

LA REFORMA DE LA DIRECTIVA MiFID Y LAS BUENAS PRÁCTICAS EN LOS MERCADOS DE EMISIÓN¹

Autor: Javier Guillem Carrau. *Doctor en Derecho. Letrado de las Cortes Valencianas. Profesor de Derecho Mercantil de la Universidad Cardenal Herrera CEU, Valencia.*

Resumen:

Los beneficios para los operadores y consumidores de la Directiva MiFID en los mercados financieros se extenderán a la negociación de Derechos de Emisión de Dióxido de Carbono y Créditos de Carbono. Esta orientación, pone de manifiesto la relevancia que tendrá para los operadores en estos mercados cualquier tipo de iniciativa de autoregulación, como los códigos de conducta o los códigos de buenas prácticas que se desarrollen en el ámbito de los derechos de emisión.

Palabras clave: Directiva MiFID, Sistema EU de comercio de derechos de emisión, ETS, Códigos de conducta

Abstract:

The EU's Emission Trading Scheme will be covered by MiFID Directive after its proposed reform. This proposal points out the relevancy of developing Codes of conducts or Good Practices Codes for ETS markets, as autoregulation.

Keywords: MiFID Directive, EU's Emission Trading Scheme, ETS, Codes of conduct

¹ Este trabajo se enmarca en los siguientes proyectos de investigación:

- Proyecto de investigación "*La protección del inversor en los nuevos mercados no regulados de derechos de emisión de gases GEP*" (Código PRCEU-UCH 20/11) financiado por la Universidad CEU Cardenal Herrera.
- Proyecto de investigación "*Marco legal de protección del inversor en los nuevos mercados no regulados de derechos de emisión de CO2*" (Código GV/2011/080) financiado por la Generalitat Valencia.
- Proyecto de investigación "*La protección del inversor en los nuevos mercados no regulados de derechos de emisión de gases de efecto invernadero*" (DER2011-26623), financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación.

Fecha de recepción: 11/09/2012; *Fecha de aceptación:* 22/10/2012

SUMARIO:

I.- INTRODUCCIÓN

II.- EL COMERCIO DE LOS DERECHOS DE EMISIÓN Y LA REFORMA DE LA DIRECTIVA RELATIVA A LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS (MiFID)

- A) La necesidad de reforzar la protección de los inversores en los mercados de derechos de emisión de gases GEI
- B) Consecuencias de la inclusión de los derechos de emisión de gases GEI entre los “instrumentos financieros” de la Directiva MiFID
 - 1. Inclusión en el ámbito de aplicación de la LMV y otras disposiciones domésticas
 - 2. Derecho de información
 - 3. El acuerdo básico de inversión
 - 4. Distinción entre clientes minoristas y profesionales: test de conveniencia y test de idoneidad
- C) Incremento de facultades de las autoridades respecto a los derivados
- D) Sometimiento del mercado de los derechos de emisión a la normativa de mercados financieros

III.- EL FOMENTO DE LAS BUENAS PRÁCTICAS EN LOS MERCADOS DE DERECHOS DE EMISIÓN

- A) La autorregulación y la corregulación
- B) Las buenas prácticas en los mercados secundarios de derechos de emisión
- C) El interrogante de la eficacia de las buenas prácticas: los efectos jurídicos de los usos del tráfico y la competencia desleal

IV.- CONCLUSIONES

I.- INTRODUCCIÓN

El sistema de derechos de emisión de la UE está siendo sometido a una revisión desde la perspectiva del concepto de buen gobierno en sentido amplio. Es conocido que el eje normativo de los derechos de emisión es la Directiva 2003/87/CE, que estableció un régimen para el comercio de derechos de emisión en la UE (RCCDE)². Esta Directiva fue revisada por la Directiva 2009/29/CE³ que era parte de un paquete legislativo que contiene medidas destinadas a combatir el cambio climático y a promover las energías renovables y de bajo consumo de carbono³.

Actualmente, la mejora del sistema de derechos de emisión se centra en tres aspectos fundamentales para el legislador comunitario que son el mecanismo de subastas, las ayudas públicas y la consideración de los derechos de emisión como un instrumento financiero más. En su virtud, hay tres frentes abiertos en la UE en esta materia: la revisión parte de la adopción del Reglamento CE n° 1031/2010, que regula la subasta como principio básico para la asignación de derechos de emisión⁴; la reforma de las Directrices de ayudas de estado relativas a los derechos de emisión; y, por último, la inclusión de los citados derechos como un instrumento financiero más en el ámbito de aplicación de la Directiva MiFID.

En este marco, el presente estudio incide intencionalmente en el debate abierto por la reforma de la Directiva MiFID, que aporta coherencia a los planteamientos basados en el fomento de las buenas prácticas en el mercado de los derechos de emisión y la elaboración de códigos de conducta por los operadores sectoriales. En este debate se ponen de manifiesto las conexiones entre el concepto de buen gobierno de los derechos de emisión y el de autocontrol y las buenas prácticas sectoriales. Además, la aproximación desde esta perspectiva lleva a plantearse los interrogantes sobre los efectos jurídicos de las buenas

² Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre de 2003, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo, DO L 275 de 25.10.2003, p.32.

