

Fecha: 17 de julio de 2015

Para: Andrés Campos Osorio
Bolsa Mercantil de Colombia S.A.

De: Baker & McKenzie S.A.S.

Re: **Consultoría jurídica mecanismos de compraventa de VERS - segundo informe**

Estimado señores:

De conformidad con el Plan de Trabajo presentado por Baker & McKenzie a la Bolsa Mercantil de Colombia ("BMC") bajo la *Consultoría jurídica de los temas fiscales y legales de la compraventa de VERS y otros commodities por parte de no residentes en la BMC y análisis tributario de la operación* el 11 de mayo de 2015 ("**Consultoría**"), presentamos a ustedes el segundo informe de la Consultoría, correspondiente a la Fase 4 del Plan de Trabajo.

Este informe abarca el análisis de la naturaleza jurídica de los VER con el fin de establecer la manera más efectiva y eficiente de proponer el nuevo marco legal aplicable para propiciar el entorno de mercado para la negociación de los VER. En este informe reflejamos las conclusiones de nuestra reunión del pasado 10 de julio.

1. Conclusiones

- 1.1 No existe en Colombia una definición oficial o legal de VER.
- 1.2 La ley colombiana define de manera restrictiva la noción de valor. Los VER (y cualquier título representativo de carbono) comparten algunos elementos característicos de los valores. Sin embargo, mientras no exista una calificación expresa como valor por parte del Gobierno, no se puede afirmar que los VER sean valores.
- 1.3 No existe una definición oficial de *commodity* en Colombia ni una definición unívoca en el mundo. Sin embargo, en ausencia de una calificación de valor, los VER podrían entenderse como *commodities* dada la amplitud de algunas definiciones reconocidas.
- 1.4 En los Estados que tienen mercados de VER (o productos similares) desarrollados (y por ende relevantes para tomar como ejemplo) no existe uniformidad sobre el tratamiento jurídico de los VER. La tendencia parece ser a no definir la noción de VER ni regularlo. Es particularmente relevante el caso de EEUU, donde la ley federal los ha considerado "*commodities* no financieros". Cuando sí existe regulación, se refiere a unidades o productos que de una manera u otra tiene sanción del Estado o permiten cumplir con obligaciones legales de reducción de GEI.

2. Análisis y comentarios

Como es de su conocimiento, en la actualidad no existe en Colombia una definición oficial o vinculante de los VER.¹

En general, la industria define los VER como toda reducción de emisiones, que al contrario de los CER, se venden en los mercados voluntarios y no guardan relación con el Protocolo de Kioto o el Régimen de Comercio de Derechos de Emisión de la Unión Europea.²

En ausencia de tal definición, se hace necesario recurrir a criterios auxiliares contenidos en la ley colombiana.³

2.1 Calificación de los VER como valores

(a) Definición y análisis

El Artículo 2 de la Ley 964 de 2005 ("**Ley 964**") define el concepto de valor así:

Para efectos de la presente ley será valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes:

- a) Las acciones;*
- b) Los bonos;*
- c) Los papeles comerciales;*
- d) Los certificados de depósito de mercancías;*
- e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización;*
- f) Cualquier título representativo de capital de riesgo;*
- g) Los certificados de depósito a término;*
- h) Las aceptaciones bancarias;*

¹ Por el contrario, en el marco de los proyectos MDL, sí una definición oficial de los certificados resultantes de proyectos desarrollados en el marco del Protocolo de Kioto. Así, la Resolución 2734 de 2010 define los Certificados de Emisiones Reducidas como una unidad emitida para cumplir con lo especificado en el artículo 12 del Protocolo de Kyoto y sus disposiciones, así como todas las disposiciones referentes a las modalidades y procedimientos del MDL, que equivale a una tonelada métrica de dióxido de carbono equivalente, calculada usando los potenciales de calentamiento global (GWP) definidos bajo la decisión 1/CP.3 o de acuerdo a sus revisiones como lo establece el Artículo 5 del Protocolo. Nótese que esta resolución no entra a regular la naturaleza jurídica de dichos certificados.

² *Handbook of Carbon Offset Programs: Trading Systems, Funds, Protocols and Standards (Environmental Market Insights)*. Kollmuss, Anja, Lazarus, Michael, Lee, Carrie, LeFranc, Maur. Routledge, 2010

³ En gracia de discusión, podría asimilarse a los VER a los certificados de depósitos de mercancías. Este acercamiento funciona en la medida en que el VER represente cierto volumen de GEI contenido en forma que evite su circulación en la atmósfera (por ejemplo, en un bosque). Sin embargo, la comparación comienza a fallar cuando el VER corresponde a proyectos que evitaron emisiones de GEI. Adicionalmente, la asimilación a certificados de depósitos de mercancías generaría el efecto de que automáticamente se considerarían valores en Colombia.

