



Pérez-Llorca

Núm. 14
DIC 2025

Revista
— Jurídica —

Pérez-Llorca

© Pérez-Llorca Abogados, S.L.P.

Paseo de la Castellana, 50. | 28046. Madrid

Depósito legal: M-7551-2019 | ISSN: 2792-2871

OBRA DE PORTADA CEDIDA POR:

Javier Pardina © 2025

Pérez-Llorca impulsa el talento de artistas emergentes dando visibilidad a su obra en la Revista Jurídica del Despacho.

CONSEJO EDITORIAL

Pedro Pérez-Llorca Zamora

Francisco José León Sanz

Encarna Cordero Lobato

Diego Marín-Barnuevo Fabo

Javier García Marrero

Javier Gutiérrez Gilsanz

Yolanda Valdeolivas García

CONSEJO DE REDACCIÓN

Sara Bento San Román

Manuel Bernárdez López

María Cabello Ortega

Mariana Muñoz Ceschini

Pilar Valero Conde

Vielka Linet Peguero Jerez

NÚM. 14

Índice

REVISTA JURÍDICA PÉREZ-LLORCA

Diciembre 2025

ARTÍCULO 20

| | |
|---|---|
| La calidad normativa como respuesta a los retos regulatorios contemporáneos | 8 |
|---|---|

ESTUDIOS

| | |
|--|----|
| Los acuerdos de promotores: la ordenación de intereses privados desde la regulación para el desarrollo de infraestructuras comunes | 22 |
| Tokenization of private securities in Latin America: legal architecture for broadening access to private capital markets | 42 |
| Tres años de planes de reestructuración: tendencias judiciales y utilidad práctica | 66 |

PROBLEMAS Y CUESTIONES

| | |
|--|-----|
| Derecho de separación por falta o insuficiencia de distribución de dividendos y reformulación de las cuentas anuales | 88 |
| Los fideicomisos inmobiliarios en México | 104 |
| Do apagão às soluções: o lugar do armazenamento e dos serviços de sistema na política energética portuguesa | 114 |

NÚM. 14

Artículo 20

REVISTA JURÍDICA PÉREZ-LLORCA

Diciembre 2025

El artículo 20 de la Constitución Española de 1978 consagra y garantiza el derecho fundamental a la libertad de expresión. En esta sección de la Revista Jurídica Pérez-Llorca se publican tribunas firmadas por figuras públicas de renombre, abiertas a diferentes puntos de vista, bajo la premisa de brindar un espacio a opiniones diversas y que no necesariamente reflejan el criterio del comité editorial de la Revista.

La calidad normativa como respuesta a los retos regulatorios contemporáneos

Juan Quereda Sabater

Subdirector General en la Dirección General de Universidades.
Previamente fue Asesor Técnico de Calidad Normativa.

| | | |
|------|--|-----------|
| I. | <i>Better regulation</i> y los principios de buena regulación | 10 |
| II. | Participación | 11 |
| | 1. Audiencia e información públicas | 11 |
| | 2. Consulta pública previa | 12 |
| III. | Conocimiento experto | 12 |
| IV. | Motivación | 13 |
| | 1. La evaluación <i>ex ante</i> y la memoria de análisis de impacto normativo | 13 |
| | 2. Exigencia de motivación por los tribunales: la obligación general de motivación | 14 |
| V. | Evaluación <i>ex post</i> | 16 |
| VI. | La calidad normativa como alternativa al derrotismo y al triunfalismo | 16 |



