são típicas desta categoria dos instrumentos financeiros.²⁶

²⁴ Sobre as características distintivas dos valores mobiliários enquanto categoria dos instrumentos financeiros, vide desenvolvidamente ANTUNES, J. Engrácia, Os Valores Mobiliários: Conceito, Espécies e Regime Jurídico, 90 e segs., in: V “Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto” (2008), 87-142; ANTUNES, J. Engrácia, Os Instrumentos Financeiros, 87 e segs., 4ª edição, Almedina, Coimbra, 2020. Destaque-se que, já anteriormente à sua consagração como instrumento financeiro, a doutrina vinha sublinhando este parentesco: “a licença de emissão, enquanto representação de um direito, constitui, nos termos da lei, um bem móvel, um valor mobiliário ou um título apto a circular” (GONÇALVES, Pedro, Reflexões sobre o Estado Regulador e o Estado Contratante, 216, Coimbra Editora, Coimbra, 2013); “a licença de emissão pode subsumir-se na categoria de instrumento financeiro já que se trata de um direito de conteúdo patrimonial, agrupado em emissões, representado em registo de conta e negociável em plataformas eletrónicas criadas para tal efeito” (SÁNCHEZ, S. González, *La Transmisión de Derechos de Emisión, y sus Derivados*, 39, in: 117 “Revista Práctica de Derecho” (2010), 15-60); “o conceito, a natureza e as características das licenças de emissão convidam à sua inclusão na categoria jurídica dos «valores mobiliários» prevista na lei do mercado de valores” (MARTÍNEZ, I. Rodríguez, *La Negociación Secundaria de Derechos de Emisión de Gases GEI: Marco Regulador*, in: 10 “Revista de Derecho del Mercado de Valores” (2012), 39-76).

²⁵ Sobre esta modalidade especial, vide *infra* III - 2.

²⁶ Sobre as características distintivas dos derivados enquanto categoria dos instrumentos financeiros, vide ANTUNES, J. Engrácia, *Os Derivados*, 96 e segs., in: 30 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2008), 91-136; ANTUNES, J. Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*, 198 e segs., 4ª edição, Almedina, Coimbra, 2020.

IV. Finalmente, a estrutura e o funcionamento do *mercado de licenças de emissões* exibem inequívocas semelhanças com os tradicionais mercados dos instrumentos financeiros: na verdade, o mercado de carbono, tendo como objetivo último a redução das emissões poluentes, funciona hoje como qualquer outro mercado de instrumentos financeiros, assente nos princípios jusfinanceiros gerais (transparência e informação, integridade, eficiência, tutela dos investidores) e dispendo das suas típicas plataformas de negociação (mercados regulamentados, sistemas de negociação multilateral, de negociação organizado, internalização sistemática). Com efeito, quanto ao *mercado primário*, as licenças de emissão são obrigatoriamente atribuídas através de sistema de leilão: sucede que, como veremos melhor adiante, as plataformas de leilões possuem hoje imperativamente o estatuto de mercado regulamentado (art. 35.º do Regulamento UE/1031/2010)²⁷, o que significa que, à semelhança dos valores mobiliários e dos derivados, apenas podem ser colocadas em mercado através de estruturas de negociação multilateral típicas dos instrumentos financeiros (art. 199.º, n.º 1 do CVM). E, quanto ao *mercado secundário*, por razões já explicadas²⁸, as licenças de emissão tornaram-se num ativo privilegiado dos investidores, tendo a sua negociação no mercado à vista ou a prazo passado a estar regido pelas normas aplicáveis à negociação dos demais instrumentos financeiros (“ex vi” do art. 2.º, n.º 2 do CVM).

²⁷ Cf. *infra* IV – 1. Cf. ainda o art. 6.º do Regulamento Delegado UE/2017/568, de 24 de maio: “As licenças de emissão referidas no anexo I, secção C, ponto 11, da Diretiva 2014/65/UE, reconhecidas para efeitos de cumprimento dos requisitos da Diretiva 2003/87/CE, são elegíveis para a admissão à negociação num mercado regulamentado sem quaisquer outros requisitos”.

²⁸ Cf. *supra* I – 2.

2. A Funcionalização do Conceito de Instrumento Financeiro

- I.** É certo que, simultaneamente, as licenças de emissão exibem diversas características que a distanciam dos outros tipos ou categorias de instrumentos financeiros previstos no elenco do art. 2.º, n.º 1 do CVM – o que tem levado um setor da doutrina nacional e estrangeira a negar-lhes a sua natureza de instrumento financeiro ou a criticar a sua atual qualificação legal.²⁹
- II.** De facto, é forçoso reconhecer as *especialidades* de um tal novel instrumento financeiro no confronto dos demais instrumentos consagrados no citado elenco legal. Entre elas, refiram-se a sua natureza jurídica pluriforme e enigmática (autorização administrativa, direito, coisa, mercadoria, moeda, etc.), a sua emissão por entidades públicas (as instituições europeias, em articulação com as autoridades administrativas competentes dos Estados membros), ou a sujeição a um regime legal próprio dotado de aspetos refratários ou até estranhos ao regime dos demais instrumentos financeiros (v.g., em sede da sua extinção, que opera por devolução das licenças)³⁰. Todavia, é mister também reconhecer que nem todas essas especialidades constituem verdadeiramente um óbice à sua integração na família dos instrumentos financeiros: é o que sucede, por exemplo, com a natureza pública do emitente das licenças, sabido como é que também existem outros instrumentos financeiros que não perdem essa sua qualidade pelo facto de serem emitidos pelo Estado ou outras entidades públicas³¹. Além de que, sobretudo, tais especialidades não se afiguram suficientes, vistas no seu conjunto, para infirmar o parentesco formal, estrutural e material jusfinanceiro atrás assinalado.

²⁹ ANTUNES, T. Caldeira, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão*, 466 e segs., Diss., Lisboa, 2014; CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 246 e segs., 4ª edição, Almedina, Coimbra, 2018; PINA, C. Costa, *Mercado de Direitos de Emissão de CO₂*, 503 e segs., in: “Estudos Jurídicos e Económicos em Homenagem ao Prof. Doutor A. Sousa Franco”, 467-515, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, 2006.

³⁰ Sobre este regime legal, vide *infra* IV.

³¹ Assim, por exemplo, os títulos de participação são emitidos por empresas públicas (art. 1.º, n.º 1, c) do CVM) e os bilhetes do Tesouro são emitidos pelo Estado (Decreto-Lei n.º 279/98, de 17 de setembro) – constituindo uma espécie, respetivamente, dos valores mobiliários (ANTUNES, J. Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*, 153, 4ª edição, Almedina, Coimbra, 2020) e dos instrumentos do mercado monetário (op. cit., 289). Algo de semelhante, de resto, se passa nos títulos de crédito (ANTUNES, J. Engrácia, *Os Títulos de Crédito – Uma Introdução*, 27 e segs., 2ª edição, Coimbra Editora, Coimbra, 2012).