- i) *Las cédulas hipotecarias;*
- j) *Cualquier título de deuda pública.*

Bajo las normas de valores, esta definición es taxativa. Por lo tanto, un derecho, certificado o título que no cuente con estas características no podría considerarse como valor en Colombia (lo que generaría como efecto no poderse ofrecer mediante oferta pública ni transarse en los mercados públicos).

A continuación analizamos los elementos de la definición

- (i) Derecho de naturaleza negociable

Ni la ley ni la reglamentación de valores definen qué se entiende por "derecho de naturaleza negociable".

En ausencia de una definición oficial o vinculante, el Artículo 28 del Código Civil colombiana establece que los términos deben entenderse en su sentido usual:

Las palabras de la ley se entenderán en su sentido natural y obvio, según el uso general de las mismas palabras; pero cuando el legislador las haya definido expresamente para ciertas materias, se les dará en éstas su significado legal.

Con base en esta instrucción de la ley, podría tomarse como ejemplo de definición del verbo "negociar" aquella dada por el *Diccionario de la lengua española*:

1. *Ajustar el traspaso, cesión o endoso de un vale, de un efecto o de una letra.*

[...]

3. *Tratar y comerciar, comprando y vendiendo o cambiando géneros, mercancías o valores para aumentar el caudal.*

Adicionalmente, la Ley 964 sugiere que el elemento de negociabilidad podría referirse a la facilidad de ser transferibles en los mismos términos aplicables a los títulos valores, cuando el Parágrafo 5 del Artículo 2 de la Ley 964 establece que

Los valores tendrán las características y prerrogativas de los títulos valores, excepto la acción cambiarla de regreso.

Bajo la ley colombiana, la ley de circulación de los títulos valores puede ser nominativa,⁴ a la orden⁵ o al portador.⁶

⁴ Cuando se exija la inscripción del tenedor en el registro que lleve el creador del título. Artículo 648 del Código de Comercio

Por fuera de Colombia, existen numerosos mercados o mecanismos transaccionales, todos los cuales tienen como característica que permiten alguna forma de transferencia, cesión o circulación de certificados de GEI, similares a los VER. Algunos ejemplos relevantes son:⁷

(a) *European Union Emission Trading System ("EU ETS")*⁸

El EU ETS funciona bajo el principio de *cap and trade*, bajo el cual se fija el límite de GEI que una fábrica, planta de energía u otra instalación puede emitir, de manera descendente.

Dentro del límite, las empresas pueden recibir o comprar *allowances*, las cuales pueden comerciar entre sí. También pueden adquirir cantidades limitadas de créditos de proyectos reductores de GEI internacionales.

(b) *Regional Greenhouse Gas Initiative*⁹

Este sistema es el primer programa de comercio de GEI regulado en los EEUU, creado por los estados de Connecticut, Delaware, Maine, Maryland, Massachusetts, New Hampshire, New York, Rhode Island, y Vermont para limitar y reducir emisiones del sector de generación.

En este programa los estados participantes venden sus emisiones (representadas en *allowances*) a través de subastas.

(c) *Western Climate Initiative*¹⁰

Esta iniciativa fue creada en 2007 por los estados de Arizona, California, Nuevo México, Oregón y Washington.

Una vez opere regularmente, los socios del programa coordinarán subastas regionales de *allowances* de GEI, entre otras actividades.

(d) *Alberta-based Offset Credit System*¹¹

⁵ Transferibles por endoso y entrega del título. Artículo 651 del Código de Comercio

⁶ Cuando no se expida a favor de una persona determinada, cuya simple exhibición legitime al portador y su tradición se produzca con la sola entrega. Artículo 668 del Código de Comercio

⁷ Otros ejemplos de programas de reducción de GEI con componentes transaccionales, suspendidos o cancelados, son *Midwestern Greenhouse Gas Reduction Accord*, *Canada's Offset System for Greenhouse Gases*, *Carbon Pollution Reduction Scheme* (Australia), *Chicago Climate Exchange*,

⁸ http://ec.europa.eu/clima/policies/ets/index_en.htm

⁹ <http://www.rggi.org/>

¹⁰ <http://www.wci-inc.org/>

Bajo este esquema, los emisores de más de 100.000 toneladas de GEI localizados en la Provincia de Alberta, Canadá, deben reducir sus emisiones, de conformidad con la reglamentación establecida en el *2007 Specified Gas Emitters Regulation*.

Una de las opciones para alcanzar reducciones es mediante la compra de *Alberta based carbon offset credits* o *Emission Performance Credits*.

Dos mecanismos, el *Alberta Emission Offset Registry* y el *Alberta Emission Performance Credit Registry* proveen la infraestructura transaccional.

(e) *State Power Plant Rules* de Oregón, Washington y Massachusetts¹²

Los estados de Massachusetts, Oregón y Washington han establecido estándares obligatorios de reducción de CO₂ para sus generadores.