³ Directiva 2009/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril de 2009, 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, DO L 140 de 5.6.2009, p.63. Sobre este sistema, véase: RODRIGUEZ MARTÍNEZ, I.: “El régimen español del comercio de derechos de emisión de dióxido de carbono y su instrumento de articulación”, Noticias de la UE, n° 311, diciembre 2010, p. 59-74; “El comercio de derechos de emisión de dióxido de carbono y su aplicación en el sector de los transportes” en REDETI, año XI, n° 32, Madrid, Mayo-Agosto (2008) p. 127-168; “La inscripción registral de los derechos de emisión de dióxido de carbono en el Derecho español” en La fiscalidad de los derechos de emisión [Recurso electrónico]: estado de situación y perspectivas de futuro / coord. por Iñaki Bilbao Estrada, Francisco Alfredo García Prats, Alberto Cornejo Pérez, 2010, p. 153-190; “Los sistemas españoles de negociación de derechos de emisión de gases GEI” en Estudios de derecho del mercado financiero: homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo / coord. por Francisco González Castilla, Rafael Marimón Durá, 2010, p. 755-784.

⁴ Como es conocido, en la UE, se ha establecido que la subasta sea el principio básico para la asignación de derechos de emisión por ser el sistema más sencillo y eficiente. En función de ello, el artículo 10, apartado 1, de la Directiva 2003/87/CE exige que los Estados miembros subasten los derechos de emisión del capítulo III de dicha Directiva, que no sean de asignación gratuita, por eso, no pueden recurrir a ninguna otra forma de asignación ni conservar o cancelar derechos no asignados gratuitamente en vez de subastarlos. Por eso, se ha adoptado el Reglamento CE 1031/2010, para regular las calendario, la gestión y otros aspectos de las subastas de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero [Reglamento (UE) n° 1031/2010 de la Comisión, de 12 de noviembre de 2010, 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. DOUE L 302, 12.11.2010].

prácticas y el lugar que ocuparán los derechos de emisión en la Hoja de ruta hacia una economía hipocarbónica competitiva en 2050⁵.

II.- EL COMERCIO DE LOS DERECHOS DE EMISIÓN Y LA REFORMA DE LA DIRECTIVA RELATIVA A LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS (MiFID)

El eje de este trabajo es que la modificación de la Directiva relativa a los mercados financieros de octubre de 2011 plantea, entre otros objetivos, incrementar las facultades de las autoridades respecto a las posiciones de los derivados y de los derechos de emisión y regular los mercados secundarios al contado de derechos de emisión⁶. Partiendo de la constatación de la necesidad de dicha inclusión, a continuación, se aborda el conjunto de derechos y obligaciones que generará para los operadores sectoriales dicha reforma legal que busca el incremento de la protección de los inversores.

A) La necesidad de reforzar la protección de los inversores en los mercados de derechos de emisión de gases GEI

Con la propuesta de reforma de la Directiva MiFID y la inclusión de los derechos de emisión como “instrumentos financieros”, el legislador comunitario ha puesto de manifiesto una serie de problemas detectados en los mercados secundarios al contado de derechos de emisión. Entre estos problemas, se destaca que no “...*hay visión de conjunto de los mercados de derechos de emisión*” y que en los Mercados secundarios al contado de derechos de emisión, no regulados, hay evidencias de “...*prácticas fraudulentas que podrían minar la confianza en el RCDE*”. Por ello, desde Bruselas se plantea “...*fortalecer el sistema de registros y las condiciones de apertura de una cuenta para comerciar con derechos de emisión*.” E igualmente “...*reforzar la integridad y salvaguardar un funcionamiento eficaz de estos mercados, incluida la supervisión exhaustiva de la actividad negociadora*”. (Considerando 9 de la reforma)

De este modo, en el contexto de la Directiva MiFID se ofrece a los derechos de emisión un marco de mayor coherencia y transparencia al quedar incorporados al conjunto de instrumentos financieros del Anexo I C de la Directiva MiFID. Esta incorporación lleva consigo varios efectos directos que son, por un lado, la sujeción al futuro supervisor único de Mercados de derivados y al contado, que plantea el legislador; y, por otro, un refuerzo del autocontrol por el que los Bancos y entidades de inversión (sujetos obligados por la

⁵ La Hoja de ruta hacia una economía hipocarbónica competitiva en 2050, aprobada por Informe Comisión Medio Ambiente (8.2.2012) del Parlamento Europeo, afirma que el RCDE es un instrumento pero no el único para alcanzar los objetivos marcados de reducción de emisiones. Además, hoy en día, los derechos de emisión disponibles superan la demanda y el tráfico jurídico económico de los mismos no puede depender de los mecanismos del mercado exclusivamente. Por eso, en la citada Hoja de ruta, se proponen un conjunto de medidas, entre las que se menciona el reajuste RDCE antes de la tercera fase (reservar derechos y eliminación de reservas); la inclusión del transporte en el comercio de emisiones; el establecimiento de precio de reserva para las subastas; el fomento de la demanda (emisiones de combustibles fósiles vendidos desde los sectores de energía térmica y transporte); y, por último, la mejora de la transparencia en los registros y del funcionamiento de los mecanismos de compensación.