III. Em nosso entender, a principal novidade ou originalidade deste instrumento reside alhures: no seu caráter geneticamente estranho ou *alienígena* ao mercado de capitais³². Os instrumentos financeiros são instrumentos jurídico-comerciais típicos do mercado de capitais num sentido lato, abrangendo o mercado monetário (capitais de curto prazo), o mercado de valores mobiliários (capitais de médio e longo prazo) e o mercado de derivados (capitais com funções de cobertura de risco, especulação e arbitragem)³³. Ora, o “mercado de carbono” ou CELE, onde são emitidas e transacionadas as licenças de emissão, constitui um mercado com uma função ou teleologia última de natureza público-ambiental – a redução da emissão dos GEE –, sendo a sua sujeição aos princípios e às regras dos mercados de instrumentos financeiros essencialmente uma resposta para os problemas de funcionamento associados ao crescente relevo e complexidade do comércio de licenças de emissão: ao qualificar estas como instrumento financeiro, os legisladores europeu e português visaram primordialmente subordinar a respetiva emissão, negociação, investimento, intermediação e supervisão a um quadro regulatório global consistente, robusto e testado, em prol da eficiência, transparência e integridade do seu funcionamento³⁴. Pode assim falar-se de uma *funcionalização* do conceito de instrumento financeiro: conceito de cúpula da regulação jurídica dos mercados financeiros atuais, a sua aplicação às licenças de emissão traduz um fenómeno de instrumentalização regulatória por parte de mercados e instrumentos congenitamente alheios ao mercado de capitais. ●

³² É sabido que as licenças de emissão eram já conhecidas do mundo dos instrumentos financeiros enquanto ativo subjacente de derivados (cf. infra III – 2). Todavia, como refere Paulo CÂMARA, a sua entronização como um novo tipo legal desses instrumentos acabou de algum modo por “confundir o derivado com o ativo subjacente e considerar que um e outro são assimiláveis para efeitos de alguns pontos do regime” (*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 227, 4ª edição, Almedina, Coimbra, 2018).

³³ ANTUNES, J. Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*, 11 e 68 e segs., 4ª edição, Almedina, Coimbra, 2020.

³⁴ Na verdade, já antes da sua qualificação como instrumento financeiro pela DMIF II, os sinais dessa evolução eram claros, mormente no plano do mercado primário das licenças (fruto do estatuto de mercado regulamentado do sistema de leilões: cf. art. 35.º do Regulamento UE/1031/2010, de 12 de novembro) e no plano do mercado secundário a prazo (mercê da negociação dos derivados sobre licenças em plataformas de negociação): como já atrás se assinalou, tal qualificação teve sobretudo em vista disciplinar o mercado secundário a prazo de licenças de emissão, o único segmento ainda não regulado onde se registaram problemas de funcionamento, “maxime”, fraudes e abusos de mercado (cf. Considerando 11) da DMIF II). Sobre o ponto, ANTUNES, T. Caldeira, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão*, 479, Diss., Lisboa, 2014; CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 247, 4ª edição, Almedina, Coimbra, 2018.

III. MODALIDADES

- I. As licenças de emissão, enquanto instrumento financeiro, podem revestir duas modalidades fundamentais: um instrumento financeiro *primário* (licença de emissão propriamente dita) e um instrumento financeiro *derivado* (derivados de licenças de emissão).

- II. Antes de descrever tais modalidades, sublinhe-se que as licenças de emissão não esgotam o universo dos instrumentos financeiros relativos ao mercado de carbono ou, mais genericamente, ao mercado do ambiente: basta assim pensar, por exemplo, nas *obrigações “verdes”* (“climate bonds”, “green bonds”), uma modalidade especial de obrigações cuja emissão é destinada ao financiamento de projetos de energias limpas ou de redução de emissões poluentes³⁵. Outros instrumentos parafinanceiros vão também emergindo, tais como os *fundos de carbono* – de que é exemplo o “Fundo Português de Carbono”, que tem como objetivo contribuir para o cumprimento dos compromissos do Estado português em sede das emissões de gases com efeito de estufa (Decreto-Lei n.º 72/2006, de 24 de março) – e o recurso ao *financiamento colaborativo* – o chamado “crowdfunding” nos mercados da eficiência energética e do carbono.³⁶

- III. Com as licenças de emissão também não se confundem os *títulos de emissão* de gases com efeito de estufa (TEGEE), previstos nos arts. 6.º a 10.º do RJCLE e nos arts. 4.º a 7.º da Diretiva CELE: trata-se de licenças administrativas para emissão de GEE, atribuídas às instalações abrangidas pelo CELE, que servem para balizar o respetivo direito à compra e devolução das licenças de emissão.³⁷

³⁵ Para mais desenvolvimentos, ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, *Green Finance and Investment Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition*, 22 e segs., OECD Publications, Paris, 2017; TRAN, H. Hanh, *Green, Greener, Green Bond: An Overview of the Green Bond*, Diplomica, Berlin, 2018.

³⁶ CATARINO, L. Guilherme, *Mercados “Regulados” de Eficiência Energética e Novas Soluções de Mercado*, 673 e segs., in: AAVV, “Direito da Eficiência Energética”, 635-689, Instituto Jurídico, Coimbra, 2017.

³⁷ Num certo sentido, pode dizer-se que os “nomen iuris” com que o legislador português os batizou deviam ser os inversos: os TEGEE são licenças ou autorizações administrativas “hoc sensu”, e não títulos privados negociáveis em mercado; e as “licenças de emissão” são primordialmente instrumentos transmissíveis através de negócios jurídico-privados e onerosos, e não propriamente atos administrativos típicos. Salientando também este aspeto, ANTUNES, T. Caldeira, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão*, 154, Diss., Lisboa, 2014.

1. Licenças de Emissão

- I.** As licenças de emissão constituem um instrumento financeiro *autónomo* ou “hoc sensu”: tal como os valores mobiliários, os derivados e os instrumentos do mercado monetário, as licenças transmissíveis de emissão de CO₂ são atualmente um dos tipos ou categorias integrantes do elenco legal dos instrumentos financeiros (art. 2.º, n.º 1, g) e n.º 2 do CVM).
- II.** Entre as suas principais características, trata-se de um instrumento financeiro típico e nominado (expressamente previsto na lei), de matriz simultaneamente nacional (art. 2.º, n.º 1, g) do CVM) e europeia (art. 4.º, 15), Anexo I-C, ponto 11, da DMIF II), de natureza pura (que exhibe características identitárias próprias e distintas relativamente às demais classes de instrumentos financeiros), de natureza complexa (art. 57.º, a) do Regulamento Delegado UE/2017/565, de 25 de abril), de mercado primário e secundário (suscetível de emissão e de negociação em mercado: cf. arts. 10.º e 19.º, n.º 2 da Diretiva CELE, arts. 23.º a 24.º do RJCLE, Regulamento UE/1031/2010), e de mercado organizado e de balcão (suscetível de transmissão em formas organizadas de negociação ou ao balcão de intermediários: v.g., arts. 200.º-A, n.º 1, 257.º-G, n.º 4 do CVM).