Si bien los programas varían de Estado a Estado, los generadores regulados cuentan con la opción de cumplir con sus metas obligatorias de reducciones a través de la adquisición de los siguientes tipos de *offset credits*:

- Massachusetts: *GHG Credit*
- Oregon: *CO₂ offset*
- Washington: *Carbon Credit*

Como conclusión, las normas colombianas aplicables por analogía antes mencionadas y las experiencias internacionales sugieren que los VER y las certificaciones de reducciones de GEI similares tienen la vocación de ser negociables.

(ii) Pertenencia a una emisión

Al igual que con el primer elemento, la ley colombiana no define el término "emisión", lo cual dificulta entender el alcance de la definición. No obstante, se podría aplicar el criterio del Artículo 28 del Código Civil y tomarse como base la definición de "emitir" contenida en el *Diccionario de la lengua española*:

¹¹ <http://esrd.alberta.ca/focus/alberta-and-climate-change/regulating-greenhouse-gas-emissions/alberta-based-offset-credit-system/default.aspx> y <http://www.csaregistries.ca/albertacarbonregistries/home.cfm>

¹² <http://www.co2offsetresearch.org/policy/PowerPlantRules.html>

Producir y poner en circulación papel moneda, títulos o valores, efectos públicos, etc.

Si bien no existe una norma que expresamente aborde esta noción, el antiguo Decreto 1168 de 1993, hoy derogado por la Ley 964, establecía la noción de "emisión en serie o en masa" de valores, para lo cual establecía los siguientes elementos:

- (a) *Que sean creados en virtud de un acto único o de actos sucesivos de los que se originen cuando menos 20 títulos;*
- (b) *Que correspondan a un patrón común, es decir que tengan un contenido sustancial homogéneo;*
- (c) *Que tengan igual naturaleza jurídica;*
- (d) *Que tengan la misma ley de circulación;*
- (e) *Que provengan de un mismo emisor y*
- (f) *Que tengan vocación circulatoria.*

Evidentemente, no sería correcto utilizar los criterios establecidos por una norma derogada para determinar una definición actual. Sin embargo, nos parece que de la antigua definición sí debe rescatarse la noción de que toda emisión necesariamente debe referirse a documentos múltiples provenientes de un solo creador y con características homogéneas.

Los VER y certificados de reducciones transados en mercados internacionales pueden considerarse como documentos "emitidos" ya que sus creadores los producen de manera regular o, por lo menos, producen un volumen suficiente como para poder ser objeto de subastas. Naturalmente, los VER tienen elementos homogéneos respecto de su naturaleza (por ejemplo, representar un volumen exacto de GEI) y su ley de circulación o forma de transarse (la cual dependerá del mercado o sistema transaccional en que se encuentren).

Sin embargo, bajo la noción actual de valor establecida por la Ley 964, la doctrina ha entendido que el elemento de emisión está íntimamente ligado con la noción de captación de recursos del público. Para que existe el "valor", no puede tratarse de la emisión y oferta de valores sin referencia alguna y de manera general, sino de procesos de emisión y oferta de valores mediante los cuales se acuda al ahorro público.¹³

¹³ Fagua Guauque, Néstor. *La oferta pública en el mercado de valores colombiano*. En: Revista de Derecho Privado. Universidad de los Andes. Mayo de 2008

Por lo tanto, es fundamental tener en cuenta que bajo la estructura jurídica del mercado de valores actual, el hecho de ser parte de una emisión ha perdido en buena medida su relevancia. Al respecto, es importante considerar los antecedentes legislativos de la Ley 964, planteados en la exposición de motivos del proyecto original.¹⁴

Paralelamente a la definición de los objetivos y criterios de la intervención, el concepto de valor se erige como factor determinante del ámbito del mercado de valores y por tanto, como límite de la actuación gubernamental en la materia.

En este sentido, el proyecto de ley no define el concepto de valor, y se limita a precisar los elementos que lo constituyen como un derecho de naturaleza negociable, el cual hace parte de una emisión y cuyo propósito es la captación de recursos del público.

Con la anterior previsión se modifica el enfoque de la regulación actual, cuyo centro es el concepto de la oferta pública, el cual se basa en las emisiones en serie o en masa, para pasar a una noción en la cual es indiferente la forma jurídica o práctica a través de la cual se instrumente la captación de recursos del público y la forma en que se circule o se negocie el instrumento financiero, atendiendo a la realidad económica de la operación.
[énfasis agregado]

Por tanto, cuando se identifiquen los tres elementos señalados (derecho de naturaleza negociable, que haga parte de una emisión y cuyo propósito sea la captación de recursos del público), será necesario el reconocimiento gubernamental del respectivo instrumento como valor, el registro de la emisión y la sujeción a la regulación contenida en el proyecto.

(iii) Objeto o efecto la captación de recursos del público

Las normas sobre valores no definen la noción de "captación de recursos del público". Sin embargo, es evidente para nosotros que cualquier empresa que produjera VER y que acudiera a un mercado voluntario para venderlos, está justamente buscando atraer recursos de personas que no conoce con antelación. Es decir, no se trata de la obtención de una financiación privada de un acreedor o inversionista identificado *a priori* sino que el oferente busca personas innominadas que tengan interés en fondar el proyecto generador de reducciones de GEI.

