



## ***LICENÇAS DE EMISSÃO***

**Diogo Machado de Freitas**

**João da Cunha Nogueira Rocha**

Working Paper Nº 4/2025

Julho de 2025

---

This paper can be downloaded without charge from the Governance Lab website at:  
[www.governancelab.org](http://www.governancelab.org).

The contents of this paper are the sole responsibility of its authors.

**Key Words:** Emission Allowance; Legal Nature; CO<sub>2</sub>; Financial Instrument; Securities; Carbon Market; Greenhouse Gases; Financialization; EU-ETS; Environmental Law.

**Palavras-Chave:** Licenças de Emissão; Natureza Jurídica; CO<sub>2</sub>; Instrumento Financeiro; Valores Mobiliários; Mercado de Carbono; Gases de Efeito Estufa; Financeirização; Comércio CELE; Direito do Ambiente.

## ***LICENÇAS DE EMISSÃO***

**Diogo Machado de Freitas**

[diogo.freitas2002@outlook.com](mailto:diogo.freitas2002@outlook.com)

**João da Cunha Nogueira Rocha**

[joaorochoa2002@gmail.com](mailto:joaorochoa2002@gmail.com)

## **Abstract**

This paper offers a comprehensive legal analysis of emission allowances within the framework of the European Union Emissions Trading System (EU-ETS). As a core mechanism in the EU's climate strategy, emission allowances grant the right to emit a ton of CO<sub>2</sub> equivalent and are increasingly viewed as financial instruments under Portuguese and European law. The study begins by tracing the historical development and regulatory foundations of the EU-ETS, exploring its evolution from a policy tool to a complex financial asset subject to trading and speculation. It differentiates between emission allowances and carbon credits in voluntary markets and examines the modalities through which these allowances are created, allocated, and traded. Special attention is given to the legal regime governing emission allowances, including registration, ownership, transmission, market abuse regulations, and extinction mechanisms. The final section of the paper investigates the legal nature of emission allowances, critically assessing whether they constitute a form of currency, commodity, administrative license, or financial security.

## **Resumo**

Este artigo oferece uma análise jurídica abrangente da figura das licenças de emissão no âmbito do Sistema de Comércio de Emissões da União Europeia (CELE). Enquanto mecanismo fundamental na estratégia climática da UE, as licenças de emissão concedem o direito de emitir uma tonelada de CO<sub>2</sub> equivalente, sendo cada vez mais vistas como instrumentos financeiros pela legislação portuguesa e europeia. O presente estudo começa por traçar o desenvolvimento histórico e as bases regulatórias do CELE, explorando sua evolução de ferramenta político-ambiental para um ativo financeiro complexo sujeito a negociação e especulação. Procede, depois, à distinção entre licenças de emissão e créditos de carbono nos mercados voluntários e examina as modalidades através das quais estas licenças são criadas, alocadas e negociadas. Atenção especial é dada ao regime jurídico que rege as permissões de emissão, incluindo a criação, o registo, a propriedade, a transmissão, as regulamentações de abuso de mercado e os mecanismos de extinção. A parte final do artigo examina a natureza jurídica das licenças de emissão, avaliando criticamente se constituem uma forma de moeda, mercadoria, licença administrativa ou título financeiro.

# Índice

<b>LISTA DE ABREVIATURAS.....</b>	<b>5</b>
<b>I. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>6</b>
1. FONTES EUROPEIAS E NACIONAIS .....	6
2. COMÉRCIO EUROPEU DE LICENÇAS DE EMISSÃO E ANTECEDENTES .....	7
3. O FENÓMENO DA FINANCEIRIZAÇÃO .....	8
<b>II. LICENÇAS DE EMISSÃO.....</b>	<b>9</b>
1. DELIMITAÇÃO.....	9
2. DISTINÇÃO EM RELAÇÃO À NEGOCIAÇÃO DE CRÉDITOS NO MERCADO VOLUNTÁRIO DE CARBONO .....	10
3. MODALIDADES .....	11
<b>III. ASPETOS DE REGIME .....</b>	<b>12</b>
1. CRIAÇÃO E MÉTODOS DE ATRIBUIÇÃO .....	12
2. TITULARIDADE E REGISTO .....	13
3. TRANSMISSÃO.....	14
4. PROIBIÇÃO DE ABUSO DE MERCADO .....	15
5. EXTINÇÃO .....	16
<b>IV. NATUREZA JURÍDICA DAS LICENÇAS DE EMISSÃO.....</b>	<b>16</b>
<b>V. CONCLUSÃO .....</b>	<b>19</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>21</b>

# Lista de Abreviaturas

Al. - Alínea  
Als. - Alíneas  
Art. - Artigo  
Arts. - Artigos  
Cap. - Capítulo  
CE - Comunidade Europeia  
CELE - Sistema de Comércio de Licenças de Emissão da União Europeia  
CH<sub>4</sub> - Metano  
CO<sub>2</sub> - Dióxido de Carbono  
Coord. - Coordenação  
CQNUAC - Convenção Quadro das Nações Unidas para as Alterações Climáticas  
CVM - Código dos Valores Mobiliários  
Diss. - Dissertação  
DL - Decreto-lei  
DMIF - Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros  
Ed. - Edição  
EM - Estado-Membro  
Etc. – *Et Cetera*  
EU-ETS - *European Union Emissions Trading Systems*  
FCPF - *Forest Carbon Partnership Facility*  
GEE - Gases com Efeito de Estufa  
HFC - Hidrofluorcarbonetos  
MVC - Mercado Voluntário de Carbono  
N. - Número  
N<sub>2</sub>O - Óxido Nitroso  
ONG - Organizações Não Governamentais  
Pág. - Página  
Págs. - Páginas  
PFC - Perfluorocarbonetos  
PNALE - Planos Nacionais de Alocação de Licenças de Emissão  
PQ - Protocolo de Quioto  
Prof. - Professor  
RGA - Regime de Gestão de Ativos  
RJCLE - Regime Jurídico do Comércio de Licenças de Emissão de Gases com Efeito Estufa  
SF<sub>6</sub> - Hexafluoreto de Enxofre  
UE - União Europeia  
Vol. - Volume  
VVB - *Validation and Verification Bodies*

# I. Introdução

As alterações climáticas constituem um dos maiores desafios da atualidade e a UE tem assumido um papel crucial no seu combate, tendo estabelecido como metas, a redução das emissões líquidas de GEE da UE, em, pelo menos, 55%<sup>1</sup> - em relação aos níveis de 1990 - até 2030, e alcançar a neutralidade climática<sup>2</sup> até 2050<sup>3</sup>.

Neste âmbito, as licenças de emissão afiguram-se como o principal pilar da política climática da UE, correspondendo, por força do Art. 2.º, n.º 1, al. g) e n.º 2 do CVM<sup>4</sup>, ao mais recente tipo ou categoria de instrumentos financeiros no ordenamento jurídico português<sup>5</sup>, que representa o direito de emitir<sup>6</sup> uma tonelada de equivalente de dióxido de carbono<sup>7</sup>, durante um determinado período<sup>8</sup>.

No presente artigo, iremos fazer uma breve análise desta figura, nomeadamente no que respeita à sua origem, modalidades, aspetos de regime e, ainda, relativamente à sua natureza jurídica.

## 1. Fontes Europeias e Nacionais

As licenças de emissão encontram-se reguladas num conjunto bastante extenso de instrumentos legislativos.

No plano da UE, temos, entre outros, a Diretiva 2003/87/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de outubro de 2003 (doravante “Diretiva CELE”)<sup>9</sup>, que estabelece o regime do comércio europeu de licenças de emissão, o Regulamento Delegado (UE) 2023/2830, da Comissão, de 17 de outubro de 2023 (doravante “Regulamento dos Leilões”), que estabelece as regras relativas ao calendário, à administração e a outros aspetos dos leilões de licenças de emissão de GEE, e o Regulamento Delegado (UE) 2019/1122, da Comissão, de 12 de março de 2019 (doravante “Regulamento do Registo”), que regula o Registo da União relativo às licenças de emissão.

No plano nacional, destacam-se o DL n.º 12/2020, de 6 de abril, que estabelece o regime jurídico aplicável ao comércio de licenças de emissão de gases com efeito de estufa (doravante “RJCLE”)<sup>10 11</sup>, o DL n.º 98/2024, de 29 de novembro, que estabelece o regime jurídico do comércio europeu de licenças de emissão de gases com efeito de estufa no que respeita às atividades de aviação internacional<sup>12</sup> e o CVM, que contém várias disposições especificamente aplicáveis às licenças de emissão.

<sup>1</sup> Art. 4.º, n.º 1 do Regulamento (UE) 2021/1119 do Parlamento Europeu e do Conselho de 30 de junho de 2021.

<sup>2</sup> Alcançar a neutralidade climática (“*net-zero*”) consiste em alcançar emissões líquidas nulas ou negativas, isto é, a quantidade total de GEE emitidos ser inferior à quantidade de GEE que é removida da atmosfera, seja por meios naturais ou por tecnologias de remoção de GEE.

<sup>3</sup> Art. 2.º do Regulamento (UE) 2021/1119 do Parlamento Europeu e do Conselho de 30 de junho de 2021.

<sup>4</sup> Que transpõe o ponto 11, da secção C, do anexo I da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF II).

<sup>5</sup> Vide, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 10.

<sup>6</sup> Nos termos do Art. 3.º, al. b) da Diretiva CELE, uma “emissão” corresponde à “libertação de gases com efeito de estufa a partir de fontes existentes numa instalação ou a libertação, a partir de uma aeronave que realize uma das atividades de aviação enumeradas no anexo I ou a partir de navios que realizem uma das atividades de transporte marítimo enumeradas no anexo I, dos gases especificados em relação a essa atividade, ou a libertação de gases com efeito de estufa correspondentes à atividade enumerada no anexo III”. Veja-se, ainda, o Art. 3.º, al. b) do RJCLE e o Art. 2.º, al. b) do DL n.º 98/2024.

<sup>7</sup> Nos termos do Art. 3.º, al. j) da Diretiva CELE, uma “tonelada equivalente de dióxido de carbono” corresponde a “uma tonelada métrica de dióxido de carbono (CO<sub>2</sub>) ou uma quantidade de qualquer outro gás com efeito de estufa referido no anexo II com um potencial de aquecimento global equivalente”. Por sua vez, no anexo II da Diretiva CELE, são elencados como GEE o dióxido de carbono (CO<sub>2</sub>), o metano (CH<sub>4</sub>), o óxido nitroso (N<sub>2</sub>O), os hidrofluorcarbonetos (HFC), os perfluorcarbonetos (PFC) e o hexafluoreto de enxofre (SF<sub>6</sub>). Veja-se ainda, o Art. 3.º, al. q) do RJCLE e o Art. 2.º, al. k) do DL n.º 98/2024.