⁶ COMISIÓN EUROPEA(2011): 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, COM(2011) 656 final. 2011/0298 (COD) Bruselas, 20.10.2011. La propuesta de modificación de la Directiva surge de un documento de la Comisión de diciembre de 2010 que fue comentado por el profesor Sánchez-Calero Guilarte, accesible el 8.8.2012 en http://jsanchezcalero.blogspot.com.es/2010/12/hacia-la-reforma-de-la-directiva-mifid_15.html

Directiva) desarrollarán papel más activo con las potenciales negociadores al contado. En cualquier caso, el deber de cooperación se constituye en principio a respetar por los organismos competentes en supervisión de mercados al contado; responsables de subastas; administradores de registros y otros organismos responsables de supervisión.

En nuestro ámbito académico, la profesora Rodríguez Martínez ya apuntó que “...tanto la intermediación en transacciones sobre derechos de emisión de gases GEI, ofreciendo contrapartida y asumiendo riesgos de la operación, como la prestación de otros servicios de inversión por intermediarios profesionales, desde luego **obliga a plantearse la necesidad de someter a regulación y supervisión la contratación intermediada**, y ello principalmente por la función que están llamados a cumplir los intermediarios o brokers frente a los compradores y vendedores y la protección de los intereses concurrentes, todo ello desde la perspectiva de que este tipo de instrumentos son una opción de inversión cada vez más recurrente por pequeños y medianos inversores, clientes demandantes de este tipo de negociación.”⁷.

B) Consecuencias de la inclusión de los derechos de emisión de gases GEI entre los “instrumentos financieros” de la Directiva MiFID

Las consecuencias de la inclusión de los derechos de emisión de gases GEI entre los instrumentos financieros de la Directiva MiFID en nuestro Ordenamiento son, en primer lugar, su inclusión en el ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores. En segundo lugar, cabe destacar el conjunto de obligaciones para los operadores y de derechos de los inversores que deben ser observadas y garantizados, respectivamente.

1. Inclusión en el ámbito de aplicación de la LMV y otras disposiciones domésticas

Hasta la fecha, los derechos de emisión de gases GEI no se han considerado incluidos en el ámbito de aplicación de la LMV y la propuesta de revisión de la Directiva MiFID supondrá su sujeción al marco de la LMV. Esta aproximación encuadra claramente en la tendencia a sustituir el concepto de valor negociable por el de instrumento financiero, de mayor amplitud, en el ámbito de la LMV⁸.

Como han puesto de manifiesto las profesoras Rodríguez Martínez y Mateo Ansótegui, la consideración del objeto de negociación de las plataformas de negociación multilateral de derechos de emisión como “instrumentos financieros”, que es lo que propone el legislador comunitario, en nuestro esquema doméstico lleva a considerar el sometimiento y regulación de estos mercados a la LMV, que tiene por objeto la regulación de los sistemas españoles de negociación de instrumentos financieros⁹.

Por eso, señala la profesora Rodríguez Martínez, el especial interés de esta cuestión a raíz de la modificación del artículo 2 de la LMV por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, que

⁷ RODRIGUEZ MARTÍNEZ, I.: “La negociación secundaria de derechos de emisión de gases GEI: marco regulador” en Revista de derecho del mercado de valores, N.º. 10, 2012, p. 39-76, p 51

⁸ Esta tendencia ha sido descrita, entre otros, por: RECALDE CASTELLS, A.: “Los valores negociables: concepto delimitador del derecho de mercado de valores” RDBB, n.º 74, 1999, p. 95; GONZALEZ CASTILLA, F.: Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta, Valencia 1999, p. 217 y ss.

⁹ Véase: MATEO ANSÓTEGUI, A.I.: Instrumentos financieros y Derechos de emisión de GEI, Documento de trabajo WP-CEU-UCH EE 2010,-03, p. 4; RODRIGUEZ MARTÍNEZ, I.: “La negociación secundaria de ...”, p. 55.

afirma que tendrán la consideración de valor negociable cualquier derecho de contenido patrimonial, cualesquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero”. El concepto, la naturaleza y las características de los derechos de emisión invitan a su inclusión en la categoría jurídica de los “valores negociables” en los términos expuestos de la LMV.

Asimismo, afectarían a la validez de los contratos de compraventa de derechos de emisión de gases GEI los artículos 26 y siguientes de la Ley 23/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores relativos a la contratación de productos financieros, en este aspecto es fundamental tener en cuenta que dicha norma exige como requisito ineludible la entrega previa a la firma del contrato de un folleto informativo (lo que no ha tenido lugar); así como en general, todas las especificaciones de dicha Ley del Mercado de Valores acerca de los deberes en materia de información, transparencia y publicidad (*Real Decreto Legislativo 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública*).

De igual modo, las empresas de inversión deberán garantizar el cumplimiento de las disposiciones de los artículos 78 y 79 de la citada LMV. De conformidad con los citados preceptos, las entidades bancarias deben respetar las normas y códigos de conducta que aprobase el Gobierno o, con habilitación de éste, el Ministerio de Economía. Estos preceptos contienen el deber de diligencia y transparencia en interés de sus clientes que rige para las entidades de crédito, que deben desarrollar una gestión ordenada y prudente, cuidando de los intereses de los clientes como si fueran los propios y asegurándose de que disponen de toda la información necesaria¹⁰.