2. Derivados de Licenças de Emissão

- I.** As licenças de emissão podem também estar na origem ou na base de outros tipos de instrumentos financeiros: referimo-nos aos *derivados de licenças de emissão* (“carbon emission derivatives”, “derivati su quota di emissioni”, “derivados sobre derechos de emisión”), que são instrumentos financeiros a prazo que têm como ativo subjacente licenças de emissão.³⁸
- II.** O *mercado de derivados de licenças de emissão* exhibe duas singularidades dignas de nota: o seu caráter prévio e primogénito. Com efeito, o nascimento do mercado de derivados sobre licenças de emissões é anterior à entrada em funcionamento do próprio mercado europeu de licenças de emissão: dado o dilatado

³⁸ Sobre esta modalidade especial de derivados, vide ANTUNES, J. Engrácia, Os Derivados, 135, in: 30 “Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários” (2008), 91-136; ANTUNES, T. Caldeira, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão*, 468, Diss., Lisboa, 2014; PINA, C. Costa, *Mercado de Direitos de Emissão de CO₂*, 510, in: “Estudos Jurídicos e Económicos em Homenagem ao Prof. Doutor A. Sousa Franco”, 467-515, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, 2006. Para mais desenvolvimentos, vide ISENEGGER, Philipp/ WYSS, Rico/ MARQUARDT, Sina, *The Valuation of Derivatives on Carbon Emission Certificate*, Swiss Institute of Banking and Finance, Swiss CFA Society, St. Galen, 2013; SÁNCHEZ, S. González, *La Transmisión de Derechos de Emisión y sus Derivados*, 43 e segs., in: 117 “Revista Prática de Derecho” (2010), 15-60.

hiato temporal entre a aprovação do comércio de emissões como mecanismo flexível no âmbito do Protocolo de Quioto (1997) e a entrada em funcionamento do CELE (2005), assistiu-se à realização massiva de operações de derivados sobre as licenças desde os inícios do século, justamente com vista a antecipar os preços destas no âmbito do futuro mercado de carbono³⁹. Por outra banda, o mercado de derivados constitui, hoje como ontem, o segmento mais representativo do mercado de carbono, estimando-se que os derivados de licenças representem mais de três quartos do volume total de negócios neste mercado. Não admira assim que permaneça controvertido o seu papel no âmbito geral do mercado de carbono, bem assim como o balanço comparativo da suas vantagens e desvantagens.⁴⁰

III. Os derivados carbónicos constituem, na verdade, um tipo de *instrumento financeiro autónomo*, distinto das licenças de emissão. Apesar da ligação funcional entre ambos – dado que aqueles tomam estas como ativo subjacente –, os derivados de licenças de emissão são uma modalidade especial ou particular de uma outra categoria dos instrumentos financeiros – os instrumentos financeiros derivados (art. 2.º, nº 1, e) (i) do CVM)⁴¹. Tal como já no macropiano dos mercados, também ao nível micro dos instrumentos os derivados de licenças revestem um carácter primogénito em face das próprias licenças: de facto, os derivados de licenças constituem um instrumento financeiro desde 2004 (ponto 10 do Anexo I-C da DMIF I)⁴², ao passo que as licenças de emissão apenas uma década mais tarde passaram também a usufruir de idêntica qualificação (ponto 11 do Anexo I-C da DMIF II).⁴³

³⁹ CONDE, N. Domínguez/ MACHADO, J. García, *Mercados Derivados de los Derechos de Emisión del Protocolo de Kioto: Un Nuevo Mercado de Futuros?*, in: 2888 “Información Comercial Española” (2006), 29-43; SÁNCHEZ, S. González, *La Transmisión de Derechos de Emisión, y sus Derivados*, 44, in: 117 “Revista Práctica de Derecho” (2010), 15-60.

⁴⁰ HARTMANN, Nuria, *Der europäische Emissionszertifikathandel – ein wirksames Klimaschutzinstrument?*, Tectum Verlag, Köln, 2014; LECONTE, Arnaud/ PAGANO, Tiziana, *Carbon Derivatives: A Destabilizing or a Virtuous Mechanism to Build a Carbon-Free Economy? The Example of the European CO2 Trading Scheme*, USAEE-IAEE Working Paper No. 10-058, Cleveland, 2010.

⁴¹ Sobre os derivados enquanto tipo ou categoria autónoma dos instrumentos financeiros, vide ANTUNES, J. Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*, 187 e segs., 4ª edição, Almedina, Coimbra, 2020.

⁴² Em Portugal, desde 2007: assim, nos termos do art. 2.º, nº 1, e) do CVM, na redação que lhe foi dada pelo Decreto-Lei nº 357-A/2007, de 31 de outubro, são instrumentos financeiros “as opções, os futuros, os swaps, os contratos a prazo e quaisquer outros contratos derivados relativos a: (...)i)(...) licenças de emissão”.

⁴³ Em Portugal, desde 2017, por força da introdução de uma nova alínea g) no elenco dos instrumentos financeiros constantes do art. 2.º, nº 1 do CVM, através da Lei nº 28/2017, de 30 de maio. Cf. *supra* I – 1.

IV. Compreende-se assim que existam *semelhanças*, mas sobretudo *diferenças*, entre estes dois instrumentos jusfinanceiros carbónicos. É verdade que, tal como as licenças de emissão, os derivados de licenças constituem um instrumento financeiro típico (art. 2.º, n.º 1, e) (i) do CVM), de matriz nacional e europeia (ponto 4 do Anexo I-C da DMIF II), de natureza complexa (art. 57.º, a) do Regulamento Delegado UE/2017/565, de 25 de abril), sendo suscetíveis de negociação em mercado organizado e de balcão (v.g., art. 257.º-G, n.º 4 do CVM, art. 19.º, n.º 1 do Regulamento UE/1031/2010). Todavia, os derivados de licenças apresentam um conjunto de finalidades, características e regime próprios. Ao contrário das licenças, que são negociadas no mercado à vista (“spot”), os derivados carbónicos são instrumentos típicos do mercado a prazo (“forward”) com finalidades primaciais de cobertura do risco, especulação e arbitragem⁴⁴. Também ao contrário das licenças, tais derivados têm a sua fonte em contratos (não sendo, pois, objeto de uma emissão, nem possuindo suporte representativo em contas de registo eletrónicas), que podem revestir diferentes espécies (v.g., futuros, opções, “swaps”, forwards”) e que são independentes relativamente ao seu ativo subjacente (i.e., sendo embora assentes em licenças de emissão, são imunes, em princípio, às vicissitudes destas, exceto em matéria do preço), além de, quando negociados em mercado organizado (“maxime”, futuros de licenças), serem em número tendencialmente ilimitado, podendo ser abertas tantas posições contratuais quantas os próprios interessados (ao contrário das licenças, que são sempre em número limitado). Finalmente, no que concerne ao seu regime, os derivados carbónicos possuem um regime jusfinanceiro próprio⁴⁵: ao contrário das licenças de emissão⁴⁶, os derivados nascem sob a forma de produtos financeiros de mercado organizado ou de contratos padronizados de mercado de balcão, circulam mediante compensação (art. 259.º, n.º 3 do CVM) ou cessação de posição contratual (v.g., §16 do “International Emissions Trading Master Agreement” da IETA, “Confirmation of OTC Physically Settled EU Emissions Allowance Option” e “Confirmation of OTC Physically Settled EU Emissions Allowance Forward” da ISDA), e extinguem-se mediante liquidação física ou financeira (art. 2.º, n.º 1, e) (i), “in fine”, do CVM). ●

⁴⁴ Todavia, podem existir zonas cinzentas: é o caso dos futuros a cinco dias (“five-day futures”) sobre licenças de emissão (art. 4.º, n.º 3 do Regulamento UE/1031/2010), que são derivados de muito curto prazo que podem ser objeto de leilão.