Fecha de recepción
24 de noviembre de 2025



Fecha de aceptación
26 de noviembre de 2025



Resumen: El presente artículo analiza la incorporación de los principios de *better regulation* en el ordenamiento jurídico español y su despliegue a través de distintos instrumentos y técnicas en el procedimiento de elaboración de normas jurídicas. Se examinan cuatro ejes fundamentales: la participación de todos los actores relevantes, la incorporación de conocimiento experto, la motivación de las normas y su evaluación. En materia de participación, se estudian los trámites de audiencia e información públicas y la consulta pública previa, así como el papel de los órganos de asesoramiento independientes en la incorporación del conocimiento experto. El artículo dedica especial atención a la creciente exigencia de motivación de las normas, tanto a través de la memoria de análisis de impacto normativo ("**MAIN**") como de la jurisprudencia que ha establecido una obligación general de motivación. Finalmente, se aborda la evaluación ex post de las normas, señalando sus limitaciones actuales. El trabajo concluye que la calidad normativa constituye una alternativa equilibrada entre el derrotismo y el triunfalismo, siendo necesario fomentar estos principios para afrontar los grandes retos regulatorios contemporáneos.

Abstract: This article examines the incorporation of the principles of *better regulation* into the Spanish legal system and their implementation through various instruments and techniques within the rule-making procedure. It addresses four fundamental pillars: the participation of all relevant stakeholders, the integration of expert knowledge, the justification of regulatory measures, and their evaluation. Regarding participation, the analysis focuses on the procedures of public hearing and public information, as well as the prior public consultation, together with the role played by independent advisory bodies in bringing expert knowledge into the process. The article devotes particular attention to the growing requirement to provide adequate justification for regulations, both through the Regulatory Impact Assessment Report (*Memoria de Análisis de Impacto Normativo*, MAIN) and through case law that has established a general duty to give reasons. Finally, it considers the ex post evaluation of regulations, highlighting its current shortcomings. The article concludes that regulatory quality represents a balanced alternative between defeatism and triumphalism, and stresses the need to strengthen these principles in order to address contemporary regulatory challenges.



Palabras clave: *Better regulation*, calidad normativa, procedimiento de elaboración de normas, participación pública, consulta pública previa, conocimiento experto, motivación de normas, memoria de análisis de impacto normativo ("**MAIN**"), evaluación ex post, principios de buena regulación.

Key words: *Better regulation*, regulatory quality, rule-making procedure, public participation, prior public consultation, expert knowledge, regulatory justification, Regulatory Impact Assessment Report ("**MAIN**"), ex post evaluation, principles of good regulation.

La calidad normativa como respuesta a los retos regulatorios contemporáneos

I. *Better regulation* y los principios de buena regulación

Desde la Antigüedad clásica, la aprobación de leyes y la toma de grandes decisiones han estado fuertemente reguladas. Un trámite decisivo, por supuesto, era escuchar la opinión de un prestigioso y relevante sector: los dioses. En Grecia, y de forma aún más formalizada en Roma, los mensajes divinos debían recogerse y tenerse en cuenta antes de adoptarlas. Colegios de augures, sibilas y sacerdotes auxiliaban a los gobernantes en la interpretación de sus ambiguos y desconcertantes mensajes emitidos a través del vuelo de las aves, las vísceras de los animales, los fenómenos atmosféricos, los sueños y las visiones. Todos ellos, pertenecientes de forma ordinaria a las élites senatoriales, se aseguraban no solo de dotar a esas decisiones del carácter ritual y transcendente exigido por sociedades fuertemente religiosas, sino también de que ningún elemento económico, social o estratégico relevante fuera ignorado¹.

En la Europa del siglo XXI ya no se consulta a los dioses, pero del impulso de la agenda de la *better regulation* en la Unión Europea, el esfuerzo de modernización de la producción normativa en sus instituciones, se han introducido unos principios rectores que persiguen combinar los principios democráticos e inclusivos que la informan con la eficacia y eficiencia que exige un entorno internacional fuertemente competitivo².

En España, estas directrices estratégicas se han incorporado en los principios de buena regulación recogidos con carácter básico³ en el art. 129 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas: necesidad, eficacia, proporcionalidad, seguridad jurídica, transparencia y eficiencia.

Estos principios se despliegan en el procedimiento de elaboración de normas jurídicas a través de distintos tipos de técnicas e instrumentos: la participación de todos los actores relevantes en su elaboración, la incorporación de conocimiento experto, así como su motivación y evaluación.