¹⁰ En todo caso, las actuaciones de las entidades bancarias deberán respetar los Principios de Imparcialidad, Diligencia, Transparencia y Buena Fe, contenidos tanto en el ya derogado Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los Mercados de Valores y Registros obligatorios, como ya actualmente, por el vigente Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. El anexo de la derogada norma contenía un Código de Conducta presidida por los criterios de imparcialidad y buena fe, cuidado y diligencia y, en lo que aquí interesa, adecuada información tanto respecto de la clientela, a los fines de conocer su experiencia inversora y objetivos de inversión, como frente al cliente proporcionándole la información de que dispongan que pueda ser relevante para la adopción por aquel de la decisión de inversión “haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva”, según el artículo 5.3. La Ley 47/2007 que modificó la LMV, continuó con el desarrollo normativo comunitario de la protección del cliente al introducir la distinción entre clientes profesionales y minoristas a los fines de distinguir el comportamiento debido respecto de unos y otros (artículo 78 bis LMV) y regulando exhaustivamente los deberes de información frente al cliente no profesional, entre otros extremos, sobre la naturaleza y riesgos del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece a lo fines de que el cliente puede tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa, debiendo incluir la información las advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a los instrumentos y estrategias, no sin pasar por alto las concretas circunstancias del cliente y sus objetivos, recabando información del mismo sobre sus conocimientos, experiencia financiera y aquellos objetivos (artículo 79 bis LMV). Seguidamente, el Real Decreto 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, desarrolló esta disposición de la LMV en sus artículos 60 y siguientes, estableciendo el test de conveniencia, las disposiciones comunes a las evaluaciones de idoneidad y conveniencia.

2. Derecho de información

Antes de la inversión, el deber de transparencia y diligencia de la entidad crediticia ha de resultar probado mediante la constancia documental de la solicitud de información al cliente en función de producto o servicio que le vaya a prestar. En el marco de las Directivas comunitarias sobre prestación de servicios financieros adoptadas en el marco de la realización del Mercado Único, los prestadores de servicios de inversión deben asegurarse de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes pero también de mantenerlos siempre adecuadamente informados¹¹.

Es el principio anglosajón de *truth in lending*, consistente en el deber de informar verazmente, de manera clara y uniforme de los costes condicionando la actividad publicitaria y determinando la conducta de las entidades en la preparación de la contratación bancaria. En el Ordenamiento jurídico se parte de un concepto amplio de la información que puede ser precontractual (folleto de tarifas, tablón de anuncios) contractual (entrega de ejemplar de contrato, contenidos del documento contractual, modificación de las condiciones del crédito) o sobre la ejecución del contrato (Liquidación de operaciones, criterios de valoración de los adeudos y abonos). Después de contratar, tiene derecho a recibir los extractos y los documentos de liquidación de intereses y comisiones bancarias, según la Orden de 12.12.1989 y la Circular del Banco de España 8/1990 y disponer de un procedimiento para resolver sus reclamaciones, quejas y consultas, en caso de no estar de acuerdo con la entidad en las operaciones que le afecten, o ante cualquier duda que le pueda surgir¹².

En definitiva, el respeto del Ordenamiento jurídico-administrativo bancario por la entidad que comercialice los derechos ETS se basará en la información correcta, amplia y veraz del producto y de sus riesgos¹³.

3. El acuerdo básico de inversión

A tenor del art. 15.1 LMV, resulta obligatoria la entrega al cliente del documento contractual relativo a la operación de que se trate, debidamente suscrito por las partes en las operaciones en las que exista contrato-tipo¹⁴.

¹¹ Sobre la trasposición de la Directiva MiFid en nuestro Ordenamiento véase, entre otros: DE LA MATA MUÑOZ, A.: “La función de cumplimiento normativo en el ámbito de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión: de Basilea II a Mifid y su transposición en España. El reconocimiento legislativo de una realidad práctica” *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, 2009 ENE-MAR; XXVIII , (113) P. 145-169; MORENO ESPEJO, A. y BUENAVENTURA CANINO, E.: en *Economiaz*, nº 66, 3er cuatrimestre 2007, p. 144 a 163.

¹² Estas Órdenes y Circulares están accesibles en www.bde.es

¹³ En el caso que nos ocupa, se trata de contratos tipo que, como tal, han de ajustarse al contenido de las normas del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios. El art. 14.2 de la citada norma dispone que los contratos-tipo deberán contener, además de las características esenciales de los mismos, ajustadas en todo caso a lo dispuesto por la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, los requisitos y condiciones para su modificación y resolución anticipada, el sometimiento de las partes a las normas de conducta y requisitos de información previstos en la legislación del Mercado de Valores, y, en general, los requisitos que, según las características de la operación de que se trate, se establezcan por el Ministro de Economía y Hacienda.

¹⁴ Por ejemplo, en nuestro Ordenamiento, la tendencia del legislador a aumentar la protección de la cliente, en cuanto a la obligación de información de las entidades financieras, se manifiesta en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de

En la descripción se deberá incluir una explicación de las características del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los riesgos inherentes a ese instrumento, de una manera suficientemente detallada para permitir que el cliente pueda tomar decisiones de inversión fundadas¹⁵.

En el procedimiento de contratación, se deberá respetar los principios y normas del llamado espacio MIDIF, como consecuencia de la entrada en vigor de la Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros, y sus dos normas de desarrollo, la Directiva 2006/76 CE, y el Reglamento CE 1287/2006. La Directiva referida establece que las empresas de inversión que presten servicios de inversión, exceptuado el asesoramiento en materia de inversión, a nuevos clientes minoristas deben celebrar con el cliente un acuerdo básico y por escrito en el que se especifiquen los derechos y obligaciones esenciales de la empresa y del cliente. Sin embargo, no impone ninguna otra obligación en lo relativo a la forma, el contenido y la ejecución de los contratos de prestación de servicios de inversión o servicios auxiliares.