⁴⁵ Além de um regime distinto em sede contabilística (ficando sujeitos, em princípio, às IAS 32 e 39), em sede fiscal (designadamente, concorrendo para a formação do lucro tributável nos termos do art. 49.º do CIRC e não estando sujeitos a tributação em IVA) ou em sede insolvencial (v.g., art. 107.º do CIRE).

⁴⁶ Cf. *infra* IV.



AS LICENÇAS DE EMISSÃO - UM NOVO INSTRUMENTO FINANCEIRO



IV. REGIME JURÍDICO

- I.** Em via geral, as licenças de emissão estão sujeitas ao regime jurídico aplicável aos demais instrumentos financeiros, por força da remissão genérica do art. 2.º, n.º 2 do CVM. Todavia, atento o caráter singular e ambíguo desta categoria de instrumentos financeiros, cumpre ter presente um conjunto de importantíssimas especialidades no que concerne à respetiva *criação, registo, titularidade, transmissão e extinção* – que importa agora brevemente assinalar.
- II.** Antes disso, chame-se a atenção para a circunstância de cuidarmos aqui, em primeira linha, da dimensão jusfinanceira do regime jurídico das licenças de emissão. Fruto do seu caráter original e polivalente, este instrumento exhibe ainda uma plethora exuberante de *outras incidências jurídicas*, públicas e privadas: como salienta Ivan-Serge BROUHNS, “o ângulo de análise da natureza jurídica das licenças de emissão dependerá dos domínios normativos em causa: Direito Administrativo, Direito Civil, Direito Contabilístico, Direito Financeiro, Direito Comercial, Direito da Concorrência, etc.”⁴⁷
- III.** A título de ilustração, as licenças de emissão possuem importantes projeções no plano do *direito constitucional* – pense-se, por exemplo, nas questões de constitucionalidade relativas à contingentação das licenças de emissão e à penalização de emissões excedentárias⁴⁸ –, do *direito administrativo* – “alma mater” dos instrumentos de controlo ambiental, sendo ao figurino da licença administrativa que se convencionou tradicionalmente reconduzir a licença de emissão⁴⁹ –, do *direito da contabilidade* – sendo objeto de tratamento contabilístico, na falta de normas específicas, ao abrigo da IAS 38 (ativos intangíveis) e da NCRF

⁴⁷ *Aspects Juridiques du Commerce de Quotas d’Émission de CO2*, 12, in: 1 “Aménagement: Environnement, Urbanisme et Droit Foncier” (2006), 9-18.

⁴⁸ ANTUNES, T. Caldeira, *O Comércio de Emissão Poluentes à Luz da Constituição da República Portuguesa*, AAFDL, Lisboa, 2006. Na jurisprudência, vide o Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 80/2014, de 22 de janeiro (CURA MARIANO), relativo à constitucionalidade das normas do RJCLE em matéria de penalizações por emissões excedentárias (in: DR, II série, n.º 50/2014, de 12.3.2015, pp. 6851-6859).

⁴⁹ GOMES, C. Amado, *Introdução do Direito do Ambiente*, 279 e segs., 3ª edição, AAFDL, Lisboa, 2018. Para uma análise crítica da licença de emissão como licença ou autorização administrativa, ANTUNES, T. Caldeira, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão*, 521 e segs., Diss., Lisboa, 2014.

26 (matérias ambientais) –⁵⁰, do *direito fiscal* – mormente, em sede da tributação em IVA das transmissões de licenças e em IRC dos rendimentos gerados pelo seu comércio⁵¹ –, do *direito dos contratos comerciais* – mormente, a difusão de modelos contratuais padronizados de compra e venda de licenças de emissão (v.g., o “International Emission Trading Association Master Agreement” da IETA)⁵² –, do *direito da concorrência* – mormente, a relevância das atribuições gratuitas para efeitos da proibição de auxílios de Estado (art. 12.º, n.º 8 do RJCLE)⁵³ –, do *direito da insolvência* – mormente, a apreensibilidade das licenças para a massa insolvente (art. 46.º do CIRE), o seu destino em caso de liquidação (art. 149.º do CIRE) e o regime especial dos derivados sobre licenças (art. 107.º do CIRE) –⁵⁴ e do *direito internacional* – mormente, atenta a frequente dimensão transnacional do comércio das licenças, a questão da sua sujeição às normas da Organização Mundial do Comércio, designadamente ao GATT.⁵⁵

⁵⁰ ALMEIDA, M. Céu/ ALBUQUERQUE, Fábio/ FERNANDO, A. Raquel, *Tratamento Contabilístico das Licenças de Emissão de Gases com Efeito de Estufa: O Caso Português*, in: 186 “Revista Brasileira de Contabilidade” (2012), 52-67. Cf. ainda BLACK, Celeste, *Accounting for Carbon Emission Allowances in the European Union: In Search of Consistency*, in: 10 “Journal Accounting in Europe” (2013), 223-239; HERZ, Patrick, *Die Bilanzierung und Berichterstattung von Emissionsrechten*, Diplomica, Berlin, 2013.

⁵¹ BOX, Rodolfo, *La Tributación de la Renta Derivada del Comercio de Derechos de Emisión de Dióxido de Carbono*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2013; SISTER, Gabriel, *Mercado de Carbono e Protocolo de Quioto – Aspectos Negociais e Tributação*, 2ª ed., Elsevier, São Paulo, 2008. Discutindo ainda a natureza de uma taxa sobre carbono, PINA, C. Costa, *Mercado de Direitos de Emissão de CO2*, 488 e segs., in: “Estudos Jurídicos e Económicos em Homenagem ao Prof. Doutor A. Sousa Franco”, 467-515, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, 2006.

⁵² Sobre esta contratualização do comércio das emissões, vide ROCHA, Ivone/ CAVALEIRO, J. Quintela/ CAETANO, Paulo, *Climate Chance – Uma Reflexão Jurídico-Económica do Mercado de Carbono*, 172 e segs., Engebook, Porto, 2013. Noutros quadrantes, COLANGELO, Margherita, *Creating Property Rights: Law and Regulation of Secondary Trading in the EU*, 173 e segs., Martinus Nijhof, Leiden/ Boston, 2012; SÁNCHEZ, S. González, *La Transmisión de Derechos de Emisión, y sus Derivados*, 25 e segs., in: 117 “Revista Práctica de Derecho” (2010), 15-60.