1 Sobre el papel de los augurios y los auspicios en Grecia y Roma, véanse Arena, V., "Cicero, the Augures, and the Commonwealth in De Legibus", en Beltrao da Rosa, C., y Santangelo, F. (eds.), *Cicero and Roman Religion. Eight Studies*, Stuttgart, Germany: Franz Steiner Verlag, 2020, pp. 23-44; y García de la Fuente, O., "La observación de las aves en Roma", en *Helmantica: Revista de Filología Clásica y Hebrea* n.º 73-75, 1973, pp. 135-57.

2 Véanse la Comunicación de la Comisión Europea al Consejo y al Parlamento Europeo, denominada "Legislar mejor para potenciar el crecimiento y el empleo en la Unión Europea", de 16 de marzo de 2005, el "Paquete de mejora normativa" (*Better regulation package*), aprobado el 19 de mayo de 2015, y la "Guía y caja de herramientas" de la *better regulation* (https://commission.europa.eu/law/law-making-process/better-regulation/better-regulation-guidelines-and-toolbox/better-regulation-toolbox_en).

3 La sentencia del Tribunal Constitucional 55/2018, de 24 de mayo, despojó de su carácter básico a gran parte de los artículos del Título VI de dicha ley ("De la iniciativa legislativa y de la potestad para dictar reglamentos y otras disposiciones"), salvo los párrafos segundo y tercero del apartado 4 del art. 129, y salvo los párrafos segundo y tercero del apartado 4 del art. 133. No obstante, la mayoría de las administraciones públicas han adoptado miméticamente una regulación similar a la de la Administración General del Estado, la aplican de forma supletoria o, con diferencias terminológicas, han establecido sistemas similares. Sobre esta sentencia y sus efectos, véase Díaz González, G.M., "Las competencias exclusivas del Estado ex artículo 149.1.18.ª de la Constitución y la disciplina de la producción normativa. Sobre la inconstitucionalidad parcial de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas (STC 55/2018, de 24 de mayo)", en *Revista de Estudios de la Administración Local y Autonómica: Nueva Época* n.º 10, 2018, pp. 80-95; y Prieto, C., "La mejora regulatoria en el ámbito de las entidades locales", en *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, n.º 907, 2019, pp. 131-44.

II. Participación

1. Audiencia e información públicas

El más consolidado de estos mecanismos es el trámite de audiencia e información públicas (art. 132.2 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas). La regulación de esta institución ha acabado con antiguas y bizantinas discusiones sobre qué ciudadanos y organizaciones deben ser consultados sobre el texto de los proyectos normativos en tramitación. Excepto un número restringido de materias (normas organizativas y presupuestarias), todos los proyectos normativos deben publicarse ahora en las páginas web de las distintas administraciones públicas; sin perjuicio de la posibilidad de consultar algunos directamente o a través de su participación en órganos consultivos, debe otorgarse a todos los ciudadanos, organizaciones y empresas un plazo para presentar las observaciones y sugerencias que estimen pertinentes sobre ellos.

La jurisprudencia es rigurosa a la hora de exigir la correcta y efectiva realización de este trámite, no permite su sustitución por métodos de participación alternativos⁴ y establece la nulidad de pleno derecho de las normas que prescindan inadecuadamente de él. Sin embargo, no ha sido formalista hasta ahora sobre la necesidad de repetirlo cuando se producen cambios durante la tramitación de un proyecto normativo. Entiende que la finalidad del procedimiento de elaboración de normas jurídicas es perfeccionar los proyectos normativos e introducir mejoras en él, sin entrar en un bucle interminable de repetición de trámites. Solo cuando se introduce una modificación “sustancial” en un texto normativo se exige su repetición⁵, aunque el Tribunal Supremo es muy exigente para apreciar la concurrencia de este carácter y solo en supuestos muy claros la ha considerado preceptiva⁶.