4. Distinción entre clientes minoristas y profesionales: test de conveniencia y test de idoneidad

Deben establecerse requisitos de información apropiados y proporcionados que tengan en cuenta si el cliente es minorista o profesional. Uno de los objetivos de la Directiva 2004/39/CE es asegurar un equilibrio proporcionado entre la protección de los inversores y las obligaciones de revelación aplicables a las empresas de inversión.

Las empresas de inversión deben proporcionar a sus clientes o posibles clientes información adecuada sobre la naturaleza de los instrumentos financieros y de los riesgos asociados con la inversión en los mismos, de modo que los clientes puedan adoptar cada decisión de inversión sobre la base de una información adecuada. El nivel de detalle de dicha información puede variar en función de la condición del cliente, esto es, según se trate de un cliente minorista o un cliente profesional, así como de la naturaleza y el perfil de riesgo de los instrumentos financieros que se estén ofreciendo, pero esa información no debe ser nunca tan general que se omitan elementos esenciales. Así, en los casos de compra/venta, cuando se trata de un producto complejo (futuros, fondos de inversión libre, etc.) será necesario realizar el llamado Test de conveniencia que valora los conocimientos (estudios y profesión) y la experiencia (frecuencia y volumen de operaciones) del cliente. Cuando el servicio prestado no sea sólo de compraventa sino de asesoramiento, mediante la realización de una recomendación personalizada, se deberá

4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre. Esta norma dispone, en su artículo 64, que las entidades que prestan servicios de inversión deberán proporcionar a sus clientes, incluidos los potenciales, una descripción general de la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros, teniendo en cuenta, en particular, la clasificación del cliente como minorista o profesional.

¹⁵ En la explicación de los riesgos deberá incluirse, cuando sea justificado en función del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los conocimientos y perfil del cliente, la siguiente información: a) Los riesgos conexos a ese tipo de instrumento financiero, incluida una explicación del apalancamiento y de sus efectos, y el riesgo de pérdida total de la inversión. b) La volatilidad del precio de ese tipo de instrumento financiero y cualquier limitación del mercado, o mercados, en que pueda negociarse. c) La posibilidad de que el inversor asuma, además del coste de adquisición del instrumento financiero en cuestión, compromisos financieros y otras obligaciones adicionales, incluidas posibles responsabilidades legales, como consecuencia de la realización de transacciones sobre ese instrumento financiero. d) Cualquier margen obligatorio que se hubiera establecido u otra obligación similar aplicable a ese tipo de instrumentos.

realizar el test de idoneidad, que suma el test de conveniencia más un informe sobre la situación financiera (ingresos, gastos y patrimonio) y objetivos de inversión (duración prevista, perfil de riesgo y finalidad) del cliente. Este último teste de idoneidad debe ser realizada por una entidad autorizada por CNMV.

C) Incremento de facultades de las autoridades respecto a los derivados

La Comisión europea plantea, en el apartado 13 de la propuesta de la reforma MiFID, el establecimiento de *mayores facultades de las autoridades competentes respecto a las posiciones de derivados* (artículos 61, 72 y 83 de la Directiva). La Comisión considera que, como resultado del aumento del volumen de los mercados de derivados en los últimos años, es necesario resolver la fragmentación de las facultades de las autoridades competentes para controlar y supervisar las posiciones. En esta línea, la Comisión plantea que, en aras de un correcto funcionamiento de los mercados y de la integridad de los mismos, las autoridades competentes deberían contar con competencias expresas para recabar de cualquier persona información sobre las posiciones mantenidas en los instrumentos derivados considerados y en los derechos de emisión. Las autoridades de supervisión podrían así intervenir en cualquier momento del periodo de vigencia de un contrato de derivados y tomar medidas para reducir una posición. Para la Institución de la UE, estas competencias reforzadas en la gestión de las posiciones se complementarían con la posibilidad de limitarlas a priori y de forma no discriminatoria. Como norma de cierre, la Comisión apunta que toda intervención debe notificarse a la futura Agencia Europea del Mercado de Valores¹⁶.

D) Sometimiento del mercado de los derechos de emisión a la normativa de mercados financieros

Paralelamente, la propuesta de la Comisión sometería todo el mercado de derechos de emisión a la normativa sobre mercados financieros. La Comisión ha detectado que, contrariamente a la negociación de derivados, los mercados secundarios al contado de derechos de emisión de la UE siguen estando en gran medida sin regular y se han producido irregulares en los mismos que han sido conocidas públicamente¹⁷. Por ello, la propuesta de reforma de la Directiva MiFID contiene una modificación de la sección C del anexo I de la misma que incluye entre los instrumentos financieros a los derechos de emisión en el mismo epígrafe que los contratos de opciones, futuros, permutas¹⁸ y define

¹⁶ El texto literal que propone la Comisión como nuevo considerando 9 de la Directiva MiFID es el siguiente: “En los mercados secundarios al contado de derechos de emisión se ha producido una serie de prácticas fraudulentas que podrían minar la confianza en el régimen de comercio de derechos de emisión, instituido por la Directiva 2003/87/CE; se están tomando medidas para fortalecer el sistema de registros y las condiciones de apertura de una cuenta para comerciar con derechos de emisión. Con el fin de reforzar la integridad y salvaguardar un funcionamiento eficaz de estos mercados, incluida la supervisión exhaustiva de la actividad negociadora, es conveniente complementar las medidas adoptadas por la Directiva 2003/87/CE incorporando plenamente los derechos de emisión al ámbito de aplicación de la presente Directiva y del Reglamento ---/[Reglamento sobre abuso de mercado] y clasificándolos como instrumentos financieros”.