⁵³ Cf. COMUNICAÇÃO DA COMISSÃO 2012/C188/04, “Orientações Relativas a Determinadas Medidas de Auxílio Estatal no Âmbito do Regime de Comércio de Licenças de Emissão de Gases com Efeito de Estufa após 2012”. Cf. WEISCHAAR, Stefan, *EU Greenhouse Gas Emissions Trading and Competition Law*, in: Faure, M./ Peeters, M. (eds.), “Climate Change and European Emissions Trading”, 151-177, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2008; PFROMM, René, *Emissionshandel und Beihilfenrecht*, Duncker & Humblot, Berlin, 2010.

⁵⁴ EPIFÂNIO, M. Rosário, *Manual de Direito da Insolvência*, 222 e segs., 7ª edição, Almedina, Coimbra, 2019. Cf. ainda CHO, Tilda, *Treatment of Emission Reduction Credits in Bankruptcy*, in: 1 “University of Chicago Law Forum” (1997), 421-437.

⁵⁵ HOLZER, Kateryna, *WTO Law Issues of Emissions Trading*, World Trade Institute, 2016.

1. Criação

- I.** As licenças de emissão são instrumentos financeiros que são criados ou emitidos por *entidades públicas*, “*rectius*”, pelas instituições competentes da União Europeia (Comissão Europeia) e pelas autoridades administrativas dos respetivos Estados membros (em Portugal, a “Agência Portuguesa do Ambiente, I.P.”: cf. art. 18.º da Diretiva CELE, art. 4.º do RJCLE)⁵⁶: é a tais entidades que – dentro dos limites fixados pela lei (art. 11.º do RJCLE, Decisão 2010/634/UE, de 22 de 2010) – compete a fixação do número de licenças de emissão a colocar no mercado primário (contingentação) e dos métodos da sua distribuição entre os participantes deste (alocação).
- II.** O mercado primário das licenças de emissão assenta no *mecanismo de leilões*, nos termos do art. 10.º da Diretiva CELE e do art. 23.º do RJCLE⁵⁷. Apesar de continuar a existir um sistema de atribuição gratuita de licenças (arts. 12.º e segs. do RJCLE), as licenças são hoje prevalentemente colocadas em mercado através de um sistema de licitação público, confidencial e aberto à generalidade dos interessados⁵⁸. A venda em leilão constitui, assim, o princípio básico da emissão deste instrumento, sendo considerada como o sistema mais eficiente tanto do ponto de vista económico (associando um custo efetivo às emissões poluentes, de acordo com o princípio poluidor-pagador) como jurídico

⁵⁶ Utilizámos aqui as expressões “criação” ou “emissão” num sentido prevalentemente genérico, e não num sentido especificamente jusfinanceiro: é sabido que existem instrumentos financeiros que são tipicamente objeto de uma “emissão” (valores mobiliários e instrumentos monetários) e outros de “criação” por via de contrato (derivados) (ANTUNES, J. Engrácia, *Instrumentos Financeiros*, 103 e ss., 219 e ss., 4ª edição, Almedina, Coimbra, 2020). Em alternativa, poderia falar-se antes de “atribuição” para qualificar a génese das licenças de emissão, que é também a expressão utilizada na lei portuguesa (arts. 12.º e segs. do RJCLE) e europeia (art. 10.º da Nova Diretiva CELE): mas tal expressão tem o inconveniente de enfatizar a vertente deste instrumento como licença administrativa – qualificação, aliás, objeto de reticências, por falta de diversas características típicas dos atos administrativos (ANTUNES, T. Caldeira, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, 558 e ss., Diss., Lisboa, 2014) –, quando é certo que o que está agora em causa é a sua vertente enquanto instrumento financeiro.

⁵⁷ Sobre os leilões de licenças de emissão, vide WREISHAAR, Stefan, *Towards Auctioning: The Transformation of the European Greenhouse Gas Emissions Trading System*, Wolters Kluwer, Austin, 2009. Entre nós, ANTUNES, T. Caldeira, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão*, 216 e segs., Diss., Lisboa, 2014.

⁵⁸ Sobre os modelos alternativos de alocação, mormente o sistema de atribuição gratuita de acordo com os dados históricos de emissão (“grandfathering”) e o sistema de leilão (“auctioning”), bem como as suas vantagens e inconvenientes, vide ANTUNES, T. Caldeira, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão*, 171 e segs., Diss., Lisboa, 2014.

(conferindo transparência, igualdade, previsibilidade e automaticidade ao processo de alocação).⁵⁹

III. O regime do leilão de licenças de emissão encontra-se contido no Regulamento UE/1031/2010, de 12 de novembro. Para além de um conjunto de disposições gerais (arts. 1.º a 3.º), este regulamento disciplina sucessivamente a estrutura e conceção dos leilões (arts. 4.º a 7.º), o calendário dos leilões (arts. 8.º a 14.º), o acesso aos leilões (arts. 15.º a 21.º), o leiloeiro e suas funções (arts. 22.º e 23.º), a supervisão de leilões (arts. 24.º e 25.º), as plataformas de leilões (arts. 26.º a 33.º), as formas de designação de leiloeiros, supervisores e plataformas (arts. 34.º e 35.º), o abuso de mercado relativo a produtos leiloeiros (arts. 36.º a 43.º), as receitas dos leilões (arts. 44.º e 45.º, além do art. 23.º n.º 3 do RJCLE e da Portaria n.º 3-A/2014, de 7 de janeiro), a entrega das licenças leiloadas (arts. 46.º a 48.º), a gestão das garantias (arts. 49.º a 52.º), o regime de supervisão e sancionatório (arts. 53.º a 59.º) e a transparência e confidencialidade da informação (arts. 60.º a 65.º).

IV. Entre os aspetos mais relevantes do mercado primário deste instrumento financeiro, saliente-se os relativos aos sujeitos do mercado, à gama dos produtos leiloados, e ao estatuto jurídico-financeiro deste mercado. Desde logo, podem licitar diretamente no mercado de leilões o conjunto das entidades que preencham os requisitos de elegibilidade legalmente exigidos (arts. 15.º, 18.º a 20.º do Regulamento UE/1031/2010): dado que entre tais licitantes diretos se encontram as instituições de crédito e as empresas de investimento, as quais podem atuar por conta própria ou em nome dos seus clientes (art. 18.º, n.º 1, b) e c) do Regulamento UE/1031/2010), significa isto dizer que qualquer investidor pode adquirir licenças de emissão leiloadas através de um intermediário financeiro autorizado⁶⁰. Depois ainda, os produtos leiloados podem consistir em produtos à vista a dois dias (“two day spot”) – licenças de emissão para entrega no prazo máximo de dois dias úteis após a data da venda em leilão – ou futuros a cinco dias (“five-day futures”) – licenças de emissão para entrega no prazo máximo

⁵⁹ O regime da titularidade e do destino das receitas decorrentes dos leilões de licenças encontra-se previsto no art. 10.º da “Nova Diretiva CELE” e no art. 23.º do RJCLE (cf. ainda a Portaria n.º 3-A/2014, de 7 de janeiro): sublinhe-se que os montantes pecuniários arrecadados com o produto das licenças leiloadas pertencem aos Estados membros, constituindo entre nós uma receita do Fundo Ambiental, as quais devem ser utilizadas, primordialmente, na promoção das energias renováveis e dos objetivos ambientais fixados no Decreto-Lei n.º 42-A/2016, de 12 de agosto.