Si se quisiera buscar una aproximación a una definición más rigurosas, creemos que podría aplicarse por analogía la definición de la conducta de captación masiva y habitual de recursos del público contenida en el Decreto 1981 de 1988 (reglamentario del Decreto 2920 de 1982):

¹⁴ Proyecto de ley 033/04C. Ponencia presentada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Para los efectos del Decreto 2920 de 1982, se entiende que una persona natural o jurídica capta dineros del público en forma masiva y habitual en uno cualquiera de los siguientes casos:

1. Cuando su pasivo para con el público está compuesto por obligaciones con más de veinte (20) personas o por más de cincuenta (50) obligaciones, en cualquiera de los dos casos contraídas directamente o a través de interpuesta persona.

Por pasivo para con el público se entiende el monto de las obligaciones contraídas por haber recibido dinero a título de mutuo o a cualquiera otro en que no se prevea como contraprestación el suministro de bienes o servicios. (énfasis agregado)

2. Cuando, conjunta o separadamente, haya celebrado en un período de tres (3) meses consecutivos más de veinte (20) contratos de mandato con el objeto de administrar dineros de sus mandantes bajo la modalidad de libre administración o para invertirlos en títulos o valores a juicio del mandatario, o haya vendido títulos de crédito o de inversión con la obligación para el comprador de transferirle la propiedad de títulos de la misma especie, a la vista o en un plazo convenido, y contra reembolso de un precio.

Para determinar el período de los tres (3) meses a que se refiere el inciso anterior, podrá tenerse como fecha inicial la que corresponda a cualquiera de los contratos de mandato o de las operaciones de venta.

Parágrafo 1. En cualquiera de los casos señalados debe concurrir además una de las siguientes condiciones:

- (a) Que el valor total de los dineros recibidos por el conjunto de las operaciones indicadas sobrepase el 50% del patrimonio líquido de aquella persona; o
- (b) Que las operaciones respectivas hayan sido el resultado de haber realizado ofertas públicas o privadas a personas innominadas, o de haber utilizado cualquier otro sistema con efectos idénticos o similares." (énfasis agregado)

La definición de la conducta penal de la captación masiva y habitual es particularmente compleja y desborda en análisis de este documento. Sin embargo, existe el riesgo de que la venta de VER a más de veinte personas mediante una oferta (sea calificada como pública o privada) se interpretara como una situación de captación masiva y habitual, siempre que cumpliera también con las condiciones del Parágrafo 1 (por supuesto, en la medida en que lo hiciera sin contar con la debida autorización de la autoridad competente). Si la emisión de VER pudiera tener por objeto o efecto la captación de recursos del público,

vemos que se agregaría otro elemento determinante de la calificación como "valor".

Sin embargo, también podría argumentarse que no se incurre en tal situación si se argumentara que no existe "pasivo con el público" ya que se trata del suministro de un "bien". Para que esta argumentación se sostuviera, sería necesario demostrar que los VER son "bienes", lo cual en ausencia de una definición única podría dificultarse.

(b) Doctrina de la Superintendencia Financiera

En el análisis presentado en los anteriores puntos hemos identificado cómo los VER podrían contener elementos comunes a los valores, lo que, en gracia de discusión, podría sugerir que podrían considerarse como tal a la luz de la Ley 964. No obstante dicha discusión, creemos que los VER no pueden considerarse como valores en ausencia de un reconocimiento expreso como tal por parte del Gobierno, toda vez que el sistema jurídico actual que soporta el mercado de valores colombiano requiere necesariamente de dicha calificación formal.

El Artículo 4 de la Ley 964 regula la intervención del Gobierno Nacional en el mercado de valores. El literal (b) de este artículo establece que conforme a los objetivos y criterios previstos en el Artículo 1 de la Ley 964, el Gobierno Nacional puede establecer la regulación aplicable a los valores, incluyendo, el reconocimiento de la calidad de valor a "cualquier derecho de contenido patrimonial" o cualquier "instrumento financiero",¹⁵ siempre y cuando reúnan las características previstas en el Artículo 2.

La Superintendencia Financiera ("SFC") ha entendido que esta atribución del Gobierno significa que mientras no exista una manifestación expresa del Gobierno de que un producto financiero es un "valor", no lo será y no tendrá los efectos y consecuencia que la ley establece para los valores y su mercado.

Si bien la doctrina de la SFC ha sido reiterada en este sentido, vemos destacables dos conceptos recientes:

(i) Concepto 2008058683-001 del 30 de septiembre de 2008

¹⁵ La Circular Básica Contable y Financiera define este término como "cualquier contrato que genera un activo financiero en una entidad y, al mismo tiempo, un pasivo financiero o un instrumento de capital en otra entidad" (Capítulo XVIII, Artículo 2.13).