¹⁷ La propia Comisión en la propuesta de reforma de la Directiva MiFID remarca el hecho de que “...En los mercados al contado se han producido una serie de prácticas fraudulentas que podrían minar la confianza en el régimen de comercio de derechos de emisión (RCDE), instituido por la Directiva RCDE de la UE”.

¹⁸ La propuesta de reforma de la Directiva establece literalmente: “SECCIÓN C. Instrumentos financieros (1) Valores negociables.; (2) Instrumentos del mercado monetario.; (3) Participaciones de organismos de inversión colectiva.; (4) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, derechos de emisión u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo.

los mismos como “(11) *Derechos de emisión consistentes en unidades reconocidas a los efectos de la conformidad con los requisitos de la Directiva 2003/87/CE (Régimen de comercio de derechos de emisión)*”.

De forma paralela a las medidas establecidas por la Directiva RCDE para reforzar el sistema de registro de derechos de emisión de la UE y las condiciones de apertura de una cuenta para comerciar con estos derechos, como ha sido descrito, la Comisión propone someter todo el mercado de derechos de emisión a la normativa sobre mercados financieros¹⁹. De este modo, la Comisión plantea que los mercados al contado y de derivados se atenderían a un supervisor único.

La aplicación de la MiFID y de la Directiva 2003/6/CE sobre abuso de mercado elevaría de forma notable el grado de seguridad del mercado sin afectar a su objetivo, que sigue siendo la reducción de las emisiones. Además, se garantizaría la coherencia con las normas que ya se aplican a los derivados de derechos de emisión de la UE, así como un mayor nivel de seguridad, ya que los bancos y empresas de inversión, entidades obligadas a supervisar la actividad en el mercado para detectar fraudes, abusos o blanqueo de capitales, asumirían un papel más activo en el examen de potenciales negociadores al contado²⁰.

Por eso se incluyen los mercados secundarios de derechos de emisión entre los mercados sujetos al artículo 60, relativo a las obligaciones de comunicación de posiciones y la obligación de cooperar con la Agencia Europea de Mercados de Valores en el futuro artículo 83, actual 56 de la Directiva MiFID y con terceros países, en virtud de la modificación propuesta al actual artículo 63 de la Directiva.

III.- EL FOMENTO DE LAS BUENAS PRÁCTICAS EN LOS MERCADOS DE DERECHOS DE EMISIÓN

Sin perjuicio de la futura inclusión de los mercados de derechos de emisión de gases GEI en el ámbito de la Directiva MiFID, cabe plantearse si el fomento de las buenas prácticas en estos mercados puede contribuir al incremento de la protección de los inversores y al fortalecimiento de la confianza en estos mercados. Es sabido que la actual crisis económica

¹⁹ Así, la Comisión propone la modificación del artículo 2.1.d)iii) y h)i) de la Directiva MiFID sobre la base de lo razonado en el considerando 8, modificado y renumerado 14, de la Directiva: “*Las personas que administren sus propios activos y empresas, que no presten otros servicios de inversión ni realicen otras actividades de inversión que la negociación por cuenta propia no deben entrar en el ámbito de aplicación de la presente Directiva, a menos que sean creadores de mercado, miembros o participantes de un mercado regulado o SMN, o ejecuten órdenes de clientes mediante negociación o que negocien por cuenta propia al margen de un mercado regulado o un SMN de forma organizada, frecuente y sistemática proporcionando un sistema accesible a terceros con objeto de entrar en negociación con ellos, no deben entrar en el ámbito de aplicación de la presente Directiva. Como excepción, deben excluirse del ámbito de aplicación de la presente Directiva las personas que negocien por cuenta propia con instrumentos financieros como miembros o participantes de un mercado regulado o SMN, incluidos los creadores de mercado respecto a derivados sobre materias primas, derechos de emisión, o derivados de estos, cuando sea una actividad auxiliar con respecto a la principal que, considerada a nivel de grupo, no consista ni en una prestación de servicios de inversión, en el sentido de la presente Directiva, ni en servicios bancarios, en el sentido de la Directiva 2006/48/CE. Los criterios técnicos para dilucidar cuándo una actividad es auxiliar respecto a otra principal deben recogerse en actos delegados. En el apartado de la negociación por cuenta propia mediante ejecución de órdenes de clientes deben incluirse las empresas que ejecutan órdenes de distintos clientes sobre la base de operaciones de adquisición y venta consecutivas («back to back»); debe considerarse que tales empresas actúan como ordenantes, y deben estar sujetas a las disposiciones de la presente Directiva que regulan tanto la ejecución de las órdenes de sus clientes como la negociación por cuenta propia. La ejecución de órdenes sobre instrumentos financieros como actividad secundaria entre dos personas cuya actividad principal, considerada a nivel de grupo, no consista ni en una prestación de servicios de inversión, en el sentido de la presente Directiva, ni en servicios bancarios, en el sentido de la Directiva 2006/48/CE, no debería considerarse negociación por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes”*

²⁰ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:es:PDF>

y los escándalos financieros han puesto en tela de juicio el recetario de ideas sobre buen gobierno, recomendaciones y autorregulación que, desde el ámbito del Derecho societario, había sido exportado a otros ámbitos del Ordenamiento²¹.