<sup>8</sup> Art. 3.º, al. a) da Diretiva CELE, Art. 3.º, al. f) do RJCLE e o Art. 2.º, al. f) do DL n.º 98/2024.

<sup>9</sup> Este instrumento legislativo já foi objeto de 16 alterações, tendo a última sido realizada pelo Regulamento (UE) 2024/795 do Parlamento Europeu e do Conselho de 29 de fevereiro de 2024.

<sup>10</sup> Este diploma foi objeto de alterações pelo DL n.º 11/2023, de 10 de fevereiro e pelo DL n.º 101/2024, de 4 de dezembro.

<sup>11</sup> Este diploma transpõe para a ordem jurídica nacional a Diretiva CELE e tem como antecedentes o DL n.º 38/2013, de 15 de março e o DL n.º 233/2004, de 14 de dezembro.

<sup>12</sup> Este diploma, também, transpõe parte da Diretiva CELE.

## 2. Comércio Europeu de Licenças de Emissão e Antecedentes

A Convenção Quadro das Nações Unidas sobre as Alterações Climáticas de 1992 (CQNUAC) realçou a preocupação dos Estados signatários<sup>13</sup> de restringir o aumento da temperatura global e de mitigar os efeitos adversos das alterações climáticas. Assim sendo, estabeleceu como objetivo final a “estabilização das concentrações na atmosfera de gases com efeito de estufa a um nível que evite uma interferência antropogénica perigosa com o sistema climático”<sup>14</sup>.

Posteriormente, em 1997, a Conferência das Partes<sup>15</sup> adotou o Protocolo de Quioto (PQ)<sup>16</sup>, que estabeleceu três mecanismos de flexibilidade com vista a viabilizar o cumprimento das metas ambientais acordadas – a implementação conjunta, o mecanismo de desenvolvimento limpo e o comércio internacional de emissões poluentes<sup>17 18</sup>.

Deste modo, a UE criou, através da Diretiva CELE, o primeiro mercado de carbono do mundo, denominado sistema de comércio europeu de licenças de emissão de gases com efeito de estufa (CELE)<sup>19 20</sup>, que visa reduzir o nível de emissões de uma forma eficiente, apresentando a menor redução possível do desenvolvimento económico e do emprego<sup>21</sup>, e que tem como característica o facto de ser um mercado faseado, funcionando por períodos temporais limitados e consecutivos<sup>22</sup>.

No anexo I da Diretiva CELE estão listados os setores de atividade que integram o CELE<sup>23 24</sup>, indicando para cada os GEE relevantes. Assim sendo, os operadores<sup>25</sup> que detenham instalações<sup>26</sup>, onde realizem atividades pertencentes a esses setores, integram o âmbito de aplicação subjetivo do CELE<sup>27 28</sup>. Consequentemente, estes sujeitos são obrigados a monitorizar e a comunicar as respetivas emissões à autoridade competente<sup>29</sup>, necessitando de proceder à devolução de licenças de emissão, em número equivalente ao total de emissões que tenham emitido no ano anterior<sup>30</sup>.

---

<sup>13</sup> Atualmente a CQNUAC tem 198 signatários, 197 Estados e a UE, tendo sido ratificada por Portugal através do Decreto n.º 20/93, de 21 de junho de 1993, e pela UE através da Decisão 94/69/CE, de 15 de dezembro de 1993.

<sup>14</sup> Art. 2.º da CQNUAC.

<sup>15</sup> Nos termos do Art. 7.º, n.º 2 do CQNUAC, a Conferência das Partes é o órgão supremo da CQNUAC que “deverá examinar regularmente a implementação da Convenção e quaisquer instrumentos legais com ela relacionados que a Conferência das Partes possa vir a adotar”.

<sup>16</sup> Atualmente, o PQ tem 192 signatários, 191 Estados e a UE. O PQ foi aprovado por Portugal através do Decreto n.º 7/2002, de 25 de março de 2002, e pela UE através da Decisão 2002/358/CE, de 25 de abril de 2002.

<sup>17</sup> Quanto à previsão do comércio internacional de emissões poluentes, veja-se o Art. 17.º do PQ.

<sup>18</sup> Para uma breve análise destes três mecanismos, *vide*, SANTOS, Mariana Coelho dos, 2016, *Novos Desenvolvimentos Jurídicos do Comércio de Emissões Poluentes nas Políticas Energética, Agrícola e Florestal*, Diss. Mestrado, Universidade de Coimbra, Coimbra, págs. 49-53.

<sup>19</sup> Conhecido internacionalmente como “European Union Emissions Trading Scheme” (EU-ETS).

<sup>20</sup> O CELE está em vigor em 31 países: os 27 EM da UE, Noruega, Liechtenstein e Islândia.

<sup>21</sup> Considerando (6) da Diretiva CELE.

<sup>22</sup> Atualmente, encontra-se na fase IV, abrangendo o período entre 2021 e 2030. A fase I abrangiu o período entre 2005 e 2007, a fase II o período entre 2008 e 2012 e a fase III o período entre 2013 e 2020. Sobre o caráter faseado do CELE, *vide*, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Lisboa, págs. 98-106.

<sup>23</sup> Art. 2.º da Diretiva CELE.

<sup>24</sup> A Diretiva 2023/959 do Parlamento Europeu e do Conselho de 10 de maio de 2023, que alterou a Diretiva CELE, criou um novo sistema de comércio de licenças de emissão para os setores dos edifícios, do transporte rodoviário e outros setores [CELE 2], distinto do atual CELE, aplicável às entidades regulamentadas [Art. 3.º a-E) Diretiva CELE] que participem nas atividades mencionadas no anexo III da Diretiva CELE. Prevê-se que o CELE 2 esteja totalmente operacional a partir de 2027, ano em que serão emitidas e vendidas as primeiras licenças de emissão (Art. 30.º-D n.º 1 da Diretiva CELE), que não serão fungíveis com as licenças de emissão abrangidas pelo CELE. Veja-se o Capítulo IV-A da Diretiva CELE.

<sup>25</sup> Nos termos do Art. 3.º, al. f) da Diretiva CELE, um “operador” é “qualquer pessoa que explore ou controle uma instalação ou, caso a legislação nacional o preveja, em quem tenha sido delegado um poder económico decisivo sobre o funcionamento técnico da instalação”. Veja-se, ainda, o Art. 3.º, al. h) do RJCLE.

<sup>26</sup> Nos termos do Art. 3.º, al. e) da Diretiva CELE, uma “instalação” corresponde a “unidade técnica fixa onde se realizam uma ou mais das atividades enumeradas no anexo I e quaisquer outras atividades diretamente associadas que tenham uma relação técnica com as atividades realizadas nesse local e que possam ter influência nas emissões e na poluição”. Veja-se, ainda, o Art. 3.º, al. d) do RJCLE.

<sup>27</sup> Note-se que o CELE e o anexo I da Diretiva CELE ainda abrangem os operadores de aeronaves [al. o) do Art. 3.º da Diretiva CELE] – onde estão incluídos os operadores de transportes aéreos comerciais [al. p) do Art. 3.º da Diretiva CELE] - e as companhias de transporte marítimo [al. w) do Art. 3.º da Diretiva CELE], cujas particularidades não vão ser objeto de análise no presente texto.

<sup>28</sup> Quanto à exclusão de pequenas instalações sujeitas a medidas equivalentes e à exclusão de opcional de instalações que emitam menos de 2500 toneladas, veja-se, respetivamente, os Arts. 27.º e 27.º-A da Diretiva CELE. Veja-se, ainda, o Art. 27.º do RJCLE.

<sup>29</sup> Art. 14.º da Diretiva CELE, Art. 32.º do RJCLE e Art. 17.º do DL n.º 98/2024.

<sup>30</sup> Art. 12.º, n.º 3 da Diretiva CELE, Art. 24.º, n.º 3 do RJCLE e Art. 10.º, n.º 3 do DL n.º 98/2024.

O CELE assenta no princípio geral “*Cap-and-Trade*”. “*Cap*”, visto que o sistema estabelece um limite máximo de emissões que não pode ser ultrapassado e que é reduzido ao longo do tempo<sup>31</sup>. “*Trade*”, visto que as licenças de emissão podem ser objeto de transmissão<sup>32</sup>, permitindo que os operadores titulares de licenças de emissão excedentárias possam vendê-las aos operadores que necessitam de mais para cobrir as respetivas emissões ou a investidores<sup>33</sup>. Desta forma, estabelece-se um mecanismo que incentiva os operadores a adotarem estratégias para reduzir as suas emissões, permitindo-lhes incrementar os seus lucros, quer através da alienação de licenças excedentárias, quer através da redução dos seus custos de produção relacionados com a aquisição de novas licenças<sup>34</sup>.

### 3. O Fenómeno da Financeirização

As licenças de emissão, como referido, foram instrumentos concebidos para alcançar metas ambientais. Contudo, foram alvo de um processo progressivo de financeirização<sup>35</sup>, que lhes associou um conjunto de características que as aproxima dos demais instrumentos financeiros tradicionais<sup>36</sup>.

À semelhança dos demais valores mobiliários, as licenças de emissão são representativas de posições jurídicas homogêneas e fungíveis<sup>37</sup>, têm um valor patrimonial<sup>38</sup>, são objeto de uma emissão, podem ser objeto de negociação, aquisição e alienação<sup>39</sup> - são suscetíveis de emissão em mercado primário regulamentado e de transmissão em mercado secundário à vista ou a prazo -, e são documentadas através de registos eletrónicos em conta, de natureza escritural e nominativa, onde são inscritos a respetiva titularidade, vicissitudes e transmissões<sup>40</sup>. Ademais, as licenças de emissão são suscetíveis de servir de ativo subjacente a instrumentos financeiros a prazo (derivados), visto que se trata de uma realidade cujo valor está sujeito a variação no tempo e que pode ser objeto de contínua mensuração<sup>41</sup>.

Além disso, a estrutura e o funcionamento do mercado de licenças de emissão é semelhante aos demais mercados tradicionais de instrumentos financeiros assentando em princípios, como a transparência e informação, integridade, eficiência e tutela dos investidores, e dispondo das suas típicas plataformas de negociação<sup>42</sup>.