En este concepto se planteaba a la SFC la posibilidad de ofrecer en el mercado colombiano certificados de *Real State Investment Trusts* ("REIT")¹⁶ y se preguntaba a la SFC si tales REIT eran considerados valores en Colombia.

En su respuesta, la SFC opinó que:

[S]i bien algunos títulos cuentan con la calidad de valor en los términos antes citados, no todos los títulos lo son, pues se requiere además que el título haga parte de una emisión y tenga como objeto o efecto la captación masiva de recursos del público.

Para el caso que nos ocupa, los REIT en Colombia no han sido reconocidos como valores ni regulados como instrumentos financieros, lo que significa que no pueden ser ofrecidos en oferta privada o pública, a menos que hagan parte de una estructuración que reconozca la legislación colombiana, tal como es el caso de una titularización con base en las previsiones establecidas en la Resolución 400 de 1995 (artículo 1.3.1.2 y siguientes) o que se trate de valores emitidos por carteras colectivas cerradas o escalonadas, en los términos del Decreto 2175 de 20073; de lo contrario, al no ser, per se, considerados como valores, no pueden ser objeto de oferta pública ni de negociación privada, ni hacer parte de una emisión y mucho menos, que a través de ellos se capte dinero del público.

Si bien en su respuesta la SFC parecería centrarse en los efectos del no reconocimiento de la naturaleza de valor a los REI (es decir, no poderse ofrecer mediante oferta pública), es de resaltar que confirma la doctrina de que la declaración como valor es constitutiva de tal naturaleza y no meramente declarativa.

(ii) Concepto 2010007643-001 del 19 de marzo de 2010

En esta consulta se preguntó a la SFC si a la luz del Artículo 2 de la Ley 964 se podían considerar las facturas como "valores". En su respuesta, la SFC ratificó su doctrina, así:

En relación con los elementos que deben estar presentes en un derecho de naturaleza negociable para que se predique "valor", esta Superintendencia conceptuó lo siguiente:

"El propósito fundamental de la modificación –hace alusión a la Ley 964 de 2005- fue cobijar instrumentos negociables que, sin estar reconocidos formalmente como valores, tuvieran el efecto de captar recursos del público. En efecto, en la exposición de motivos al proyecto de ley se señaló:

¹⁶ El gremio de los comercializadores de REIT, *National Association of Real Estate Investment Trusts*, define los certificados de REIT como aquellos títulos emitidos por empresas dedicadas a la tenencia y operación de inmuebles productivos de renta, tales como apartamento, centros comerciales, oficinas y bodegas. Ver. <https://www.reit.com/investing/reit-basics/glossary-reit-terms>

'El proyecto de ley no define el concepto de valor, y se limita a precisar los elementos que lo constituyen como un derecho de naturaleza negociable, el cual hace parte de una emisión y cuyo propósito es la captación de recursos del público.

Con la anterior previsión se modifica el enfoque de la regulación actual, para pasar a una noción en la cual es indiferente la forma jurídica o práctica a través de la cual se instrumente la captación de recursos del público y la forma en que se circule o se negocie el instrumento financiero, atendiendo a la realidad económica de la operación.

Por tanto, cuando se identifiquen los tres elementos señalados (derecho de naturaleza negociable, que haga parte de una emisión y cuyo propósito sea la captación de recursos del público), será necesario el reconocimiento gubernamental del respectivo instrumento como valor, el registro de la emisión y la sujeción a la regulación contenida en el proyecto.' (énfasis agregado)

No obstante, aunque la nueva legislación amplió el concepto de valor para hacerlo más flexible, el reconocimiento de la calidad de valor a un instrumento negociable determinado, aun cuando haga parte de una emisión y comporte captación de recursos del público, que no se encuentre regulado como tal, requiere la expedición de la normatividad correspondiente por parte el Gobierno Nacional. De lo contrario, se produciría una gran incertidumbre jurídica sobre los tipos de instrumentos que hace parte del mercado público de valores. (énfasis agregado)

Así las cosas, en opinión de esta Superintendencia, el listado contenido en el artículo 2° de la Ley 964 de 2005 es enunciativo – no taxativo. Sin embargo, para poder reconocer como valores instrumentos distintos a los señalados en la mencionada disposición que sin embargo cumplan con los requisitos señalados en el primer inciso, se requiere de la correspondiente reglamentación gubernamental.

Es claro, entonces, que para que un derecho de naturaleza negociable, diferente de los relacionados en la Ley 964 del 2005, tenga la calidad de "valor" debe reunir los presupuestos legales mencionados en el artículo 2° de la citada ley y contar con el reconocimiento como tal por parte del Gobierno Nacional. [énfasis agregado]

(c) Impacto potencial del Artículo 71 de la Ley 964

¹ Concepto No. 20056-946 del 27 de julio de 2005.