A) La autorregulación y la correulación

En diversos ámbitos del Derecho se ha reproducido también este debate en torno a las estructuras de buen gobierno y la autorregulación y la correulación. En el ámbito del Derecho mercantil, como señala el profesor Embid Irujo, durante los últimos años, la autorregulación, como instrumento alternativo a la ley para la ordenación de los mercados de valores y de las sociedades cotizadas, ha disfrutado de un considerable protagonismo, trayendo consigo la elaboración de los códigos de buen gobierno, de seguimiento voluntario, así como la reducción de las normas imperativas al respecto. En realidad, esta primacía no ha sido tan intensa como a primera vista pudiera pensarse, lo que se deduce de la promulgación de algunas normas, como la Ley de Transparencia, de particular incidencia en dichos temas²².

Revisando el primero de los instrumentos, la autorregulación ha sido de gran utilidad en ámbitos como la publicidad, por ejemplo, donde la existencia de un Código de Autocontrol ha permitido un eficaz y rápido sistema que equilibra el interés de los operadores que insertan la publicidad y de los consumidores y usuarios a quienes va dirigida. La practicidad de la autorregulación radica en que las empresas tienden a poner en práctica con más facilidad las normas que ellas mismas han propuesto. Los límites de la autoregulación deben fijarse en que la misma no puede ponerse en práctica en relación con los derechos fundamentales, las decisiones políticas o sobre cuestiones relativas al Mercado Interior. En todo caso, deben ser compatibles con el acervo comunitario y siempre queda la posibilidad de regular al modelo “clásico” si el resultado no es el esperado.

En el caso de las prácticas de mercado en los mercados financieros, consideradas como instrumento de autoregulación, deben ser objeto de examen singularizado porque son susceptibles de producir situaciones de abuso de mercado. La tendencia en el seno de la UE y de la OCDE consiste en profundizar en los conceptos de autorregulación y de correulación como vías alternativas a la regulación en consonancia con el Informe del Consejo de Estocolmo²³.

Respecto al segundo de los instrumentos alternativos mencionados, la correulación, ésta aparece definida en el Libro Blanco de la Gobernanza como “la inserción de un marco de objetivos generales, derechos fundamentales, mecanismo de aplicación y recurso, y condiciones de control de cumplimiento”²⁴.

²¹ GUILLEM CARRAU, J.: La necesaria reformulación de “buen gobierno” en Revista Aranzadi Doctrinal, n.º 8, 2009.

²² Embid Irujo, J.M.: “Leyes versus códigos (autorregulación) en los..”, p.28.

²³ COM(2001) 130 final

²⁴ COMISIÓN EUROPEA (2001): Comunicación de la Comisión, de 25 de julio de 2001, «La gobernanza europea - Un Libro Blanco» [COM (2001) 428. final - Diario Oficial C 287 de 12.10.2001] Como señala Ordoñez Solís (ORDOÑEZ SOLIS, D.: La Gobernabilidad en..., p. 4) “...En todo caso, debe tenerse en cuenta que en la Comisión Europea de Santer se había constituido en 1996 una Célula de Prospectiva que había trabajado en esta cuestión [Leb00, p. 7]. Los ámbitos de los que se había ocupado esta Célula de Prospectiva son muy variados y sus recomendaciones se refieren básicamente a la reforma administrativa de la Comisión europea, a la mejora de la gestión administrativa y financiera de las políticas y programas comunitarios y a las nuevas formas de representación, participación y consulta en la acción pública europea [Leb99, pp. 4-5]”

Un elemento fundamental de la correulación es que cualquier iniciativa de este tipo debe estar enmarcada en un foro en el que se represente a la mayoría sectorial afectada por dos razones. La primera consiste en que, de esta manera, se garantiza la participación en la elaboración de la norma de gran parte del tejido sectorial o social que va a ser afectado por la misma. La segunda de las razones que motivan la garantía de la representatividad es que, consecuentemente, la futura norma gozará de mayor conocimiento y, por lo tanto, de mayor vinculatoriedad para los interesados. Los textos sobre la materia ponen como ejemplo más llamativo de estas alternativas en el conjunto de Directivas de nuevo enfoque²⁵.

B) Las buenas prácticas en los mercados secundarios de derechos de emisión

Como ha señalado la profesora Rodríguez Martínez, detectada la inexistencia de regulación específica del marco de la negociación en las nuevas plataformas y sistemas de negociación secundaria de derechos de emisión en el ámbito de la LMV o en el de la Ley 1/2005, se constata la desprotección existente para los potenciales inversores de este tipo de instrumentos y la ausencia de soluciones legales a las vicisitudes de la negociación de los derechos citados²⁶.

En el caso concreto del sistema que se ha diseñado para los derechos de emisión da lugar a que determinadas empresas tengan que acudir a bolsas de derechos para comprar derechos a otras empresas que los ofertan por tener excedentes. Estos mercados secundarios están abiertos también a los fondos de inversión, los bancos e incluso a los particulares.