4 Estableciendo, por ejemplo, “sin que se pueda entender subsanada tal omisión por el mero hecho de que la recurrente dispusiera de un trámite de audiencia ante el Consejo de Estado” (sentencia del Tribunal Supremo 3675/2025, de 16 de julio. (ECLI:ES:TS:2025:3675). J, FJ 5.º: el Colegio General de Colegios Oficiales de Médicos interpuso recurso contencioso-administrativo contra el Real Decreto 435/2024, de 30 de abril, por el que se modifica el Real Decreto 472/2021, de 29 de junio, por el que se incorpora al ordenamiento jurídico español la Directiva (UE) 2018/958, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de junio de 2018, relativa al test de proporcionalidad antes de adoptar nuevas regulaciones de profesiones.

5 El Tribunal Supremo sí que ha considerado sustanciales los cambios y ha anulado los reglamentos por omisión del trámite de audiencia e información pública en las siguientes sentencias:

- Sentencia del Tribunal Supremo 519/2025, de 6 de mayo (ECLI:ES:TS:2025:1900): Equifax Ibérica S.L. contra la Orden ETD/699/2020, de 24 de julio, de regulación del crédito revolvente y por la que se modifica la Orden ECO/697/2004, de 11 de marzo, sobre la Central de Información de Riesgos, la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios, y la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.
- Sentencia del Tribunal Supremo 1262/2013, de 16 de octubre (ECLI:ES:TS:2023:4287): Universidad de Navarra contra el Real Decreto 589/2022, de 19 de julio, por el que se regulan la formación transversal de las especialidades en Ciencias de la Salud, el procedimiento y criterios para la propuesta de un nuevo título de especialista en Ciencias de la Salud [...].
- Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid 446/2020, de 27 de julio (ECLI: TSJM:2020:8151), y auto del Tribunal Supremo de 29 de abril de 2021 (ECLI: ES:TS:2021:5429): Partido Popular contra la Ordenanza de Movilidad Sostenible del Ayuntamiento de Madrid (5 de diciembre de 2018) [Caso “Madrid Central”].

6 Así, por ejemplo, el Tribunal Supremo no ha considerado sustanciales las modificaciones que se describen en las siguientes sentencias:

- Sentencia del Tribunal Supremo 1208/2022, de 29 de septiembre (ECLI:ES:TS:2022:3497): Federación Profesional del Taxi de Madrid contra el Decreto 35/2019, de 9 de abril, del Consejo de Gobierno de la Comunidad de Madrid, por el que se modifica el Reglamento de los Servicios de Transporte Público Urbano en Automóviles de Turismo, aprobado por Decreto 74/2005, de 28 de julio.
- Sentencia del Tribunal Supremo 1480/2020, de 10 de noviembre (ECLI:ES:TS:2020:3630): Colegios Oficiales de Enfermería de España contra el Real Decreto 1302/2018, de 22 de octubre, por el que se modifica el Real Decreto 954/2015, de 23 de octubre, que regula la indicación, uso y autorización de dispensación de medicamentos y productos sanitarios de uso humano por parte de los enfermeros.
- Sentencia del Tribunal Supremo 611/2020, de 28 de mayo (ECLI:ES:TS:2020:1231): NEDGIA, S.A. contra la Orden

2. Consulta pública previa

Otra institución, más novedosa, que persigue profundizar la participación pública en los proyectos normativos es la consulta pública previa (art. 132.1 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre): es un trámite inicial mediante el cual la administración competente recaba la opinión de ciudadanos y organizaciones antes incluso de elaborar un proyecto de ley o reglamento. Su finalidad es identificar de forma temprana los problemas que se pretenden abordar, valorar posibles alternativas regulatorias y conocer las aportaciones de los potenciales afectados incluso antes de redactar un borrador normativo.

Este mecanismo previo de participación, que puede omitirse en un gran número de supuestos (impacto significativo en la actividad económica, si no se imponen obligaciones relevantes a los destinatarios o que regule aspectos parciales de una materia) está claramente aún en período de consolidación en España, aunque el Tribunal Supremo, muy dividido en este asunto, ha comenzado a considerar la omisión improcedente de este trámite como un defecto esencial que implica la nulidad de los proyectos reglamentarios que han omitido ilegalmente este trámite⁷.