⁶⁰ A receção, transmissão e apresentação de uma licitação numa plataforma de leilões constitui um serviço de investimento (art. 290.º, n.º 1, a) e b) do CVM, Considerando 55 do Regulamento UE/1031/2010). Sobre o regime especial aplicável a tais intermediários, vide ainda *infra* IV – 3.

de cinco dias úteis após tal data (art. 4.º, n.º 3 do Regulamento UE/1031/2010)⁶¹. Por fim, a plataforma de leilões deve constituir obrigatoriamente um *mercado regulamentado* (art. 35.º, nos 5 e 6 do Regulamento UE/1031/2010), “*rectius*”, um sistema multilateral de negociação de instrumentos financeiros (mercado regulamentado, sistema de negociação multilateral, sistema de negociação organizado: cf. art. 198.º, nos 1 e 3 do CVM)⁶²: semelhante configuração, para além de permitir recorrer à infraestrutura organizacional do mercado secundário, assegura que a emissão deste instrumento beneficia das garantias, princípios e regras operacionais próprias das formas organizadas de negociação (v.g., transparência, integridade, prevenção de conflitos de interesses e abuso de mercado, compensação ou liquidação de transações, mecanismos de resolução extrajudicial de litígios, etc.).⁶³

2. Titularidade. Registo

I. As licenças de emissão são instrumentos que podem ser titulados ou detidos por *qualquer pessoa singular ou coletiva, nacional ou estrangeira, privada ou pública*: tal como é expressamente referido pelos legisladores europeus e portugueses, “qualquer pessoa pode ser titular de licenças de emissão” (art. 19.º, n.º 2 da Diretiva CELE, art. 24.º, n.º 1 do RJCLE). Isto é verdade no respeito tanto à titularidade *originária* ou inicial – já que, como vimos, qualquer pessoa pode, através de intermediário financeiro autorizado, licitar a aquisição de licenças em leilão (art. 18.º, n.º 1, b) e c) do Regulamento UE/1031/2010) –⁶⁴ quanto à titularidade *derivada* ou superveniente – já que, como veremos, a livre transmissibilidade das licenças foi mesmo reputada como característica identitária da sua natureza (art. 40.º, n.º 1 do Regulamento UE/389/2013)⁶⁵. Significa isto também dizer que os agentes do mercado europeu de carbono – seja primário (licitando licenças a emitir em leilão), seja secundário (comprando e/ou vendendo

⁶¹ Tal significa que o mercado de leilões funciona também, afinal, como um mercado de derivados de licenças de emissão (cf. art. 3.º, n.º 4 do Regulamento UE/1031/2010, art. 7.º, n.º 3 do Regulamento Delegado UE/2017/565, de 25 de abril).

⁶² O que não significa que não possa também ser objeto de internalização sistemática em mercado secundário: cf. art. 18.º do RMIF e art. 16.º do Regulamento Delegado UE/2017/565, de 25 de abril.

⁶³ Em 2012, a Comissão Europeia designou, em nome de 25 Estados Membros (incluindo Portugal), a “European Energy Exchange” (EEX) como a plataforma comum para os leilões (sobre a EEX, vide SCHWINTOWSKI, Hans-Peter (Hrgs.), *Handbuch Energiehandel*, 351 e segs., 3. Aufl., Erich Schmidt Verlag, 2014). No mercado português, as funções de leiloeiro competem à “Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública – ICGP” (arts. 22.º e 23.º do Regulamento UE/1031/2010, art. 5.º, n.º 2 do RJCLE) e as de supervisor à CMVM (arts. 24.º e 25.º do Regulamento UE/1031/2010, art. 5.º, n.º 4 do RJCLE).

⁶⁴ Cf. *supra* IV – 1.

⁶⁵ Cf. *infra* IV – 3.

licenças já emitidas) – estão hoje longe de se confinar ao setor dos operadores económicos poluentes⁶⁶: na verdade, estima-se que cerca de 80% do volume da negociação de licenças de emissão seja imputável a intermediários financeiros, empresas de investimento e investidores.⁶⁷

II. Aspeto distintivo do regime da titularidade deste instrumento financeiro é o *registo europeu das licenças de emissão*, designado “Registo da União Europeia”. Trata-se de um registo público de natureza informática ou desmaterializada, composto por contas eletrónicas, que se destina a dar publicidade e certeza jurídica à titularidade das licenças de emissão e às operações e vicissitudes relativas a esta titularidade (emissão, alocação, devolução, anulação, caducidade), com particular destaque para os negócios de transmissão (“maxime”, compra e venda), bem assim como a controlar o cumprimento das obrigações impostas pelo CELE aos titulares.⁶⁸

III. Este registo europeu, previsto nos arts. 19.º e 20.º da Diretiva CELE e no art. 26.º do RJCLE, encontra-se hoje disciplinado pelo *Regulamento UE/389/2013*, de 2 de maio⁶⁹. Para além de disposições de ordem geral (arts. 1.º a 3.º), este regulamento ocupa-se do sistema de registos (arts. 4.º a 8.º), das contas (arts. 9.º a 34.º), e ainda de um vasto conjunto de regras específicas aplicáveis ao registo para o regime de comércio de licenças de emissão na UE (arts. 35.º a 112.º).

⁶⁶ Por operador entende-se qualquer entidade que explore ou controle uma instalação, ou seja, uma unidade técnica com atividades poluentes (arts. 3.º, d) e h) e 26.º, n.º 4 do RJCLE, art. 3.º, e) e f) da Diretiva CELE), devendo ainda recordar-se a já referida extensão do CELE aos operadores de transporte aéreo (Diretiva 2008/101/CE, de 19 de novembro). Sobre o conceito de instalação para efeitos do CELE, vide ainda o Acórdão do TJUE de 9-VI-2016 (“*Elektricitets Produktiemaatschapp*”), in: ECLI:EU:C:2016:422.

⁶⁷ MARTÍNEZ, I. Rodríguez, *Régimen y Transmisión de los Derechos de Emisión*, 235, Tirant lo Blanch, Valencia, 2013.

⁶⁸ Sobre o registo de licenças de emissão, vide ANTUNES, T. Caldeira, Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão, 288 e segs., Diss., Lisboa, 2014. Noutros quadrantes, ATES, Aynur, *Der Handel mit Emissionszertifikaten*, 53 e segs., J. Eul Verlag, Lohmar, 2011; MARTÍNEZ, I. Rodríguez, *El Registro de los Derechos de Emisión de Dióxido de Carbono*, in: 12 “*Revista Aranzadi de Derecho Ambiental*” (2007), 66-89; WEISHAAR, Stefan, *Research Handbook on Emissions Trading*, 212 e segs., Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2016. Na jurisprudência europeia, vide o Acórdão do TJUE de 7-IV-2016 (“*Holcim*”), in: ECLI:EU:C:2016:207.