Todavia, estas características não são suficientes para subsumir esta figura à categoria substantiva de instrumento financeiro<sup>43</sup>, pelo que parte da doutrina, considerando as particularidades das licenças de emissão,

---

<sup>31</sup> Nos termos do Art. 9.º da Diretiva CELE, entre 2024 e 2027, a quantidade de licenças de emissão emitidas anualmente deve diminuir por um fator linear de 4,3% em comparação com a quantidade anual total média de licenças emitida pelos EM ao abrigo das decisões da Comissão relativas aos seus planos nacionais de atribuição para o período de 2008 a 2012, e por um fator de 4,4%, a partir de 2028. Além disso, em 2026, haverá uma redução absoluta de 27 milhões de licenças de emissão.

<sup>32</sup> Vide, *infra*, Cap. III, ponto 3.

<sup>33</sup> Note-se que, sem prejuízo do seu (eventual) prazo de validade – vide, *infra*, Cap. III, ponto 5 -, os operadores titulares de licenças de emissão excedentárias podem ainda optar por guardá-las para necessidades futuras (*banking*). Vide, Mercado Ibérico de Eletricidade, 2020, *Estudo sobre o Mercado de Licenças de Emissão de CO<sub>2</sub>*, in [https://www.mibel.com/wp-content/uploads/2021/06/Estudo\\_MIBEL\\_Mercado\\_CO2\\_vers\\_PT.pdf](https://www.mibel.com/wp-content/uploads/2021/06/Estudo_MIBEL_Mercado_CO2_vers_PT.pdf), pág. 12.

<sup>34</sup> Vide, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 12.

<sup>35</sup> Utilizando a expressão “financeirização”, vide, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 18.

<sup>36</sup> Vide, CÂMARA, Paulo, 2018, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, pág. 246.

<sup>37</sup> O direito de emitir uma tonelada de equivalente de dióxido de carbono durante um determinado período.

<sup>38</sup> Têm um valor de mercado (cotação) – que oscila diariamente em função do preço do carbono resultante da oferta e procura em mercado – e um valor económico-patrimonial – integrando o património financeiro do seu titular. Vide, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 19.

<sup>39</sup> Vide, *infra*, Cap. III, ponto 3.

<sup>40</sup> Vide, *infra*, Cap. III, ponto 2.

<sup>41</sup> Note-se que integra o elenco de ativos subjacentes a instrumentos financeiros a prazo previsto na al. e), do n.º 2, do Art. 2.º do CVM.

<sup>42</sup> Vide, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 21.

<sup>43</sup> Vide, CÂMARA, Paulo, 2018, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, pág. 246.

crítica a sua atual qualificação legal ou, simplesmente, questiona ou nega a sua natureza de instrumento financeiro<sup>44 45</sup>.

## II. Licenças de Emissão

### 1. Delimitação

As licenças de emissão constituem um mecanismo jurídico, recente e plurifacetado, de natureza simultaneamente pública (administrativo-ambiental) e privada (comercial-financeiro)<sup>46</sup>.

O RJCLE, estabelece, na ordem jurídica nacional, o conceito de “licença de emissão”, referindo no Art. 3.º, al. f) tratar-se da “licença, transferível em conformidade com as disposições do presente decreto-lei, para emitir uma tonelada de dióxido de carbono (CO<sub>2</sub>) equivalente durante um determinado período”. Esta definição, coincide, de resto, com a noção comunitária prevista no Art. 3.º, al. a) da Diretiva CELE, obedecendo, claro, à necessidade de transposição e, bem assim, com o que dispõe o Art. 2.º, al. f) do DL n.º 98/2024.

Ponto que deve ficar assente é o facto de as licenças de emissão não esgotarem o universo dos instrumentos económicos e jurídicos, desenhados para servir os objetivos e propósitos ambientais atuais. Com efeito, é de extrema importância entender que lado a lado com as licenças de emissão coexistem outras figuras, que daquelas se autonomizam: falamos, a título meramente exemplificativo, das *green bonds*<sup>47</sup> e dos fundos de carbono<sup>48</sup>. A sujeição destas figuras, a diferentes regimes, demonstra de forma notória a autonomia de cada um destes instrumentos, cujas dissemelhanças se fazem sentir com particular acentuação, ao nível da sua natureza jurídica.

Com as licenças de emissão, não se devem, também, confundir os títulos de emissão de gases com efeito de estufa<sup>49</sup>. Falamos de licenças para emissão de GEE, atribuídas aos operadores de instalações abrangidas pelo CELE, que servem para balizar o respetivo direito à compra e devolução das licenças de emissão, e que lhes permitem exercer as respetivas atividades enumeradas no anexo I da Diretiva CELE<sup>50 51</sup>. Estes títulos devem ser requeridos à autoridade competente<sup>52</sup>, que, uma vez feita a prova da capacidade do operador para monitorizar e comunicar as emissões, atende ao pedido, emitindo o respetivo título. Com efeito, e apesar da nomenclatura aparentemente invertida de ambas as figuras, enquanto as licenças de emissão são, na verdade, títulos privados negociáveis em mercado, são os títulos de emissão de carbono que correspondem a verdadeiras licenças, destacando-se, aqui, a sua vertente público-administrativa.

---

<sup>44</sup> Vide, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 22.

<sup>45</sup> Quanto à natureza jurídica das licenças de emissão, vide, *infra*, Cap. IV.

<sup>46</sup> Vide, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 11. Para mais desenvolvimentos, vide, *infra*, Cap. IV.

<sup>47</sup> Traduzem-se na colocação e emissão de empréstimos obrigacionistas nos mercados de capitais, com o propósito de financiar projetos e atividades caracterizados por uma finalidade favorável ao ambiente, em sentido lato. Vide, CATARINO, Luís Guilherme, 2017, “Mercados “Regulados” de Eficiência Energética e Novas Soluções de Mercado”, in *Direito da Eficiência Energética*, Suzana Tavares da Silva (coord.), Instituto Jurídico Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, pág. 659.

<sup>48</sup> Falamos de organismos de investimento alternativo em valores mobiliários ou outros ativos financeiros (categoria residual – Art. 208.º, n.º 1, al. d) RGA) que têm como objetivo investir ou adquirir participações sociais em projetos e empresas que tenham como missão a redução de emissões de carbono ou a criação de créditos de carbono. Portugal chegou a desenvolver o Fundo Português de Carbono (2006), que foi, porém, extinto em 2016, aquando da criação do Fundo Ambiental (DL n.º 42.º-A/2016). Atualmente, destacam-se na linha da frente do “*green investment*” o Bio Carbon Fund e o FCPF Carbon Fund.

<sup>49</sup> Quanto aos títulos de emissão de gases com efeito de estufa, veja-se, os Arts. 4.º a 7.º da Diretiva CELE e Arts. 6.º a 10.º do RJCLE.

<sup>50</sup> Art. 4.º da Diretiva CELE e Art. 6.º do RJCLE.

<sup>51</sup> Vide, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 24.

<sup>52</sup> Em Portugal, a autoridade competente corresponde à Agência Portuguesa do Ambiente, I.P. (APA), nos termos do Art. 4.º, n.º 1, al. e) do RJCLE.

## 2. Distinção em Relação à Negociação de Créditos no Mercado Voluntário de Carbono

O Mercado Voluntário de Carbono (MVC), tal como o próprio nome indica, corresponde a um mercado (em grande parte) não regulado, através do qual entidades privadas adquirem créditos de carbono, para, de forma altruísta, mitigarem e contrabalançarem os efeitos das suas atividades, no panorama climático<sup>53</sup>. Na medida em que a participação neste mercado transmite publicamente o compromisso e alinhamento com os valores da sustentabilidade e ecoeficiência<sup>54</sup>, temos assistido, nos últimos anos, a um crescimento exponencial desta “praça comercial”, perspetivando-se um desenvolvimento sustentado nos próximos anos<sup>55</sup>. Antes, porém, de examinarmos a sua estrutura e funcionamento, uma nota elementar exige-se - o conceito de “crédito ou compensação de carbono”.

Assim, um crédito de carbono corresponde, na prática, a uma redução nas emissões de GEE<sup>56</sup>, que é utilizada para compensar as emissões que ocorrem noutra local. Normalmente, os créditos de carbono têm por referência unitária uma tonelada de CO<sub>2</sub> ou de um GEE equivalente.

A criação de um crédito de carbono começa com o desenvolvimento de um projeto de redução de emissões, por uma entidade que, na estrutura própria deste mercado, se designa por promotor do projeto (“*Project Developer*”). Estes empreendimentos podem enquadrar-se numa de duas categorias específicas: ou num projeto de prevenção e redução ou num projeto de remoção e extração<sup>57</sup>. Depois de delimitada e apresentada a arquitetura inicial do empreendimento, o projeto entra numa fase de validação e certificação (sem expressão legal). A este propósito, é essencial referir que uma das principais características do MVC é a existência de dois “guardiões”<sup>58</sup> – os “*Standard Setters*”<sup>59</sup> e os “*Validation and Verification Bodies*” (*VVB*)<sup>60</sup> – cujo objetivo é a autenticação e certificação do projeto através da garantia com recurso à sua reputação profissional<sup>61</sup>. Estes dois “*Gatekeepers*” assumem um papel extremamente relevante no MVC, permitindo a redução das assimetrias informativas entre desenvolvedores e investidores, garantindo a estes últimos a aplicação de capital em projetos que lhes certifiquem uma política verde e o cumprimento de objetivos de sustentabilidade. Findo este processo, e já na fase da execução, a certificação pelos “*Gatekeepers*” permitirá a emissão de um crédito de carbono, por cada tonelada de CO<sub>2</sub> que o projeto retire (ou impeça de chegar) à atmosfera. Estes créditos serão, então, colocados em mercado, com uma periodicidade previamente estabelecida, podendo ser adquiridos, tanto por pessoas singulares, como por grandes estruturas empresariais (especialmente, por empresas energéticas), determinadas a reduzir a sua pegada carbónica. O êxito desta construção comercial tem sido questionado, nos últimos anos, sofrendo acusações, nomeadamente, de

<sup>53</sup> Vide, BATTOCLETTI, Vittoria / ENRIQUES, Luca / ROMANO, Alessandro, 2023, *The Voluntary Carbon Market: Market Failures and Policy Implications*, Law Working Paper N.º 688/2023, European Corporate Governance Institute, pág. 2.

<sup>54</sup> O chamado “*green marketing*”.

<sup>55</sup> Vide, BATTOCLETTI, Vittoria / ENRIQUES, Luca / ROMANO, Alessandro, 2023, *The Voluntary Carbon Market: Market Failures and Policy Implications*, Law Working Paper N.º 688/2023, European Corporate Governance Institute, pág. 2.

<sup>56</sup> E, bem assim, à remoção parcial dos GEE emitidos para a atmosfera ou ainda ao aumento do armazenamento de carbono.