III. Conocimiento experto

Además de fomentar la participación general de ciudadanos, organizaciones y empresas, el impulso modernizador del procedimiento normativo intenta asegurar que el conocimiento de los expertos se tenga en cuenta a la hora de elaborar los textos normativos.

El principal impulso a la obligatoria participación de órganos de asesoramiento independientes, con un matiz en este caso predominantemente jurídico, proviene del incremento de la importancia de la participación del Consejo de Estado y de los consejos consultivos autonómicos análogos. Así, de forma progresiva, la jurisprudencia ha ido incrementado el tipo y número de proyectos en los que su dictamen es preceptivo, principalmente, ampliando el alcance del concepto de reglamento ejecutivo y reduciendo el de reglamento organizativo. De forma paralela, establece de forma muy rigurosa la nulidad de pleno derecho de los reglamentos que lo omiten de forma improcedente⁸.

Aunque los efectos de su omisión no son tan graves, todas las administraciones públicas han constituido una tupida red de órganos consultivos que, con un carácter tanto representativo

ETU/1283/2017, de 22 de diciembre, por la que se establecen los peajes y cánones asociados al acceso de terceros a las instalaciones gasistas y la retribución de las actividades reguladas para el año 2018.

⁷ Véanse al respecto las sentencias:

- Sentencia del Tribunal Supremo 1182/2022, de 22 de septiembre (ECLI:ES:TS:2022:3403): Confederación Nacional de la Construcción contra el Real Decreto 855/2021, de 5 de octubre, por el que se modifica el Estatuto de la Entidad Pública Empresarial de Suelo (SEPEs), aprobado por Real Decreto 1525/1999, de 1 de octubre.
- Sentencia del Tribunal Supremo 150/2024, de 31 de enero (ECLI: ES:TS:2024:481), y Sentencia del Tribunal Supremo 931/2024, de 28 de mayo (ECLI: ES:TS:2024:2835): Plataforma de Afectados por el Deslinde de Costa Formentera» contra el Real Decreto 668/2022, de 1 de agosto, por el que se modifica el Reglamento General de Costas, aprobado por Real Decreto 876/2014, de 10 de octubre.

⁸ Véanse, al respecto: Quereda Sabater, J., "Reglamentos ejecutivos e independientes, ¿una distinción obsoleta para determinar la intervención del Consejo de Estado?", en *Eunomia: Revista en Cultura de la Legalidad*, n.º 21, 2021, pp. 37-70; Granado Hijelmo, I., "Los Altos Órganos Consultivos y la calidad de las normas", en *Revista Española de la Función Consultiva* n.º 6, 2006, pp. 181-208; y Caverio Lataillade, Í., "La alta función consultiva Consejo de Estado y órganos consultivos semejantes de las Comunidades Autónomas. Perspectiva actual y de futuro", en *Constitución y el nuevo diseño de las administraciones estatal y autonómica*, 1998, pp. 589-602.

como técnico, persiguen que el conocimiento técnico-práctico de los distintos sectores de la sociedad y la economía pueda incorporarse a los proyectos normativos.

Así, en la Administración General del Estado, por ejemplo, y en relación con los proyectos que sectorialmente le afectan, deben ser consultados, por ejemplo, la Comisión Nacional del Mercado y la Competencia, el Consejo General del Poder Judicial, el Consejo Económico y Social, el Consejo Escolar del Estado, el Consejo Universitario, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, el Consejo Asesor de Medio Ambiente, el Consejo Estatal de Participación de la Mujer... Las comunidades autónomas, e incluso los ayuntamientos más importantes, se han dotado de redes igualmente tupidas de órganos sectoriales que deben ser consultados en la elaboración de sus normas jurídicas.