⁶⁹ Em articulação com este registo comum, os Estados membros continuam a assegurar a gestão das contas nacionais no âmbito dos respetivos registos nacionais – entre nós, o “Registo Português de Licenças de Emissão integrado no Registo da União” (RPLE-RU), administrado pela Agência Portuguesa (arts. 4.º, n.º 2 e 26.º, n.º 2 do RJCLE).

IV. Nos termos gerais, todos os participantes ou intervenientes no CELE devem dispor de uma *conta individual* no registo, trate-se de operadores económicos poluentes (arts. 3.º, d) e h) e 26.º, n.º 2 do RJCLE, art. 16.º do Regulamento UE/389/2013) ou quaisquer outros sujeitos: toda a pessoa singular ou coletiva interessada em participar no mercado europeu de carbono pode e deve solicitar uma conta de depósito pessoal (art. 18.º do Regulamento UE/389/2013), onde serão registadas a aquisição, titularidade e transferências de quaisquer licenças (art. 19.º, n.º 2 da Diretiva CELE). Para além desta conta, o sistema de registo é ainda constituído por outros tipos de contas (conta de leilões, conta de atribuições, conta de supressão, conta de negociação, conta de quantidade total, etc.: cf. Anexo I), que podem exibir vários estados (abertas, bloqueadas, excluídas, encerradas: cf. art. 10.º), que devem possuir um administrador responsável (art. 11.º), e que estão sujeitas a regras próprias de atualização (art. 25.º) e encerramento (arts. 27.º e segs., todos do Regulamento UE/389/2013).⁷⁰

V. Um pouco à semelhança do registo dos demais instrumentos financeiros, o registo das licenças de emissão desempenha assim *funções essenciais no mercado primário e secundário*: a criação de licenças de emissão por parte do emitente público competente implica a sua inscrição registal (art. 41.º, n.º 2 do Regulamento UE/389/2013); e a transmissão dessas licenças, mormente mediante negócios de compra e venda, exige que, após validação da operação pelo DOUE, a transferência da respetiva titularidade seja registada nas contas do comprador e do vendedor (art. 19.º, n.º 2 da Diretiva CELE, art. 38.º do Regulamento UE/389/2013). Aspeto relevante é o da proteção dos terceiros adquirentes de boa fé (a quem são inoponíveis as exceções pessoais relativas ao alienante: cf. art. 40.º, n.º 4 do Regulamento UE/389/2013), sendo ainda discutida a questão da natureza declarativa ou constitutiva do registo⁷¹. Numa palavra, a participação no mercado dos instrumentos financeiros do carbono, mediante operações de investimento e desinvestimento em licenças de emissão, exige a abertura de uma conta no registo europeu, sendo a sua titularidade e a sua transmissão determinada por inscrições registais.

⁷¹ Sobre a primeira questão, vide MARTÍNEZ, I. Rodríguez, *Régimen y Transmisión de los Derechos de Emisión*, 293 e ss., Tirant lo Blanch, Valencia, 2013; sobre a última questão, ANTUNES, T. Caldeira, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão*, 306 e segs., Diss., Lisboa, 2014.

⁷⁰ Chame-se ainda a atenção para a existência de um Diário de Operações da União Europeia (DOUE), base de dados eletrónica e normalizada destinada à realização de operações abrangidas por este Regulamento (art. 6.º).

3. Transmissão

- I.** Aspeto igualmente importante, embora algo menosprezado pelo legislador, é o relativo ao regime da transmissão das licenças de emissão: como observa argutamente Sara González SÁNCHEZ, “é curioso que no âmbito de um regime legal designado de «comércio dos direitos de emissão» não se haja previsto qualquer disciplina jurídico-comercial relativa à negociação e transmissão desses direitos”.⁷²
- II.** Atenta a inexistência de um regime legal próprio, isto significa que a disciplina jurídica da transmissão destes instrumentos deve hoje ser reconstituída a partir de um *mosaico* de fontes heterogéneas. Aqui se inclui um conjunto de normas legais dispersas de direito nacional (v.g., arts. 200.º-A, nº 1, 257.º-A a 257.º-C, 257.º-G, 378.º-A, 379.º-A e 399.º, nº 1, c) do CVM, arts. 24.º e 25.º do RJCLE) e europeu (v.g., arts. 12.º e 13.º da Diretiva CELE, art. 40.º, nº 1 do Regulamento UE/389/2013); de regulamentos da autoridade de supervisão (“maxime”, Regulamento da CMVM nº 11/2018, de 19 de dezembro, relativo às plataformas de negociação de licenças de emissão e respetivos derivados e às operações no mercado de balcão); e de usos da “praxis” da contratação comercial internacional (“maxime”, sedimentados em modelos contratuais standardizados elaborados por organizações internacionais de agentes de mercado, v.g., a “IETA – International Emissions Trading Association” ou a “ISDA – International Swaps and Derivatives Association”)⁷³. Para os presentes efeitos, importa referir sucintamente o princípio geral da liberdade de transmissão, as modalidades de transmissão, as modalidades do mercado de transmissão, e o regime jurídico da transmissão.

⁷² La Transmisión de Derechos de Emisión, y sus Derivados, 23, in: 117 “Revista Práctica de Derecho” (2010), 15-60. Sobre a transmissão de licenças de emissão, vide ATEs, Aynur, *Der Handel mit Emissionszertifikaten*, 88 e segs., J. Eul Verlag, Lohmar, 2011; MARTÍNEZ, I. Rodríguez, *Régimen y Transmisión de los Derechos de Emisión*, 243 e segs., Tirant lo Blanch, Valencia, 2013.

⁷³ Para estes modelos contratuais, SCHWINTOWSKI, Hans-Peter (Hrgs.), *Handbuch Energiehandel*, 273 e segs., 3. Aufl., Erich Schmidt Verlag, 2014.

III. Tal como sucede relativamente a outros tipos de instrumentos financeiros (“maxime”, valores mobiliários), vigora na matéria um princípio geral de *liberdade de transmissão das licenças de emissão*: constituindo a licença de emissão o “pivot” da criação de uma zona de livre comércio de emissão poluentes, compreende-se que a licença de emissão seja “geneticamente transmissível” (T. Caldeira ANTUNES)⁷⁴. Estamos assim diante de um instrumento financeiro dotado de uma aptidão ou vocação circulatória congénita: as licenças existem e são criadas para serem livremente transferidas entre os agentes económicos (empresas poluidoras e investidores) e, dessa forma, permitir erguer e fazer funcionar o mercado de carbono. Essa aptidão circulatória, de resto, foi confirmada expressamente pelo legislador europeu ao determinar que “uma licença de emissão ou unidade de Quioto deve ser um instrumento fungível e desmaterializado que seja transacionável no mercado” (art. 40.º, nº 1 do Regulamento UE/389/2013).⁷⁵

IV. A transmissão de licenças, ocorrendo entre empresários e/ou investidores (com intuítos ambientais e/ou lucrativos), realiza-se através de *negócios jurídicos de natureza privada*. No comum dos casos, a transmissão revestirá a natureza de compras e vendas mercantis (art. 463.º do CCom), considerando o envolvimento normal de um investidor que compra ou vende com o propósito de obtenção de um lucro⁷⁶. Mais duvidoso (sobretudo atento o atual sistema de registo das licenças de emissão) é saber se serão ainda admissíveis outras modalidades transmissivas – mormente, transmissões temporárias (v.g., empréstimo, reporte), transmissões gratuitas (v.g., doação), transmissões parciais (v.g., direitos reais menores) ou até transmissões “mortis causa” –, bem assim como outras causas transmissivas, mormente judiciais – por exemplo, penhora ou arresto.