² Tal como lo prevé el artículo 4 de la Ley 964 de 2005, el Gobierno Nacional intervendrá en las actividades del mercado de valores, así como en las demás actividades a que se refiere la presente ley, por medio de normas general para: "...b) Establecer la regulación aplicable a los valores, incluyendo, el reconocimiento de la calidad de valor a cualquier derecho de contenido patrimonial o cualquier instrumento financiero, siempre y cuando reúna las características previstas en el inciso 1° del artículo 2° de la presente ley..."

El último párrafo del Artículo 71 de la Ley 964 establece que

[...] *Asimismo, el Gobierno Nacional podrá reconocer la calidad de valor a los contratos que se transen en las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities.* [...]

Según comentamos en nuestra reciente reunión, en el diseño e implementación del mecanismo transaccional de VER se debe aplicar particular atención a esta potestad del Gobierno.

Vemos el riesgo potencial de que si el Gobierno concluyera que los VER cumplen con los elementos para calificar como "valores" establecidos por la Ley 964, en ejercicio de las facultades del Artículo 71 el Gobierno pudiera reconocer tal calidad a los VER. Más allá de la sola determinación de la naturaleza de valor, vemos que la relevancia de una declaración en tal sentido podría implicar que a los VER se les aplicara las normas sobre el mercado público de valores en los siguientes ámbitos:¹⁷

- (i) Emisión y oferta de valores
- (ii) Intermediación de valores
- (iii) Depósito y la administración de valores
- (iv) Administración de sistemas de negociación o registro de valores
- (v) Compensación y liquidación de valores

Como hemos manifestado a ustedes verbalmente, en el marco del proyecto sugerimos iniciar contactos con la SFC, en los cuales se explique en detalle a sus funcionarios el proyecto y cómo la negociación de VER es connatural a un mercado como el administrado por la BMC. Después de esta aproximación, vemos necesario obtener una confirmación formal de la SFC de que no considerará los VER como valores o, que incluso si lo llegara a concluir, mantendrá todos los aspectos de su emisión, negociación, compensación y registro en el ámbito de la regulación de la BMC.

2.2 Noción de *commodities*

De manera similar a los VER, no existe una noción única u oficial del término *commodity*. Tampoco conocemos de ningún instrumento de derecho internacional vinculante que los clasifique como *commodity*. Sin embargo de lo anterior, creemos que existen algunas definiciones de relevancia, las cuales apoyan la idea de que los VER pueden calificar como *commodities*.

¹⁷ El Artículo 3 de la Ley 964 define dichas actividades como actividades del mercado de valores (entre otras).

(a) Definiciones de uso común en inglés

En aplicación del Artículo 28 del Código Civil, vemos como relevantes las siguientes definiciones en inglés:

(i) Oxford Dictionary¹⁸

Una materia prima o un producto agrícola primario que puede ser comprado y vendido, tal como el cobre o el café.

Cosa útil o valiosa.

(ii) Merriam-Webster Dictionary¹⁹

Algo que se compra y vende.

Algo o alguien útil o valorado.

(b) Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

La OCDE define la noción de *commodities* en su Glosario de Términos Estadísticos, así:²⁰

Los commodities son bienes y servicios normalmente destinados a la venta de mercado, a un precio que cubra sus costos de producción.

Incluyen todos los bienes y servicios producidos por industrias, todos los bienes y servicios importados, salvo compras de hogares y gobiernos en el exterior, y aquella parte de la producción bruta de los productores de servicios gubernamentales y servicios privados no remunerados a hogares que se vendan en condiciones características a la de la venta de commodities.

(c) Chicago Mercantil Exchange

El Grupo CME, propietario de la *Chicago Mercantile Exchange*, los define así en su glosarios de términos:²¹

¹⁸ *A raw material or primary agricultural product that can be bought and sold, such as copper or coffee. A useful or valuable thing.*

¹⁹ *Something that is bought and sold. Something or someone that is useful or valued.*

²⁰ *Commodities are goods and services normally intended for sale on the market at a price that is designed to cover their cost of production. Includes all goods and services produced by industries, all imported goods and services except direct purchases abroad by government and households, and that part of the gross output of producers of government services and a private non-profit services to households which is sold on the conditions, characteristic of sales of commodities.*

Ver: <https://stats.oecd.org/glossary/>

²¹ *Any product approved and designated by the Board for trading or clearing pursuant to the rules of the Exchange.*

Cualquier producto aprobado y designado por la Junta Directiva como apto para la comercialización o compensación de conformidad con las reglas de la bolsa.

Con base en estas definiciones, creemos que la noción de *commodity* es lo suficientemente amplia como para incluir a los VER.

2.3 Regulación comparada

Para entender la naturaleza jurídica de los VER nos parece esencial considerar el tratamiento que han recibido en aquellos lugares fuera de Colombia donde existen mercados desarrollados de los mismos. Si bien los mercados que consideramos relevantes pertenecen a tradiciones jurídicas diferentes de la colombiana, al ser los VER productos que se han creado y se transan en dichas jurisdicciones, nos parece importante considerar la naturaleza que se les ha reconocido.