<sup>57</sup> No primeiro caso, o projeto destina-se ao desenvolvimento de estratégias que visem eliminar ou reduzir as emissões de GEE para a atmosfera, assumindo, nesse sentido, um carácter preventivo. No segundo caso, o empreendimento tem como objetivo a remoção direta do CO<sub>2</sub> da atmosfera, através de mecanismos tecnológicos ou naturais, atuando, então, a jusante do problema.

<sup>58</sup> Tradução pouco feliz na língua portuguesa: em inglês, refere-se “*gatekeepers*”. O uso da expressão “reguladores” seria contranatura, dada a natureza voluntária do mercado.

<sup>59</sup> Organizações, muitas vezes ONGs (mas também bancos de investimento, auditoras e agências de “*rating*”) que estabelecem os requisitos de qualidade e diretrizes essenciais a que o projeto deve obedecer para poder ser certificado. Esta certificação é fundamental para gerar a confiança dos investidores nos resultados do projeto. Atualmente, as duas entidades que mais se destacam no mercado são a *Verra* e a *Gold Standard*.

<sup>60</sup> Para a certificação dos projetos, os “*standard setters*” necessitam dos serviços de validação e verificação de um auditor externo independente, o VVB. Esta empresa, que é normalmente contratada pelo promotor do projeto e acreditada pelo “*standard setter*”, tem duas funções essenciais: em primeiro lugar, deve validar o projeto apresentado pelo promotor, garantindo a verificação dos requisitos de qualidade; em segundo lugar, deve certificar-se que durante a sua execução, o projeto está a gerar os resultados prometidos. Nesse sentido, os “*validation and verification bodies*” desempenham um controlo simultaneamente *ex ante* e *ex post*.

<sup>61</sup> Nesse sentido, diz-se, frequentemente, que atuam como “intermediários reputacionais”. Vide, BATTOCLETTI, Vittoria / ENRIQUES, Luca / ROMANO, Alessandro, 2023, *The Voluntary Carbon Market: Market Failures and Policy Implications*, Law Working Paper N.º 688/2023, European Corporate Governance Institute, pág. 15.

incentivar a inflação de créditos carbónicos não comprovados. Mas sobre estas questões não nos debruçaremos<sup>62</sup>.

Consideramos, por último, importante destacar aquelas que são as maiores e mais evidentes diferenças entre o MVC e o CELE. A primeira reside na obrigatoriedade do sistema: o CELE é um mercado altamente regulado pela UE e pelos EM e de adesão obrigatória (em alguns setores), enquanto a participação no MVC é meramente facultativa, não estando sujeita a tutela hierárquica pública com fins regulatórios. A segunda grande diferença manifesta-se no propósito base de cada mercado: o CELE obedecendo ao princípio “*Cap-and-Trade*” visa a redução forçada e progressiva das emissões carbónicas; já o MVC visa certificar a compensação de uma emissão carbónica. Os mecanismos de suporte dos dois mercados representam a terceira e última grande diferença: no CELE comercializam-se licenças de emissão, que conferem o direito a emitir uma tonelada de CO<sub>2</sub> para a atmosfera; no MVC comercializam-se créditos de carbono (“*carbon offsets*” ou “*carbon removals*”), que representam um título comprovativo da compensação de emissão de uma tonelada de CO<sub>2</sub> para a camada de ozono.

### 3. Modalidades

Reconhecendo as licenças de emissão como instrumentos financeiros, é essencial entendermos que as mesmas podem revestir duas modalidades distintas<sup>63</sup>: ora como um instrumento financeiro primário, ora como um instrumento derivado.

Em primeiro lugar, dizemos que as licenças de emissão constituem, lado a lado com os valores mobiliários e instrumentos de mercado monetário, um instrumento financeiro primário, ou seja, individualmente considerado. Mas repare-se que nem sempre foi esta a solução, só com a DMIF II (e a consequente extensão legislativa do elenco de instrumentos financeiros<sup>64</sup>), é que a figura em análise passou a integrar autonomamente o catálogo jus-financeiro<sup>65</sup>. Na ordem jurídica portuguesa, as licenças de emissão surgem, hoje, consagradas no Art. 2.º, n.º 1, al. g) do CVM, reiterando o n.º 2 do mesmo artigo esta sua qualificação. Enquanto instrumentos financeiros primários, as licenças de emissão gozam de um conjunto de características comuns aos demais congéneres<sup>66</sup>. No entanto, parte da doutrina, fundando-se nas singularidades e na natureza pura<sup>67</sup> das licenças de emissão, vem obstar à sua autonomização enquanto instrumento financeiro<sup>68 69</sup>.

Numa perspetiva distinta, há ainda que considerar e enquadrar as licenças de emissão na vertente dos instrumentos financeiros derivados. Em boa verdade, os chamados “derivados carbónicos”, apesar de terem uma estreita conexão com as próprias licenças, representam uma categoria de instrumentos financeiros autónoma, como bem o denota o Art. 2.º, n.º 1, al. e), i) do CVM<sup>70</sup>. Estamos, pois a falar de contratos (opções, futuros, swaps, etc.), cujo valor se encontra dependente de um ativo específico: as licenças de emissão. É, portanto, com alguma surpresa, que constatamos a maior antiguidade dos mercados de derivados carbónicos quando comparados com o das próprias licenças de emissão, naquele que parece ser um verdadeiro paradoxo. Este fenómeno ficou, então, a dever-se à existência de um lapso temporal entre o momento da aprovação do

---

<sup>62</sup> Quanto aos desafios do MVC, *vide*, CANTILLON, Estelle / SLECTHEN, Aurélie, 2023, *Market Design for the Environment*, Working Paper 31987, National Bureau of Economic Research, Pág. 19.

<sup>63</sup> *Vide*, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 24.

<sup>64</sup> Secção C, ponto 11, do Anexo I da DMIF II.

<sup>65</sup> *Vide*, CÂMARA, Paulo, 2018, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, pág. 245.

<sup>66</sup> *Vide, supra*, Cap. I, ponto 3.

<sup>67</sup> Expressão utilizada por Engrácia Antunes, para referir que as licenças de emissão exibem características identitárias próprias e distintas relativamente às demais classes de instrumentos financeiros. *Vide*, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 25.

<sup>68</sup> *Vide*, CÂMARA, Paulo, 2018, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, págs. 245-249.

<sup>69</sup> *Vide, infra*, Cap. IV.

<sup>70</sup> Na parte que, especificamente, refere “licenças de emissão”.

comércio de emissões como mecanismo concretizador do Protocolo de Quioto e a entrada em funcionamento do CELE<sup>71</sup>, respetivamente 1997 e 2005. Neste intervalo de tempo, acabaram por ser realizadas diversas operações com vista a antecipar o preço das licenças de emissão no mercado emergente<sup>72</sup>.

Voltando-nos, agora, para o regime dos derivados carbónicos propriamente dito, é importante reconhecer a clara distinção entre estes e as licenças de emissão *per se*<sup>73</sup>. Uma primeira diferença – talvez, a mais notória – diz respeito à própria finalidade de cada um dos instrumentos: enquanto as licenças de emissão visam, essencialmente, a redução forçada e progressiva das emissões, através da negociação no mercado à vista, os derivados carbónicos têm como propósitos a cobertura do risco, a especulação e a arbitragem, sendo negociados em mercado a prazo. Por outro lado, os derivados carbónicos (diferentemente das licenças de emissão, como veremos) têm a sua origem em verdadeiros contratos e não através de uma inscrição no registo, circulando, nos termos do Art. 259.º, n.º 3 do CVM, por compensação ou cessão de posição contratual. Nesse sentido, também o regime de extinção constitui um elemento distintivo entre figuras, na medida em que os instrumentos derivados que tenham por referência as licenças de emissão extinguem-se, não por anulação ou caducidade, mas sim mediante liquidação física ou financeira<sup>74</sup>. Por último, não esqueçamos, ainda, a limitação quantitativa que se impõe às licenças de emissão, que têm uma meta regressiva a respeitar, e que não se verifica nos derivados carbónicos que, sendo independentes das licenças de emissão, não encontram uma tal restrição.

### III. Aspetos de Regime

Atendendo à sua qualificação legal<sup>75</sup>, as licenças de emissão estão sujeitas ao regime dos demais instrumentos financeiros, previsto no CVM. No entanto, há determinados aspetos do seu regime que as diferenciam daqueles, pelo que, para compreendermos verdadeiramente esta figura, revela-se necessário proceder à sua análise<sup>76</sup>.

#### 1. Criação e Métodos de Atribuição

Em primeiro lugar, importa referir que a criação das licenças de emissão é efetuada, anualmente, pela figura do administrador central<sup>77</sup>, através da sua inscrição no Registo da União<sup>78</sup>, atendendo às necessidades estabelecidas nos atos legislativos da UE, que atribui a cada uma um código de identificação de unidade único<sup>79</sup>

80.

A sua emissão (atribuição) faz-se através de dois métodos distintos: a alocação gratuita de licenças de emissão e a venda em leilão.

---

<sup>71</sup> Vide, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 26.

<sup>72</sup> Vide, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 26.

<sup>73</sup> Não olvidando, claro, semelhanças que existam: tipicidade, natureza complexa, suscetibilidade de negociação em mercado regulamentado e fora de mercado, etc..

<sup>74</sup> Vide, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 27.

<sup>75</sup> Art. 2.º, n.º 1, al. g) e n.º 2 do CVM.

<sup>76</sup> Relativamente às incidências jurídicas das licenças de emissão no âmbito do direito constitucional, direito administrativo, direito da contabilidade, direito fiscal, direito dos contratos comerciais, direito da concorrência, direito da insolvência e do direito internacional, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, págs. 29-30.

<sup>77</sup> O administrador central é, nos termos do Art. 20.º da Diretiva CELE, designado pela Comissão Europeia. Veja-se o Art. 3.º, 1) do Regulamento do Registo.

<sup>78</sup> Quanto ao Registo da União, vide, *infra*, Cap. III, ponto 2.

<sup>79</sup> Art. 37.º, n.º 1 e 2 do Regulamento do Registo.

<sup>80</sup> Note-se que nas Fases I (2005-2007) e II (2008-2012) do CELE, a fixação do número total e a criação de licenças de emissão eram efetuadas, ao nível nacional, por cada EM. A fixação era feita através dos Planos Nacionais de Alocação de Licenças de Emissão (PNALE). Para uma análise dos PNALE, vide, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, págs. 186-201.