⁷⁴ *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão*, 228, Diss., Lisboa, 2014. Salientando também este traço fundamental, MARTÍNEZ, I. Rodríguez, *Régimen y Transmisión de los Derechos de Emisión*, 243, Tirant lo Blanch, Valencia, 2013.

⁷⁵ Aptidão essa reforçada ainda pela previsão de acordos de reconhecimento mútuo de licenças de emissão entre o regime europeu e outros regimes obrigatórios e compatíveis de terceiros países (art. 25.º da Diretiva CELE). Cf. ELLIS, Jan /TIRPAK, Dennis, *Linking GHG Emission Trading Schemes and Markets*, OECD, Paris, 2006.

⁷⁶ Aspeto peculiar é da admissibilidade expressa de negócios de compra e venda sobre licenças antes da criação destas, “rectius”, antes de estas terem sido licitadas e adquiridas em mercado de leilão (cf. art. 3.º, nº 11 do Regulamento UE/1031/2010).

V. A transmissão de licenças, por outra banda, pode ter lugar em diferentes mercados. Tomando por base o critério da sua execução, os negócios transmissivos sobre licenças podem ser realizados no *mercado à vista* – operações a contado ou “spot”, que são realizadas e liquidadas no momento do negócio – ou no *mercado a prazo* – operações a termo ou “forward”, que são executadas apenas em data futura acordada (“maxime”, derivados de licenças de emissão) (cf., todavia, art. 3.º, nos 3 e 4 do Regulamento UE/1031/2010). Tomando por base o critério do espaço da sua negociação, os negócios transmissivos sobre licenças podem ter lugar em *mercado organizado* – ou seja, através de sistemas multilaterais de negociação aptos a permitir o encontro de múltiplos interesses de compra e venda com vista à realização de contratos sobre tais instrumentos, “maxime”, mercado regulamentado, sistema de negociação multilateral e sistema de negociação organizado (v.g., art. 200.º-A, nº 1 do CVM)⁷⁷ – ou em *mercado de balcão* ou “over-the-counter” – transacionados ao balcão dos intermediários financeiros (art. 257.º-G, nº 4 do CVM) ou até numa base puramente direta e bilateral entre os próprios investidores (“maxime”, uma vez mais, derivados de licenças de emissão).⁷⁸

VI. Por último, mas não menos importante, os participantes ou intervenientes no mercado das licenças de emissão, mormente os intermediários financeiros (mas também leiloeiros, entidades gestoras de plataformas de leilão e negociação, etc.) ficam sujeitos a um importante conjunto de *deveres* especiais previstos no CVM. Entre eles, mencionem-se o dever de entrega das licenças em sede de liquidação das operações (art. 279.º), o dever de reporte de posições em derivados de licenças de emissão (art. 257.º-G e Regulamento CMVM nº 11/2018, de 18 de dezembro), os requisitos específicos do exercício profissional de atividades de intermediação em licenças de emissão (arts. 289.º, nº 3, d), f) e g), 295.º,

⁷⁷ O próprio legislador prevê que as plataformas de leilões, que constituem o eixo operativo do mercado primário das licenças de emissão e que revestem obrigatoriamente a natureza de mercado regulamentado, podem organizar um mercado secundário (art. 19.º, nº 1 do Regulamento UE/1031/2010). A execução de ordens relativas a operações sobre licenças de emissão constitui uma atividade e serviço de investimento (art. 290.º, nº 1, b) do CVM), cujo exercício a título profissional se encontra coberto por um exclusivo legal dos intermediários financeiros (art. 289.º, nº 1, a) e nº 2 do CVM), sem prejuízo de também poder ser desenvolvido (profissionalmente) por pessoas que negociem por conta própria licenças de emissão e seus derivados, exceto quando em execução de ordens de clientes (art. 289.º, nº 3, g) do CVM, art. 2.º, nº 1, j) da DMIF II) ou até mesmo (quando esporadicamente ou de forma não profissional) por qualquer pessoa (art. 405.º do CCivil).

⁷⁸ Sobre a negociação em mercado organizado e de balcão, vide BAUER, Juliane, *Der Emissionshandelsmarkt – Rechtsfragen des börslichen und außerbörslichen Handels mit Emissionsberechtigungen*, 57 e segs., Verlag Dr. Kovac, Hamburg, 2008; numa perspetiva internacional, DEATHERAGE, Dan, *Carbon Trading Law and Practice*, 255 e segs., Oxford University Press, New York, 2011.

nº 5, e 295.º-A), a proibição do uso e abuso de informação privilegiada relativa às licenças de emissão (arts. 257.º-A a 257.º-C, e 378.º-A), a proibição de manipulação de mercado de licenças de emissão (arts. 197.º-A, nº 3, e), 379.º-A e 399.º, nº 1, d)), e a sujeição à supervisão da CMVM (art. 359.º, nº 1, k), todos do CVM).

4. Extinção

- I.** As licenças de emissão extinguem-se por *anulação* (art. 24.º, nº 4 do RJCLE, art. 12.º, nº 3 da Diretiva CELE): dado que os operadores económicos poluentes devem devolver anualmente à Administração um determinado número de licenças equivalente ao seu total de emissões de GEE (como forma de pagamento da poluição causada), as licenças devolvidas extinguem-se nesse momento, sendo retiradas do mercado.⁷⁹

- II.** Ao lado deste processo extintivo comum, as licenças de emissão podem ainda extinguir-se por *vontade* dos seus titulares (art. 24.º, nº 6 do RJCLE, art. 12.º, nº 4 da Diretiva CELE), por *caducidade* (quando possuírem um prazo de validade: cf. art. 25.º, nº 2 do RJCLE, art. 13.º da Diretiva CELE) – ou ainda por *força da lei* (no caso de licenças caducadas que não hajam sido devolvidas: cf. art. 13.º, nº 2 da Diretiva CELE). ●

⁷⁹ Sobre este processo extintivo (devolução e anulação), ANTUNES, T. Caldeira, Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão, 278 e segs., Diss., Lisboa, 2014. Sobre o conceito de restituição de licenças não utilizadas, vide o Acórdão do TJUE de 8-III-2017 (“*ArcelorMittal Rodange*”), in: ECLI:EU:C:2017:1.