(a) Australia

La legislación australiana no trata de manera expresa los VER ni se refiere a su naturaleza.

Sin embargo, en el marco del *Australian Government's Carbon Farming Initiative*,²² es posible que ciertos proyectos de reducciones de GEI califiquen para la generación de unidades de carbono, denominadas *Australian Carbon Credit Units* ("ACCU").

Cada ACCU equivale a una tonelada de CO₂ equivalente reducida o contenida. Las ACCU son emitidas por la *Clean Energy Regulator*, mediante anotaciones en cuenta en el registro electrónico implementado para este propósito (*Australian National Registry of Emissions Units*).

Bajo la legislación aplicable en Australia, las ACCU son "productos financieros".²³ En consecuencia, es necesario contar con la licencia aplicable (*Australian Financial Services Licence*) para (i) negociar ACCU en nombre de terceros, (b) suministrar información financiera general sobre las ACCU o (c) transar contratos derivados de ACCU.²⁴

Por lo tanto, en la práctica será necesario obtener licencia financiera para establecer plataformas transaccionales, actuar como comisionista / corredor u ofrecer mecanismos de reducción de emisiones que involucren transacciones *spot* o a futuro.

Ver: <http://www.cmegroup.com/education/glossary.html>

²² *Carbon Credits (Carbon Farming Initiative) Act 2011*

²³ Bajo la Sección 12BAA del *Australian Securities and Investments Commission Act 2001*, se define como "producto financiero" cualquier facilidad a través de la cual, o cuya adquisición permita, (a) hacer inversiones financieras, (b) administrar riesgos financieros o (c) realizar pagos no monetarios. Esta norma define las nociones de "inversión financiera", "riesgo financiero" y "pagos no monetarios". Nótese que esta definición no equipara necesariamente los productos financieros a una "valor" (*security*).

²⁴ *Corporations Act 2001*

(b) Estados Unidos

La legislación federal de EEUU contiene disposiciones particulares atinentes a los VER. Bajo la legislación actual, los VER no se consideran valores (*securities instruments*) o "instrumentos financieros" y, en consecuencia, a las transacciones con VER no se les aplican requerimientos de licencia ni las normas sobre valores vigentes en EEUU.

La *Commodity Futures Trading Commission* ("CFTC"), agencia federal independiente que se encarga de la regulación de las bolsas de comercio y del mercado de futuros en EEUU, considera los VER como "*commodities* no financieros", potencialmente sujetos de regulación.

Sin embargo, es posible estructurar las transacciones sobre los mismos de tal manera que se evite la aplicación plena de las regulaciones de la CFTC. En general, los contratos que califiquen como permutas financieras (*swaps*) bajo el *Commodities Exchange Act* ("CEA") están sujetos a la plena aplicación de la regulación de la CFTC. Sin embargo, en la medida en que las partes de un contrato sobre VER pretendan hacer un cumplimiento efectivo de la transacción (es decir, físico), el contrato calificará como un contrato *forward*. A éstos se aplica una excepción a la definición de *swap* bajo el CEA. En tal caso, la CFTC no tendrá jurisdicción sobre tales contratos (salvo en eventos de fraude y similares).

A las transacciones sobre VER cuyo cumplimiento no sea físico sino financiero no aplica la excepción de la definición de *forward*. Por lo tanto, los contratos sobre VER con cumplimiento financiero deben cumplirse en bolsa y están sujetas a la regulación completa de la CFTC. En tal caso, el contrato está sujeto a la aplicación de las varias reglas sobre liquidación, compensación, cumplimiento, reporte y registro establecidas por el CEA. Igualmente, las partes en la transacción podrían estar sujetas a los requisitos de registro, conducta profesional y otros.²⁵

(c) Unión Europea ("UE")

(i) VER

No existe legislación comunitaria que establezca la naturaleza de los VER ni ninguna legislación que trate tales tipos de unidades.

²⁵ Para información detallada de lo anterior, ver:

Matthew F. Kluchenek, *The Status of Environmental Commodities Under the Commodity Exchange Act*, 5 Harv. Bus. L. Rev. Online 39 (2015), <http://www.hblr.org/?p=3939>

Interagency Working Group for the Study on Oversight of Carbon Markets, Report on the Oversight of Existing and Prospective Carbon Markets (January 2011 (http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@swaps/documents/file/dfstudy_carbon_011811.pdf))

La Corte Europea de Justicia tampoco se ha pronunciado sobre la naturaleza jurídica de los VER.

(ii) Otras unidades de carbono

Por otro lado, la legislación común europea tampoco define la naturaleza jurídica de los diversos tipos de unidades de carbono reconocidas para efectos del EU ETS y el cumplimiento de los compromisos de reducciones de emisiones de los Estados Miembros del Protocolo de Kioto. Sin embargo, sí existen normas que buscan asegurar que tales unidades sean tratadas como instrumentos fungibles y desmaterializados.