A alocação gratuita<sup>81 82</sup> é um método de atribuição de licenças de emissão às entidades obrigatoriamente sujeitas ao CELE, que será gradualmente eliminado, tendo sido concebido, essencialmente, com o objetivo de reduzir o risco de fuga de carbono (“*Carbon Leakage*”) na UE, que se traduz na situação que pode ocorrer quando, por razões de custos, relacionados com as políticas climáticas, as empresas transferem a sua produção para outros países com restrições de emissão mais flexíveis ou até mesmo inexistentes. Tal fenómeno tem uma dupla dimensão: por um lado, é negativo do ponto de vista ambiental, visto que essas empresas poderão acabar por aumentar as suas emissões, e, por outro lado, é negativo do ponto de vista económico, atendendo à fuga do capital, dos empregos, do potencial de geração de riqueza e dos efeitos que gera na balança comercial<sup>83</sup>.

As restantes - e grande maioria das - licenças de emissão, nos termos do Art. 10.º da Diretiva CELE e do Art. 23.º da RJCLE, são emitidas e vendidas em leilões<sup>84</sup>, associando um custo efetivo às emissões, de acordo com o princípio do poluidor-pagador<sup>85</sup>. Nos termos do Art. 33.º, n.º 1 do Regulamento dos Leilões, a plataforma de leilões toma obrigatoriamente a forma de um mercado regulamentado, cujo operador organiza um mercado secundário de licenças de emissão ou de derivados de licenças de emissão<sup>86 87</sup>, assegurando que a emissão das licenças de emissão beneficia das garantias, princípios e regras operacionais próprias das formas organizadas de negociação<sup>88</sup>.

Note-se que, nos termos do Art. 18.º, n.º 1, als. b) e c) do Regulamento dos Leilões, as empresas de investimento e as instituições de crédito são pessoas elegíveis para poderem licitar diretamente num leilão, quer por conta própria, quer em nome dos seus clientes, pelo que, contrariamente ao que acontece na alocação gratuita, qualquer investidor poderá, através destes, adquirir licenças de emissão.

## 2. Titularidade e Registo

Qualquer pessoa, singular ou coletiva, pode ser titular de licenças de emissão<sup>89</sup>, quer a título originário, através da compra em leilão por intermédio de instituição de crédito ou de empresa de investimento<sup>90</sup>, quer a título derivado, atendendo ao princípio da livre transmissibilidade de licenças de emissão<sup>91</sup>.

Neste âmbito, importa referir o Registo da União<sup>92</sup>, que é um registo, de natureza informática, de dados acessível ao público e constituído por contas separadas<sup>93 94</sup>, que desempenha uma dupla função - de

---

<sup>81</sup> Nesta matéria tem especial relevo o Regulamento Delegado (UE) 2019/331 sobre a determinação das regras transitórias da União relativas à atribuição harmonizada de licenças de emissão a título gratuito, nos termos do Art. 10.º-A da Diretiva CELE. Veja-se, ainda, os Arts. 12.º a 22.º do RJCLE e os Arts. 6.º a 8.º do DL n.º 98/2024.

<sup>82</sup> Em Portugal, a atribuição de licenças de emissão a título gratuito é competência da APA, nos termos do Art. 4.º, n.º 1, al. i) do RJCLE e Art. 4.º, n.º 1, al. e) do DL n.º 98/2024.

<sup>83</sup> Vide, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, págs. 206-207.

<sup>84</sup> Veja-se a Decisão (UE) 2020/2166 da Comissão de 17 de dezembro de 2020, relativa à determinação das quotas dos EM a leiloar durante o período de 2021-2030 do CELE.

<sup>85</sup> Nos termos do Art. 10.º, n.º 3 da Diretiva CELE, os EM devem determinar a utilização das receitas geradas pelas vendas em leilão das licenças de emissão. Em Portugal, nos termos do Art. 23.º do RJCLE e do Art. 9.º do DL n.º 98/2024, as receitas geradas pelos leilões de licenças de emissão atribuídas a Portugal constituem receita do Fundo Ambiental.

<sup>86</sup> Nos termos do Art. 26.º do Regulamento dos Leilões, a Comissão Europeia designou a “*European Energy Exchange*” como plataforma comum de leilões. Atualmente, participam nesta plataforma 25 EM (incluindo Portugal) e 3 países do Espaço Económico Europeu - Islândia, Liechtenstein e Noruega.

<sup>87</sup> Em Portugal, nos termos do Art. 5.º, n.º 2 do RJCLE os atos inerentes à função de leiloeiro, previstos no Art. 23.º do Regulamento dos Leilões, pertencem à Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública.

<sup>88</sup> Vide, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 33.

<sup>89</sup> Art. 19.º, n.º 2 da Diretiva CELE, o Art. 24.º, n.º 1 do RJCLE e o Art. 10.º, n.º 1 do DL n.º 98/2024.

<sup>90</sup> Art. 18.º, n.º 1, als. b) e c) do Regulamento dos Leilões.

<sup>91</sup> Art. 12.º, n.º 1 da Diretiva CELE, Art. 24.º, n.º 2 do RJCLE e Art. 10.º, n.º 2 do DL n.º 98/2024.

<sup>92</sup> No Registo da União estão integrados os registos nacionais dos EM, pelo que, para além do administrador central *supra* referido, existem os administradores nacionais, que estão encarregues das contas que estão sob a jurisdição do respetivo EM. Veja-se os Arts. 3.º, 2) e 7) do Regulamento do Registo. Em Portugal, o administrador nacional do Registo Português de Licenças de Emissão é a APA, nos termos do Art. 4.º, n.º 1 e 2 do RJCLE e do Art. 4.º, n.º 1 e 2 do DL n.º 98/2024.

<sup>93</sup> Art. 19.º, n.º 2 da Diretiva CELE.

<sup>94</sup> Quanto aos tipos de contas existentes no Registo da União, veja-se o anexo I do Regulamento do Registo.

publicidade e de controlo. Por um lado, visa dar publicidade e certeza jurídica à titularidade das licenças de emissão e às operações e vicissitudes relacionadas com esta (criação, alocação, transferência, devolução, anulação, caducidade, etc.), por outro lado, visa supervisionar a regularidade dessas operações<sup>95 96</sup>.

Por conseguinte, todos os sujeitos abrangidos obrigatoriamente pelo CELE têm de ter uma conta individual no Registo da União<sup>97</sup>, assim como qualquer outra pessoa que pretenda adquirir licenças de emissão, que terá, nesse caso, de efetuar o pedido de abertura de uma “conta de negociação” ao respetivo administrador nacional<sup>98</sup>. De modo a garantir as funções mencionadas, caso haja alguma alteração das informações relativas às contas, os respetivos titulares, devem-no comunicar, no prazo de 10 dias úteis, ao administrador nacional, devendo declarar, até ao dia 31 de dezembro de cada ano, que as mesmas se mantêm completas, atualizadas, exatas e verdadeiras<sup>99</sup>.

Ademais, o registo faz presumir a titularidade de uma licença de emissão, pelo que são inoponíveis ao adquirente de boa-fé as exceções relativas ao cedente<sup>100</sup>.

### 3. Transmissão

Conforme anteriormente mencionado, o CELE assenta no princípio geral do “*Cap-and-Trade*”, pelo que as licenças de emissão são “geneticamente transmissíveis”<sup>101</sup>, aspeto que garante a patrimonialização das mesmas e que fomenta a redução de custos associados à diminuição de emissões.

Consequentemente, neste âmbito, vale o princípio geral de liberdade de transmissão de licenças de emissão<sup>102 103 104 105</sup>, que, por regra, será realizada entre empresários e/ou investidores, quer para efeitos de cumprimento das obrigações ambientais decorrentes do regime jurídico do CELE, quer com intuítos lucrativos<sup>106</sup>.

A transmissão poderá ocorrer em mercado organizado - através do mercado secundário das plataformas de leilões ou de sistemas de negociação organizados<sup>107</sup> - ou fora de mercado. Neste âmbito, tem importância o Registo da União, que de modo a garantir o princípio do trato sucessivo, exige que o alienante ou o seu representante autorizado<sup>108</sup> efetue um pedido de transferência de licenças de emissão ao administrador central para a conta do adquirente<sup>109</sup>, para proceder à execução da transação<sup>110</sup> da licença de emissão.

Uma questão duvidosa que se pode colocar é a de saber se, para além da compra e venda (ou da doação), as licenças de emissão podem ser objeto de outros negócios jurídicos de cariz não-translativo, nomeadamente contratos de comodato, aluguer, usufruto e penhor. Além disso, também se pode questionar a possibilidade de

<sup>95</sup> *Vide*, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 34 e ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, pág. 293.

<sup>96</sup> Art. 20.º, n.º 2 e 3 da Diretiva CELE.

<sup>97</sup> A este propósito falamos de “contas de operador” que abrangem as contas de depósito de instalações fixas, de operadores de aeronaves, de operadores do setor marítimo e de entidades regulamentadas. Veja-se o Art. 3.º, 25) e os Arts. 14.º a 15.º-B do Regulamento do Registo.

<sup>98</sup> Art. 16.º do Regulamento do Registo.

<sup>99</sup> Art. 22.º do Regulamento do Registo.

<sup>100</sup> Art. 36.º, n.º 2 e 4 do Regulamento do Registo.

<sup>101</sup> Expressão utilizada por Tiago Caldeira Antunes. *Vide*, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, pág. 228.

<sup>102</sup> Art. 12.º, n.º 1 da Diretiva CELE, Art. 24.º, n.º 2 do RJCLE e o Art. 10.º, n.º 2 do DL n.º 98/2024.

<sup>103</sup> Nos termos do Art. 36.º do Regulamento do Registo, “uma licença de emissão é um instrumento fungível e desmaterializado, transacionável no mercado”.

<sup>104</sup> Note-se que, nos termos do Art. 3.º, 8) do Regulamento dos Leilões, pode haver contratos de compra e venda de licenças de emissões antes da sua atribuição a título gratuito ou mediante leilão.

<sup>105</sup> A admissão de transmissões *mortis causa* de licenças de emissão é discutida na doutrina. *Vide*, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, pág. 275.

<sup>106</sup> *Vide*, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, pág. 272.

<sup>107</sup> Art. 33.º do Regulamento dos Leilões e Art. 200.º-A do CVM.

<sup>108</sup> Quanto aos representantes autorizados, veja-se o Art. 20.º do Regulamento do Registo.

<sup>109</sup> Art. 55.º do Regulamento do Registo.

<sup>110</sup> Nos termos do Art. 3.º, 12) do Regulamento do Registo, a transação corresponde a “um processo no Registo da União que envolve a transferência de uma licença de emissão (...) de uma conta para outra”.

as mesmas serem penhoradas ou objeto de arresto<sup>111</sup>. Parecendo obstar a estas hipóteses, está o facto de o Registo da União não estar, aparentemente, preparado para dar conta deste tipo de vicissitudes<sup>112</sup>.