La necesidad de que los principios del buen gobierno y del desarrollo de buenas prácticas presidan el autocontrol de estos mercados secundarios radica en su propia importancia por constituirse en puntos de seguimiento de la evolución de derechos de emisión, en los que se puede contactar con los participantes, y por permitir el acceso a precios del mercado de forma transparente y a la cotización de precios durante las sesiones de negociación²⁷.

El interrogante que se abre en torno a esta autoregulación de buenas prácticas es si, en el caso del mercado de derechos de emisión, esta autoregulación debe ser inducida – se propone al sector que la adopte- o regulada- cuando son asumidas por los poderes públicos. En el caso de la autoregulación regulada las buenas prácticas pueden ser asumidas por el poder público e incorporadas a una norma jurídica, pueden ser simplemente publicadas o pueden ser aceptadas por el regulador de un mercado regulado. En el caso del mercado de derechos de emisión también se plantea cuál de las opciones sería la más adecuada y eficaz²⁸.

Como ocurre en los mercados de valores, lo relevante de las buenas prácticas no es su aceptación o no sino los elementos accesorios que ponen de manifiesto – frecuencia y volumen de operaciones, información disponible o cuantía a alcanzar- y que mantienen el dinamismo y la operatividad del mercado. Las buenas prácticas en los mercados secundarios de los derechos de emisión, podrían concretarse en el establecimiento de puntos de

²⁵ New Approach http://ec.europa.eu/enterprise/newapproach/index_en.htm

²⁶ RODRIGUEZ MARTÍNEZ, I.: “La negociación secundaria de ...”, p. 61

²⁷ Esteve Pardo, J.: “Las prácticas del mercado como instrumento de regulación” en Derecho de la Regulación económica, dir. MUÑOZ MACHADO, S. y ESTEVE PARDO, J., Iustel, 2009, p.669-683.

²⁸ Op. cit. idem supra, p. 672.

seguimiento de la evolución de derechos de emisión (frecuencia, cantidad y valor de las ventas). Es evidente que favorecerían el contacto entre participantes en los citados mercados y el acceso a precios del mercado de forma transparente y a la cotización de precios durante las sesiones de negociación.

En definitiva, los Códigos de buenas prácticas que podría servir de referencia para el mercado de los derechos de emisión, deberían estar presididos por el principio de la libre adhesión y de voluntariedad. Entre sus contenidos, debería articularse los mecanismos más idóneos para la resolución de conflictos e incumplimientos, no aceptándose la inserción de cláusulas anticompetitivas. Estos Códigos también tienen un prisma de análisis desde las normas de competencia desleal ya que su incumplimiento puede ser definido como un acto de competencia desleal del operador en cuestión que haya suscrito el código. Por último, un elemento de gran utilidad para el sistema de derechos de emisión es que el establecimiento de estos códigos de buenas prácticas permitirá disponer de una certificación de origen de los derechos de emisión.

C) El interrogante de la eficacia de las buenas prácticas: los efectos jurídicos de los usos del tráfico y la competencia desleal

En relación con los efectos de las buenas prácticas, por un lado, otro de los aspectos a tener en cuenta es el enfoque desde el punto de vista de las normas que garantizan la competencia leal en los mercados. En el apartado anterior se ha mencionado que, en el caso de los códigos de conducta, las normas de competencia desleal ofrecen también elementos para valorar los incumplimientos de los mismos como comportamientos abusivos. Por otro, respecto a sus efectos jurídicos, es evidente que no son normas jurídicas con efectos objetivos y vinculantes. El legislador puede reconocer algún efecto público a su observancia como su reconocimiento a título de “puertos seguros” en los que se elimina el riesgo de ser sancionado. No obstante, los efectos jurídicos derivados del incumplimiento de los códigos de buenas prácticas tendrán que ver con la naturaleza que se le reconozca al código como tal. Desde un punto de vista civilista, los operadores y clientes asumen las buenas prácticas en las relaciones contractuales porque son los usos del tráfico mencionados en el artículo 1258 CC para las obligaciones. En función de ello, la eficacia de los mismos se centra en su carácter de “interpretativos del contrato” y “reguladores con carácter supletorio”.

IV.- CONCLUSIONES

El contexto actual motiva la reforma del entorno normativo de los derechos de emisión en la UE. La modificación de las Directrices de ayudas de estado al medio ambiente y el establecimiento de la subasta como mercado secundario de los derechos de emisión, se complementan con la modificación de la Directiva MiFID para la inclusión de los mencionados derechos entre el conjunto de instrumentos financieros regulados por la norma.

En consecuencia, no es erróneo afirmar que los beneficios de los mercados financieros y las bolsas deben extenderse a la negociación de Derechos de Emisión de Dióxido de Carbono y Créditos de Carbono. Esta orientación hacia la esfera de los instrumentos financieros, pone de manifiesto la relevancia que tendrá para los operadores en estos

mercados cualquier tipo de iniciativa de autoregulación, como los códigos de conducta o los códigos de buenas prácticas que se desarrollen en el ámbito de los derechos de emisión.

Considerando que las buenas prácticas, incluso en los mercados regulados, sirven para reforzar la confianza, el dinamismo y la operatividad del mismo, no parece lógico renunciar a la posibilidad de ofrecer una referencia segura para el operador y el participante.