Dentro del impulso de la incorporación de conocimiento experto puede mencionarse también la creación en distintas administraciones de oficinas de calidad normativa y otras unidades internas especializadas en calidad normativa⁹, pese a que el Tribunal Supremo ha establecido recientemente el carácter no invalidante de la omisión del informe de dicha oficina de la Administración General del Estado¹⁰.

IV. Motivación

El tercer gran mecanismo de mejora regulatoria procedente del impulso de la *better regulation* es la creciente exigencia de motivación de las normas jurídicas. Se trata de determinar con claridad cuáles son sus objetivos, discernir de forma racional, entre las posibles vías alternativas de actuación, cuál es la mejor vía para alcanzarlos, e intentar prever de forma racional qué colectivos se verán afectados y cuáles serán sus efectos sobre cada uno de ellos. Se trata, en suma, de proyectar hacia el futuro el procedimiento de elaboración de las normas.

1. La evaluación *ex ante* y la memoria de análisis de impacto normativo

La legislación vigente ha ido progresivamente estableciendo la obligatoriedad de la evaluación *ex ante* del impacto de las normas que se pretende aprobar en algunos aspectos fundamentales de estas: sus efectos económicos y presupuestarios¹¹, en la competencia y la unidad de mercado¹², y la evaluación de su impacto por razón de género¹³.

Este conjunto de evaluaciones de impacto se articulaba, en las distintas administraciones públicas, a través de distintas memorias y documentos adjuntos a los proyectos normativos.

9 Véase Sánchez Puente, R., Bueno Rodríguez, F., y García Vidal, A., "La evaluación *ex ante*. Una visión de la Oficina de Coordinación y Calidad Normativa", en *ICE, Revista de Economía*, n.º 907, 2019, pp. 23-36.

10 Véase, al respecto, la sentencia del Tribunal Supremo 3675/2025, de 16 de julio (ECLI:ES:TS:2025:3675): Colegio General de Colegios Oficiales de Médicos contra el Real Decreto 435/2024, de 30 de abril, por el que se modifica el Real Decreto 472/2021, de 29 de junio, por el que se incorpora al ordenamiento jurídico español la Directiva (UE) 2018/958, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de junio de 2018, relativa al test de proporcionalidad antes de adoptar nuevas regulaciones de profesiones.

11 Véase el art. 7 de la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.

12 Véase el art. 5 de la Ley 20/2013, de 9 de diciembre, de garantía de la unidad de mercado.

13 Véase el art. 19 de la Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres.

En la Administración General del Estado, y en otras administraciones autonómicas y locales de forma análoga, se ha introducido la obligación de agrupar en un solo documento este conjunto de análisis de impacto *ex ante*: la memoria de análisis de impacto normativo (“MAIN”)¹⁴.

Este documento no solo incluye la exigencia de agrupar el conjunto de esos análisis de impacto (y otros nuevos que se incluyen en esas exigencias de evaluación: análisis de las cargas administrativas, de los medios electrónicos disponibles, Test PYME...), sino que recoge y unifica la información relativa al proyecto normativo desde su inicio hasta su finalización. Recoge también la planificación de su tramitación, por lo que debe actualizarse a medida que esta avanza, dejando constancia, especialmente, de los informes solicitados y las consultas realizadas, y del reflejo de estos en su texto. Por lo tanto, habrá versiones sucesivas de la MAIN a medida que avanza la tramitación¹⁵.

La calidad de las distintas MAIN elaboradas y publicadas y de las evaluaciones de impacto *ex ante* que contienen es muy variable y desigual, y con demasiada frecuencia tienen una redacción apresurada y poco profunda, con la clara intención de dar meramente cumplimiento formal a la obligación de su elaboración, como documentos a veces de carácter puramente ritual¹⁶.

2. Exigencia de motivación por los tribunales: la obligación general de motivación

En cualquier caso, también es indudable que, en términos generales, se ha incrementado en los últimos años la calidad de las MAIN y la motivación de los proyectos normativos. A esa mejora ha contribuido, sin lugar a dudas, la actuación de los juzgados y tribunales contencioso-administrativos: la anulación de numerosas normas por considerar insuficiente o inexistente su motivación se ha convertido, junto con la omisión de la información y audiencia públicas y el dictamen del Consejo de Estado, en el principal motivo de anulación de normas jurídicas¹⁷.