#### 4. Proibição de Abuso de Mercado

Com o objetivo de assegurar o regular funcionamento do CELE e a adequada formação dos preços das licenças de emissão, os legisladores europeu e nacional estabeleceram um conjunto de regras destinadas a evitar situações de abuso de mercado: obrigação de divulgação pública de informação privilegiada, proibição de uso e transmissão de informação privilegiada e a proibição de manipulação de mercado.

Nos termos do Art. 17.º, n.º 2 do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado (doravante “Regulamento Abuso de Mercado”) os participantes no mercado das licenças de emissão<sup>113</sup> são obrigados a divulgar publicamente e de forma eficaz e oportuna a informação privilegiada respeitante às licenças de emissão que detêm em virtude da sua atividade<sup>114</sup>. Por informação privilegiada, nos termos do Art. 7.º, n.º 1 al. c) do Regulamento Abuso de Mercado, entende-se toda a informação com carácter preciso<sup>115</sup>, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, às licenças de emissão e que, caso fosse tornada pública, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço<sup>116</sup> delas ou dos instrumentos financeiros derivados com elas relacionados<sup>117 118 119 120</sup>.

Neste contexto, é igualmente consagrada a proibição de abuso e de transmissão ilícita de informação privilegiada<sup>121 122</sup>. Nos termos do Art. 8.º do Regulamento Abuso de Mercado, existe abuso de informação privilegiada, quando uma pessoa que dispõe de informação privilegiada sobre licenças de emissão utiliza-a ao adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de um terceiro, direta ou indiretamente, licenças de emissão<sup>123</sup>. Ademais, no que diz respeito aos leilões de licenças de emissão, a utilização de informação privilegiada inclui igualmente a apresentação, alteração ou cancelamento de uma licitação por uma pessoa, por conta própria ou por conta de terceiros. Nos termos do Art. 10.º do Regulamento Abuso de Mercado, existe transmissão ilícita de informação privilegiada quando uma pessoa que dispõe de informação privilegiada, a transmite a qualquer outra pessoa, exceto se essa transmissão ocorrer no exercício normal da sua atividade.

Por fim, é ainda estabelecida a proibição de manipulação de mercado de licenças de emissão<sup>124</sup> que, nos termos do Art. 379.º-A do CVM, consiste na divulgação de informações falsas, incompletas, exageradas, tendenciosas ou enganosas, na realização de operações de natureza fictícia ou na execução de outras práticas

<sup>111</sup> Também levantando estas dúvidas, *vide*, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 37.

<sup>112</sup> *Vide*, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, págs. 276-277.

<sup>113</sup> Nos termos do Art. 3.º, n.º 1, 20) do Regulamento Abuso de Mercado, um “participante no mercado das licenças de emissão” consiste em “qualquer pessoa que realiza operações, incluindo a colocação de ordens, relativas a licenças de emissão, produtos leiloados baseados nelas, ou derivados das mesmas e que não beneficiam de uma isenção nos termos do Art. 17.º, n.º 2, segundo parágrafo”.

<sup>114</sup> Nos termos do Art. 17.º, n.º 2 do Regulamento Abuso de Mercado, estão incluídas as atividades do setor de aviação especificadas no anexo I da Diretiva CELE e as instalações na aceção do Art. 3.º, al. e) da Diretiva CELE, sendo que, no que diz respeito às instalações, a divulgação inclui informações com relevância para a capacidade e a utilização das instalações, incluindo a indisponibilidade prevista ou imprevista das mesmas.

<sup>115</sup> Quanto ao carácter preciso, veja-se o Art. 7.º, n.º 2 do Regulamento Abuso de Mercado.

<sup>116</sup> Nos termos do Art. 7.º, n.º 4 do Regulamento Abuso de Mercado, entende-se por informação que, caso fosse tornada pública, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço das licenças de emissão, a informação que um investidor utilizaria normalmente para fundamentar em parte as suas decisões de investimento.

<sup>117</sup> Art. 257.º-B do CVM.

<sup>118</sup> Em Portugal, esta informação é divulgada no sistema de difusão de informação da CMVM. Veja-se o Art. 257.º-D do CVM.

<sup>119</sup> Os participantes no mercado das licenças de emissão têm, ainda, o dever de elaborar uma lista de pessoas com acesso a informação privilegiada. Veja-se o Art. 257.º-B, n.º 5, 7 do CVM e o Art. 18.º do Regulamento Abuso de Mercado.

<sup>120</sup> Quanto aos deveres de comunicação e divulgação das operações dos dirigentes de participantes no mercado de licenças de emissão e das pessoas estreitamente relacionadas com eles, veja-se o Art. 19.º do Regulamento Abuso de Mercado e o Art. 257.º-C do CVM.

<sup>121</sup> Art. 14.º do Regulamento Abuso de Mercado e Art. 257.º-A do CVM.

<sup>122</sup> Quanto à eventual responsabilidade criminal, veja-se o Art. 378.º-A do CVM.

<sup>123</sup> Além disso, considera-se, também, abuso de informação privilegiada a utilização de informação privilegiada sobre licenças de emissão para cancelar ou alterar uma ordem relativa a uma licença de emissão, caso a ordem tenha sido colocada antes de a pessoa em causa estar na posse da informação privilegiada.

<sup>124</sup> Art. 15.º do Regulamento Abuso de Mercado.

fraudulentas, que sejam idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado de licenças de emissão<sup>125 126</sup>.

## 5. Extinção

Um dos principais objetivos do CELE consiste em associar ao ato de emissão de GEE para a atmosfera um custo económico – princípio do poluidor-pagador. Consequentemente, a operacionalização desse custo faz-se através da obrigação de, até 30 de setembro de cada ano, os sujeitos obrigatoriamente integrados no CELE devolverem um número de licenças de emissão equivalente ao total de emissões emitidas durante o ano civil anterior, que serão subsequentemente anuladas<sup>127 128 129 130</sup>. Caso os sujeitos em causa não devolvam as licenças de emissão correspondentes a todas as emissões verificadas no ano anterior, o seu nome será publicado na lista de sujeitos que não cumpriram a obrigação de devolução e ser-lhes-á aplicada uma multa pelas emissões excedentárias, não estando dispensados de devolver a quantidade de licenças de emissão equivalente às emissões excedentárias por ocasião da devolução das licenças relativas ao ano civil subsequente<sup>131 132</sup>.

Ademais, as licenças de emissão podem, ainda, extinguir-se por outros dois motivos: podem ser anuladas, a todo o tempo, a pedido do seu titular<sup>133</sup>; e podem extinguir-se por caducidade, caso estejamos perante licenças de emissão emitidas a partir de 1 de janeiro de 2021, que não tenham sido utilizadas durante o seu prazo de validade<sup>134</sup>.

## IV. Natureza Jurídica das Licenças de Emissão

Ultrapassada a abordagem do ponto anterior, importa, agora, centrar as atenções neste título, analisando a natureza jurídica das licenças de emissão. Tal como já tivemos oportunidade de constatar e deixar patente, a figura das licenças de emissão tem sido, desde 2014, classificada legalmente como instrumento financeiro, por força da DMIF II<sup>135</sup>. Importa, no entanto, notar que a inclusão das licenças de emissão neste leque legislativo, obedece a uma lógica funcionalista, que procura essencialmente integrar as figuras num quadro legal específico, por razões de harmonização e coerência normativa, carecendo, contudo, de um fundamento dogmático que o justifique<sup>136</sup>. Assim, é absolutamente imprescindível conduzir um estudo sobre a natureza

---

<sup>125</sup> Nos termos do Art. 379.º-A, n.º 3 do CVM, “consideram-se idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado, nomeadamente, os atos que sejam suscetíveis de modificar as condições de formação dos preços das licenças de emissão ou de produtos baseados em licenças de emissão, as condições normais de licitação ou transação de licenças de emissão ou as condições da oferta e da procura de produtos baseados em licenças de emissão”.

<sup>126</sup> Veja-se, ainda, quanto ao conceito de manipulação de mercado, o Art. 12.º do Regulamento Abuso de Mercado.

<sup>127</sup> *Vide*, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, pág. 278.

<sup>128</sup> Art. 12.º, n.º 3 da Diretiva CELE, o Art. 24.º, n.º 4 do RJCLE e o Art. 10.º, n.º 4 do DL n.º 98/2024.

<sup>129</sup> Em Portugal, a anulação das licenças de emissão devolvidas é garantida pela APA. Veja-se o Art. 24.º, n.º 4 do RJCLE e o Art. 10.º, n.º 4 do DL n.º 98/2024.

<sup>130</sup> Note-se que a expressão “anulação” não tem o mesmo significado que o conceito de anulação tradicionalmente empregue no nosso ordenamento jurídico. A “anulação” referida não decorre de qualquer violação da lei, nem resulta de sentença judicial. Trata-se, simplesmente, de retirar do mercado as licenças de emissão que já foram utilizadas. Segundo Tiago Caldeira Antunes, estamos, juridicamente, perante um caso de caducidade de licenças de emissão. *Vide*, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, pág. 284.

<sup>131</sup> Art. 16.º da Diretiva CELE, Art. 36.º do RJCLE e o Art. 23.º do DL n.º 98/2024.

<sup>132</sup> Quanto à responsabilidade contraordenacional em virtude da não devolução da quantidade de licenças de emissão equivalente às emissões excedentárias, veja-se o Art. 37.º, n.º 2, al. h) do RJCLE e o Art. 24.º, n.º 2, al. e) do DL n.º 98/2024.

<sup>133</sup> Art. 12.º, n.º 4 da Diretiva CELE, o Art. 24.º, n.º 6 do RJCLE e o Art. 10.º, n.º 6 do DL n.º 98/2024.

<sup>134</sup> Nos termos do Art. 13.º da Diretiva CELE, “as licenças de emissão emitidas a partir de 1 de janeiro de 2013 são válidas por tempo indeterminado” e “as licenças de emissão emitidas a partir de 1 de janeiro de 2021 incluem uma menção que indique o período de dez anos a partir de 1 de janeiro de 2021 em que foram emitidas, sendo válidas para emissões produzidas a partir do primeiro ano desse período”. Veja-se, ainda, o Art. 25.º do RJCLE e o Art. 12.º do DL n.º 98/2024.

<sup>135</sup> Secção C, ponto 11, do Anexo I da DMIF II.