Las normas de la UE crean o reconocen como oficiales ciertos tipos de unidades de carbono, para efectos del cumplimiento de obligaciones bajo el EU ETS. Las principales, creadas por la Directiva EU ETS²⁶ son:

(a) *EU Allowances* ("EUA"):

Permiso de emitir una tonelada de dióxido de carbono equivalente durante un término específico, válida sólo para efectos de cumplir los requerimientos de la Directiva.

(b) *Emission Reduction Unit* ("ERU"):

Unidad emitida de conformidad con el Artículo 6 del Protocolo de Kioto y las decisiones adoptada por la UNFCCC o el Protocolo de Kiot.

La única otra norma comunitaria europea con provisiones relevantes respecto de unidades de carbono es la Regulación de Registros,²⁷ la cual regula el sistema de registro electrónico aplicable a la contabilidad, tenencia, transacción y entrega de unidades reconocidas de carbono. El Artículo 40 de esta regulación fue introducido en el medio de una serie de hurtos de unidades de carbono incorporadas en este registro. Dado que las unidades de carbono son sujeto de transacciones rápidas y frecuentes entre bancos, comisionistas y empresas, la Comisión Europea temió que los reclamos de las víctimas de los hurtos pudieran

²⁶ 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 (Texto pertinente a efectos del EEE)

²⁷ Reglamento (UE) No 389/2013 de la Comisión de 2 de mayo de 2013 por el que se establece el Registro de la Unión de conformidad con la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y las Decisiones no 280/2004/CE y no 406/2009/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y por el que se derogan los Reglamentos (UE) no 920/2010 y no 1193/2011 de la Comisión (Texto pertinente a efectos del EEE)

generar caos en el mercado transaccional. Para ello, definió la naturaleza de los derechos de emisión y el carácter definitivo de las transacciones así:

1. *Los derechos de emisión o las unidades de Kioto serán instrumentos fungibles, en soporte electrónico, que podrán negociarse en el mercado.*
2. *Dado que los derechos de emisión y las unidades de Kioto solo existen en soporte electrónico, la consignación en el Registro de la Unión constituirá una prueba suficiente a primera vista de la titularidad de un derecho de emisión o unidad de Kioto, y de cualquier otro aspecto cuya consignación en el Registro de la Unión exija o autorice el presente Reglamento.*
3. *La fungibilidad de los derechos de emisión y unidades de Kioto implicará que cualquier obligación de recuperación o restitución que pueda surgir en virtud de la legislación nacional respecto a un derecho de emisión o unidad de Kioto se aplicará únicamente al derecho de emisión o unidad de Kioto en especie.*

(iii) Regulación de mercados financieros

La Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros ("**MiFID**", por sus siglas en inglés) introduce reglas para la creación de un mercado único y un régimen regulatorio común para los servicios financieros en los 28 Estados miembros de la Unión Europea y los 3 Estados del Área Económica Europea.

Bajo la Sección C del Anexo 1 de MiFID, se da el tratamiento de producto financiero a la mayoría de los derechos de emisión, lo que los somete a la regulación financiera comunitarias.²⁸ Si bien las transacciones *spot* sobre derechos de emisión no se consideran instrumentos financieros en la actualidad bajo MiFID, MiFID II (que reemplazará a MiFID en 2016) clasificará todos los derechos de emisión como instrumentos financieros.

Es importante tener en cuenta que ni MiFID ni MiFID II regulan los VER, sino sólo las unidades relacionadas con el EU ETS.

(d) Reino Unido

La legislación británica no define la naturaleza legal de los VER (o de las EUA).

²⁸ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo

Sin embargo, existe un único precedente judicial sobre la naturaleza de las EUA, en el caso de *Armstrong DLW GmbH v Winnington Networks Ltd* ("**Caso Armstrong**").²⁹

En el Caso Armstrong, relacionado con el hurto de ciertos EUA, la Alta Corte de Justicia de Inglaterra y Gales reconoció que éstos son una forma de "bien intangible" (*intangible property*), con base en un *test* de tres partes:

- (i) Existe un marco legal que confiere al titular de las EUA una exención respecto de una sanción (esto se refiere a la sanción por incumplimiento de metas de emisión)
- (ii) Las EUA son transferibles bajo el marco legal existente (es decir, son instrumentos transables bajo el Registro de la Unión Europea)
- (iii) Las EUA tienen valor económico porque (a) pueden usarse para evitar sanciones y (b) existe un mercado activo para las mismas.

* * *

Confiamos en haber resuelto sus inquietudes sobre estos temas y que encontrarán útil nuestro memorando. Quedamos abiertos a discutir cualquier asunto tratado en este documento. No duden en contactarnos de tener cualquier comentario o pregunta.

²⁹ [2012] EWHC 10 (ch)