14 Entre la normativa más relevante sobre la MAIN, deben citarse: el art. 26 de la Ley 50/1997, de 27 de noviembre, del Gobierno; el Real Decreto 931/2017, de 27 de octubre, por el que se regula la Memoria del Análisis de Impacto Normativo [Administración General del Estado]; los arts. 6 y 7 del Decreto 52/2021, de 24 de marzo, del Consejo de Gobierno, por el que se regula y simplifica el procedimiento de elaboración de las disposiciones normativas de carácter general en la Comunidad de Madrid [Comunidad de Madrid]; el art. 45 de la Ley 6/2006, de 24 de octubre, del Gobierno de la Comunidad Autónoma de Andalucía, y el art. 7.bis del Decreto 622/2019, de 27 de diciembre, de administración electrónica, simplificación de procedimientos y racionalización organizativa de la Junta de Andalucía (tras la modificación realizada por el Decreto-ley 3/2024, de 6 de febrero) [Andalucía]; y el Acuerdo de 3 de mayo de 2018, de la Junta de Gobierno de la Ciudad de Madrid, por el que se aprobaron las Directrices sobre la Memoria de Análisis de Impacto Normativo y la Evaluación Normativa [Ayuntamiento de Madrid].

15 Frente a la consolidada y encomiable práctica de publicar la MAIN junto con el proyecto normativo en el trámite de información y audiencia pública, el Tribunal Supremo ha afirmado recientemente que esta publicación no es preceptiva en la Administración General del Estado. Véase al respecto la sentencia del Tribunal Supremo 3675/2025, de 16 de julio (ECLI:ES:TS:2025:3675): Colegio General de Colegios Oficiales de Médicos contra el Real Decreto 435/2024, de 30 de abril, por el que se modifica el Real Decreto 472/2021, de 29 de junio, por el que se incorpora al ordenamiento jurídico español la Directiva (UE) 2018/958, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de junio de 2018, relativa al test de proporcionalidad antes de adoptar nuevas regulaciones de profesiones.

16 Por ejemplo, respecto a las limitaciones de las evaluaciones de impacto de género, véase Canals Ametller, D. (dir.), *La evaluación de impacto normativo por razón de género: su aplicación efectiva en las instituciones europeas y en España*. Centro de Estudios Políticos y Constitucionales, 2020.

17 Véanse, entre otras sentencias que anulan normas jurídicas por su insuficiente motivación:

- Sentencia del Tribunal Supremo 4261/2025, de 29 de septiembre (ECLI:ES:TS:2025:4261): Asociación de Empresas de Servicios para la Dependencia contra el Real Decreto 893/2024, de 10 de septiembre, por el que se regula la protección de la seguridad y la salud en el ámbito del servicio del hogar familiar.
- Sentencia del Tribunal Supremo 2569/2016, de 12 de diciembre (ECLI: ES:TS:2016:5372): Sociedad Española de Inmunología contra el Real Decreto 639/2014, de 25 de julio, por el que se regula la troncalidad, la reespecialización troncal y las áreas de capacitación específica, se establecen las normas aplicables a las pruebas anuales de acceso a plazas de formación y otros aspectos del sistema de formación sanitaria especializada en Ciencias de la Salud, y se crean y modifican determinados títulos de especialista.

La aplicación de estos criterios es, en realidad, muy desigual, ya que se ha confirmado también la validez de muchas normas con requisitos muchos menos exigentes¹⁸. Si se sometieran todas las normas jurídicas a los mismos estándares de motivación que los tribunales de superiores de justicia y el Tribunal Supremo están aplicando a la regulación de las zonas de bajas emisiones¹⁹, pocas sobrevivirían²⁰.