<sup>136</sup> *Vide*, SARAIVA, José Miguel / MOURA, Miguel de Azevedo, 2023, “A Natureza Jurídica das Licenças de Emissão de Gases de Efeito Estufa da União Europeia”, in <https://observatorio.almedina.net/index.php/2023/09/01/a-natureza-juridica-das-licencas-de-emissao-de-gases-de-efeito-de-estufa-da-uniao-europeia/>.

jurídica das licenças de emissão que, abstraindo-se de lógica formal<sup>137</sup>, analise a materialidade e substancialidade subjacente às figuras, reconhecendo-lhes uma qualificação jurídica simultaneamente fragmentada<sup>138</sup>, pluriuniforme e enigmática (moeda, mercadoria, coisa, direito e autorização administrativa)<sup>139</sup>.

Uma primeira tese doutrinária configura as licenças de emissão como moeda, acentuando a sua potencialidade para servir como meio de pagamento de emissões de GEE. Na génese deste entendimento está inerente o princípio do poluidor-pagador: “se (...) as emissões de carbono passam a ter um custo, então as licenças de emissão funcionariam, de certa forma, como um instrumento monetário criado especificamente para saldar esse custo”<sup>140</sup>. Os defensores desta corrente reconhecem, ainda, nas licenças de emissão as funções de reserva de valor e de meio de troca, propriedades estruturais do conceito de moeda<sup>141</sup>. Em abono da semelhança entre as figuras há, ainda, a destacar nas licenças de emissão o seu valor económico (tal como a moeda, as licenças de emissão têm um valor próprio, variável e sujeito a flutuações), a sua emissão por uma autoridade pública (na medida em que lhe é atribuído um valor oficial pelos poderes públicos, podemos dizer que, tal como a moeda, as licenças de emissão gozam de curso legal), a sua livre circulação (traço distintivo do CELE) e a sua função de reserva de valor (podemos perspetivar as licenças de emissão como instrumentos de aforro e investimento, sob a forma de reservas líquidas<sup>142</sup>). No entanto, lado a lado com Tiago Caldeira Antunes não podemos deixar de notar que, diferentemente da moeda, as licenças de emissão não servem a função essencial de unidade de conta, ou seja, não funcionam como termo de comparação, bitola ideal ou medida unitária do valor de uma multiplicidade de produtos e serviços transacionados no mercado<sup>143</sup>. Ademais, refira-se que as licenças de emissão não são de acesso e uso generalizado como instrumento monetário para cumprimento de obrigações - característica extensível apenas para o cumprimento da obrigação de devolução do número de licenças de emissão equivalente ao total de emissões emitidas pelas entidades obrigatoriamente integradas no CELE<sup>144</sup>. Assim, ainda que as licenças de emissão apresentem similitudes com a moeda, a não verificação de alguns dos seus atributos essenciais impede que lhes seja reconhecido um enquadramento jurídico equivalente.

Numa outra perspetiva, há, ainda, quem considere as licenças de emissão como coisas ou bens, destacando, assim, o seu carácter jus-real<sup>145</sup>. Repare-se, no entanto, que, mesmo neste setor doutrinário, as perspetivas apresentadas são dissonantes, existindo várias teses a identificar licenças de emissão por referência a realidades distintas<sup>146</sup>. Quanto a nós, focamo-nos, aqui, na conceção das quotas de carbono como

---

<sup>137</sup> Formalmente, as licenças de emissão são instrumentos financeiros, porque a lei assim as qualifica. Veja-se o Art. 2.º, n.º 1, al. g) do CVM.

<sup>138</sup> A este propósito repare-se como a figura das licenças de emissão é objeto de tratamento nos mais diversos ramos do Direito: administrativo, fiscal, financeiro, internacional, europeu, comercial, concorrencial, etc.. *Vide, supra*, nota de rodapé 77.

<sup>139</sup> *Vide*, ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, pág. 22.

<sup>140</sup> *Vide*, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, pág. 760.

<sup>141</sup> José Engrácia Antunes designa por moeda o instrumento essencial da vida económico-social que, representado num ativo, físico ou não, a Ordem Jurídica reconhece como meio de troca e pagamento, unidade de conta e reserva de valor. *Vide*, ANTUNES, José Engrácia, 2021, *A Moeda - Estudo Jurídico e Económico*, Almedina, Coimbra, pág. 19.

<sup>142</sup> *Vide*, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, pág. 774.

<sup>143</sup> *Vide*, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, pág. 777 e ANTUNES, José Engrácia, 2021, *A Moeda - Estudo Jurídico e Económico*, Almedina, Coimbra, pág. 32.

<sup>144</sup> *Vide*, SARAIVA, José Miguel / MOURA, Miguel de Azevedo, 2023, “A Natureza Jurídica das Licenças de Emissão de Gases de Efeito Estufa da União Europeia”, in <https://observatorio.almedina.net/index.php/2023/09/01/a-natureza-juridica-das-licencas-de-emissao-de-gases-de-efeito-de-estufa-da-uniao-europeia/>.

<sup>145</sup> *Vide*, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, pág. 608.

<sup>146</sup> Neste sentido, poderíamos referir-nos às licenças de emissão como dizendo respeito à “emissão de GEE”, à “não-emissão de GEE”, a “bens ambientais”, a “parcelas de ar”, etc..

mercadorias (“*commodities*”)<sup>147</sup>. Para sustentar este entendimento, a argumentação desenvolve-se em torno do carácter patrimonial, da natureza autónoma, fungível e transmissível das licenças de emissão que, sendo objeto de negócios jurídicos, entre agentes económicos, num mercado homogéneo (CELE) e tendo um preço flutuante revelar-se-iam como bens de comércio. A par disto, o processo de internalização das licenças de emissão no circuito económico das empresas, acabou por promover a sua perceção, como um fator de produção, sustentando, ainda mais, esta visão. No entanto, partilhamos da opinião de Carlos Costa Pina, quando refere que a qualificação das licenças de emissão como um produto dos mercados de mercadorias<sup>148</sup>, deve-se sobretudo a aspetos não estritamente jurídicos, que acabam por não dar resposta à discussão em causa. Outros autores, referem, ainda, que esta tese assenta num equívoco de base, que é o de considerar a licença de emissão um produto e não um direito. Com efeito, a representação mais fidedigna de uma quota de carbono é a de um instrumento que confere o direito a emitir uma tonelada de carbono<sup>149</sup>. Por último, poder-se-ia, ainda referir, a título de negação desta proposta que, contrariamente a qualquer outra mercadoria, as licenças de emissão precisam da certificação de uma autoridade pública para reconhecimento do seu valor.

Uma terceira proposta - que, aliás, parece ser das que colhe maior adesão doutrinal – reconduz as licenças de emissão a um ato administrativo permissivo, acentuando, assim, a vertente jurídico-pública da figura. Um primeiro argumento, que embora importante, revela-se insuficiente, surge na própria definição do legislador. Assim, nos termos do Art. 3.º, al. f) do RJCLE e do Art. 2.º, al. f) do DL 98/2004, a licença de emissão é a “*licença, transferível em conformidade com as disposições do presente decreto-lei, para emitir uma tonelada de dióxido de carbono equivalente durante um determinado período.*”. O facto de o legislador ter optado pelo uso indiscriminado do termo “licença”, não pode, contudo, ser entendido, sem mais, como resposta para a nossa discussão<sup>150</sup>, isto porque noutras línguas europeias, o termo escolhido remete para outras realidades: direito de emissão (na versão espanhola, “*derecho de emisión*”), quota (na versão francesa, “*quota*”), etc.<sup>151</sup>. Outro argumento de peso a sustentar a natureza administrativa das figuras em causa diz respeito ao processo de criação destas. Com efeito, e como, de resto, já foi explorado, as licenças de emissão são emitidas por entidades públicas, simultaneamente europeias e nacionais. Não esqueçamos, ainda, o carácter preventivo típico das licenças administrativas, voltadas à prevenção das externalidades negativas que podem resultar para a sociedade, fruto do desenvolvimento de certas atividades privadas<sup>152</sup>. Também as licenças de emissão refletem esta preocupação. No entanto, não podemos deixar de notar que, apesar das semelhanças, também existem disparidades que impedem o paralelismo entre as licenças permissivas genéricas e as licenças de emissão. Em primeiro lugar, as licenças de emissão são livremente transmissíveis e fungíveis, características que claramente não se verificam nas licenças administrativas. Depois, as primeiras têm um valor económico próprio, sendo cotadas e negociadas ao preço de mercado, em razão da oferta e da procura<sup>153</sup>, aspeto também ele ausente (regra geral) nos atos administrativos permissivos. Por último, denote-se, ainda, nas licenças de emissão, a ausência de resposta a uma situação concreta, típica das demais licenças

---

<sup>147</sup> Carlos Costa Pina define mercadorias (“*commodities*”) como “qualquer bem ou produto homogéneo ou equivalente, produzido em grande quantidade e suscetível de ser massivamente transacionado”. Vide, PINA, Carlos Costa, 2006, “Mercado de Direitos de Emissão de CO<sub>2</sub>”, in *Estudos Jurídicos e Económicos em Homenagem ao Prof. Doutor A. Sousa Franco*, Vol. I, Paulo de Pitta e Cunha (coord.), Coimbra Editora, Coimbra, pág. 503.

<sup>148</sup> Vide, PINA, Carlos Costa, 2006, “Mercado de Direitos de Emissão de CO<sub>2</sub>”, in *Estudos Jurídicos e Económicos em Homenagem ao Prof. Doutor A. Sousa Franco*, Vol. I, Paulo de Pitta e Cunha (coord.), Coimbra Editora, Coimbra, pág. 505.

<sup>149</sup> O que verdadeiramente é comercializado no CELE, não é um produto (GEE), mas sim o instrumento que representa o direito (as licenças de emissão). Vide, SARAIVA, José Miguel / MOURA, Miguel de Azevedo, 2023, “A Natureza Jurídica das Licenças de Emissão de Gases de Efeito Estufa da União Europeia”, in <https://observatorio.almedina.net/index.php/2023/09/01/a-natureza-juridica-das-licencas-de-emissao-de-gases-de-efeito-de-estufa-da-uniao-europeia/>.

<sup>150</sup> Recorde-se que, em regra, não é ao legislador que cabe a tarefa de definir figuras jurídicas, mas sim à doutrina.

<sup>151</sup> Vide, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, pág. 522.

<sup>152</sup> Vide, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, pág. 530.

<sup>153</sup> Vide, ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa, pág. 527.

administrativas. Com efeito, no momento da sua emissão não se sabe *a priori* quais os destinatários das licenças de emissão, nem em que território vão ser aplicadas (consequência da livre transmissibilidade do CELE), não havendo uma situação concreta e individual a tutelar. Por estas razões, consideramos, mais uma vez, não ser esta a verdadeira natureza jurídica do instrumento em causa.

Assim, resta-nos voltar ao ponto de partida e estudar a natureza das licenças de emissão, partindo de uma ótica jus-financeira. Nesse sentido, reputa-se fundamental tecer a ponte entre as figuras em análise e os demais valores mobiliários, tendo por referência os quatro traços distintivos e fundamentais destes últimos: representabilidade, homogeneidade de situações jurídicas, fungibilidade e negociabilidade<sup>154</sup>. Quanto à primeira característica, não se suscitam dúvidas: as licenças de emissão são documentos representativos de um direito (a emitir uma tonelada de equivalente de CO<sub>2</sub>), ainda que assumam a forma escritural, através de registo em conta. No que diz respeito à segunda característica (e por inerência à terceira), constatamos que as licenças de emissão são geradas em massa, em mercado próprio, representando uma situação jurídica – direito - de conteúdo idêntico, que partilha as mesmas particularidades. Em consequência, o tráfego jurídico reconhece-las pelo seu mero número ou quantidade, descurando o seu valor em concreto<sup>155</sup>. Em último lugar, e já sem grandes novidades a acrescentar, as licenças de emissão são suscetíveis de serem negociadas e transacionadas em mercado próprio, cumprindo o requisito da negociabilidade. Chegados aqui, fica, então, evidente a clara afinidade entre as licenças de emissão e demais valores mobiliários. Ainda assim, e como bem indica parte da doutrina, não obstante as aparentes convergências entre figuras, estas não serão suficientes para uma classificação simplista das licenças de emissão como valores mobiliários<sup>156</sup>. Com efeito, aspetos, como os já *supra* referidos – regime especial de criação e extinção, negociação em mercado próprio e o fim distinto dos restantes instrumentos financeiros – revelam a impossibilidade de subsunção das licenças de emissão à categoria em causa.

Posto isto, a opção mais verosímil será reconhecer nas licenças de emissão um carácter híbrido, ou até mesmo *sui generis*, que as posiciona na fronteira entre o Direito Público e o Direito Privado, cumprindo, simultaneamente propósitos ambientais e financeiros. É, então, esta posição intermédia, que caracteriza naturalisticamente as licenças de emissão.

## V. Conclusão

Chegados aqui podemos, satisfatoriamente, concluir que alcançámos o objetivo a que nos propusemos: oferecer uma análise aprofundada, esclarecedora e elucidativa da figura das licenças de emissão de carbono, tendo por referência não só o contexto jurídico nacional, como também o europeu.

Constatando aquele que é já apontado por muitos como o “flagelo do milénio”<sup>157</sup>, começámos por estudar os primórdios do CELE e a sua inserção no panorama mais amplo do combate climático, passando em revista o vasto leque de instrumentos legislativos reguladores desta matéria. Na fase introdutória do artigo, dedicámos, ainda, um momento à descrição do fenómeno da financeirização das licenças de emissão, no qual começou a ficar patente, fruto da evolução da figura, a dificuldade de identificar com certezas a natureza jurídica destes instrumentos, com uma estrutura simultaneamente administrativa, ambiental, comercial e financeira.

---

<sup>154</sup> Vide, ANTUNES, José Engrácia, 2014, *Instrumentos Financeiros*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, págs. 54-59.

<sup>155</sup> Vide, ANTUNES, José Engrácia, 2014, *Instrumentos Financeiros*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, pág. 58.

<sup>156</sup> Vide, SARAIVA, José Miguel / MOURA, Miguel de Azevedo, 2023, “A Natureza Jurídica das Licenças de Emissão de Gases de Efeito Estufa da União Europeia”, in <https://observatorio.almedina.net/index.php/2023/09/01/a-natureza-juridica-das-licencas-de-emissao-de-gases-de-efeito-de-estufa-da-uniao-europeia/>.

<sup>157</sup> Segundo a opinião do cientista e investigador britânico Hugh Montgomery, diretor do Centro de Saúde e Desempenho Humano da University College of London, caminhamos, neste momento, para uma rutura ecológica com potencial de aniquilar a raça humana (“a extinção pode ser a maior e mais rápida que o planeta já viu e somos nós que a estamos a provocar isso”). Vide, <https://sicnoticias.pt/mundo/2025-04-14-a-maior-e-mais-rapida-que-o-planeta-ja-viu-cientista-alerta-para-risco-de-nova-extincao-em-massa-babd3eb4>.

Revelada a necessidade de aprofundamento concetual daquele que é o principal pilar da política climática europeia<sup>158</sup>, dedicámos, num segundo momento, os nossos esforços à autonomização da figura das licenças de emissão, face aos demais instrumentos jus-financeiros (e não só) que têm por referência o mercado de carbono (*green bonds*, fundos de carbono, entre outros). Enquanto mecanismo financeiro, pudemos ainda constatar a sua faceta híbrida e complexa, concluindo pela necessária distinção entre as licenças de emissão enquanto instrumento primário e enquanto instrumento derivativo com as respetivas licenças de emissão por referência.

Antes de procedermos à caracterização jurídica das figuras, dedicámos, ainda, um título especial à análise do complexo normativo das licenças, reconhecendo que “a caracterização dos instrumentos jurídicos só se obtém a partir de uma análise das notas do seu regime jurídico”<sup>159</sup>. Este capítulo revelou-se de extrema importância na compreensão geral das vicissitudes da vida das licenças, permitindo-nos confrontar a figura com os demais instrumentos financeiros, em especial os valores mobiliários, acentuando as suas principais semelhanças e diferenças.

Num último momento, ocupámo-nos do estudo da natureza jurídica das licenças de emissão. Percorrendo algumas das principais propostas doutrinárias, procurámos analisar de forma isenta cada um dos seus argumentos de suporte, apresentando, também, e em prol de uma análise ponderada, contra-argumentos e falhas a cada uma das visões. Constatámos, assim, a dificuldade de identificar em absoluto a natureza jurídica de um instrumento jurídico que possui projeções nas mais diversas vertentes do Direito. Neste seguimento, acabámos por concluir que as licenças de emissão compõem um instrumento financeiro de carácter *sui generis*, ou por outras palavras, híbrido, reunindo simultaneamente características comuns que as aproximam dos demais instrumentos, e características próprias e singulares que olvidam a uma coincidência plena entre figuras. Na medida em que não existe, então, uma recondução direta, clara e sem reservas, nem aos instrumentos financeiros, nem aos valores mobiliários, a articulação das licenças de emissão com alguns regimes do CVM, poderá, assim, revelar-se uma tarefa imprecisa (ou até mesmo incorreta).

Assim, e para terminar, se é verdade que as licenças de emissão se afirmam como um pilar central da política ambiental europeia (e de resto, mundial), também não deixa de ser verdade que o seu futuro dependerá, em grande medida, da capacidade do regime acompanhar os desafios do mercado e coexistir com a vertente mais financeira da figura, sem renunciar ao seu objetivo principal: a defesa, proteção e preservação do ambiente.

---

<sup>158</sup> Vide, Pacto Económico Europeu, União Europeia, 2021, disponível in [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/attachment/869826/EGD\\_brochure\\_PT.pdf.pdf](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/attachment/869826/EGD_brochure_PT.pdf.pdf).

<sup>159</sup> Vide, SANZ RUBIALES, Iñigo et alli, 2007, *El Mercado de Derechos a Contaminar – Régimen Jurídico-Público del Mercado Comunitario de Derechos de Emisión en España*, Editorial Lex Nova, Valladolid, 2007, pág. 62.

## Bibliografia

ANTUNES, José Engrácia, 2014, *Instrumentos Financeiros*, 2.<sup>a</sup> ed., Almedina, Coimbra.

ANTUNES, José Engrácia, 2020, “As Licenças de Emissão – um Novo Instrumento Financeiro”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 63, págs. 9-39.

ANTUNES, José Engrácia, 2021, *A Moeda – Estudo Jurídico e Económico*, Almedina, Coimbra.

ANTUNES, Tiago Caldeira, 2014, *Ensaio sobre a Natureza Jurídica das Licenças de Emissão no Seio do Mercado Europeu de Carbono*, Diss. Doutoramento, Universidade de Lisboa, Lisboa.

BATTOCLETTI, Vittoria / ENRIQUES, Luca / ROMANO, Alessandro, 2023, *The Voluntary Carbon Market: Market Failures and Policy Implications*, Law Working Paper n.º 688/2023, European Corporate Governance Institute.

CÂMARA, Paulo, 2018, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.<sup>a</sup> ed., Almedina, Coimbra.

CANTILLON, Estelle / SLECTHEN, Aurélie, 2023, *Market Design for the Environment*, Working Paper 31987, National Bureau of Economic Research.

CATARINO, Luís Guilherme, 2017, “Mercados “Regulados” de Eficiência Energética e Novas Soluções de Mercado”, in *Direito da Eficiência Energética*, Suzana Tavares da Silva (coord.), Instituto Jurídico Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, págs. 635-689.

Mercado Ibérico de Eletricidade, 2020, *Estudo sobre o Mercado de Licenças de Emissão de CO<sub>2</sub>*, in [https://www.mibel.com/wp-content/uploads/2021/06/Estudo\\_MIBEL\\_Mercado\\_CO2\\_vers\\_PT.pdf](https://www.mibel.com/wp-content/uploads/2021/06/Estudo_MIBEL_Mercado_CO2_vers_PT.pdf).

PINA, Carlos Costa, 2006, “Mercado de Direitos de Emissão de CO<sub>2</sub>”, in *Estudos Jurídicos e Económicos em Homenagem ao Prof. Doutor António de Sousa Franco*, Vol. I, Paulo de Pitta e Cunha (coord.), Coimbra Editora, Coimbra, págs. 467-515.

SANTOS, Mariana Coelho dos, 2016, *Novos Desenvolvimentos Jurídicos do Comércio de Emissões Poluentes nas Políticas Energética, Agrícola e Florestal*, Diss. Mestrado, Universidade de Coimbra, Coimbra.

SANZ RUBIALES, Iñigo et alii, 2007, *El Mercado de Derechos a Contaminar – Régimen Jurídico-Público del Mercado Comunitario de Derechos de Emisión en España*, Editorial Lex Nova, Valladolid, 2007.

SARAIVA, José Miguel / MOURA, Miguel de Azevedo, 2023, “A Natureza Jurídica das Licenças de Emissão de Gases de Efeito Estufa da União Europeia”, Observatório Almedina, disponível em <https://observatorio.almedina.net/index.php/2023/09/01/a-natureza-juridica-das-licencas-de-emissao-de-gases-de-efeito-de-estufa-da-uniao-europeia/>.