Aunque quizás, especialmente desde el punto de vista de los impulsores de las normas jurídicas, se echan de menos unos criterios homogéneos para determinar la profundidad de la motivación que se exige a para su elaboración, es indudable que los tribunales analizan ya rutinariamente la calidad de la motivación de las normas y han superado el tradicional formalismo que solo permitía su anulación por infracciones procedimentales: aprecian ya incluso una

-
- Sentencia del Tribunal Supremo 640/2024, de 16 de abril, (ECLI: ES:TS:2024:2104): Colegio de Procuradores de los Tribunales de Barcelona contra el Real Decreto 307/2022, de 3 de mayo, por el que se modifica el Real Decreto 1373/2003, de 7 de noviembre, por el que se aprueba el arancel de derechos de los procuradores de los tribunales.
 - Sentencia del Tribunal Supremo 407/2023, de 17 de diciembre (ECLI:ES:TS:2024:6114): Consejo General de Procuradores de España contra el Real Decreto 64/2023, que regula el acceso a las profesiones de la Abogacía y la Procura.

18 El Tribunal Supremo ha considerado suficiente la motivación de las normas analizadas, por ejemplo, en las siguientes sentencias:

- Sentencia del Tribunal Supremo 915/2024 de 27 de mayo (ECLI: ES:TS:2024:2889); STS 1062/2024 de 14 Jun (ECLI: ES:TS:2024:3353): Generalitat Catalunya, Consejo General de Colegio Oficiales de Biólogos contra el Real Decreto 1051/2022, de 27 de diciembre, por el que se establecen normas para la nutrición sostenible en los suelos agrarios.
- Sentencia del Tribunal Supremo 306/2024, de 26 de febrero (ECLI: ES:TS:2024:960): Colegio Oficial de Ingenieros de Montes, Ingenieros de Minas e Ingenieros Agrónomos contra el Real Decreto 187/2023, de 21 de marzo, por el que se modifica el Real Decreto 860/2010, de 2 de julio, por el que se regulan las condiciones de formación inicial del profesorado de los centros privados para ejercer la docencia en las enseñanzas de Educación Secundaria Obligatoria o de Bachillerato.
- Sentencia del Tribunal Supremo 527/2024, de 2 de abril (ECLI: ES:TS:2024:1922); y Sentencia del Tribunal Supremo 671/2024, de 19 de abril (ECLI: ES:TS:2024:2113): Liga Nacional de Fútbol Profesional y Asociación Española de Juego Digital contra el Real Decreto 958/2020, de 3 de noviembre, de comunicaciones comerciales de las actividades de juego.
- Sentencia del Tribunal Supremo 1248/2024, de 11 de julio (ECLI: ES:TS:2024:3779): Plataforma en Defensa de la Pesca y de los Ecosistemas Marinos contra el Real Decreto 150/2023, de 28 de febrero, por el que se aprueban los planes de ordenación del espacio marítimo de las cinco demarcaciones marinas españolas.
- Sentencia del Tribunal Supremo 414/2022, de 4 de abril (ECLI: ES:TS:2022:1365): Asociación Nacional del Arma contra el Real Decreto 726/2020, de 4 de agosto, por el que se modifica el Reglamento de Armas.
- Sentencia del Tribunal Supremo 904/2023, de 3 de julio (ECLI: ES:TS:2023:3088): Fundación Montescola contra el Real Decreto 1159/2021, de 28 de diciembre, por el que se modifica el Real Decreto 907/2007, de 6 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de la Planificación Hidrológica.
- Sentencia del Tribunal Supremo 824/2020, 18 de junio, (ECLI: ES:TS:2020:1800): EDP España S.A.U. contra la Orden ETU/66/2018, de 26 de enero, por la que se fijan los tributos y recargos considerados a efectos de los suplementos territoriales y se desarrolla el mecanismo para obtener la información necesaria para la fijación de los suplementos territoriales en relación con los peajes de acceso de energía eléctrica correspondientes al ejercicio 2013.

19 Véanse, al respecto, las siguientes anulaciones de zonas de bajas emisiones por su insuficiente motivación:

- Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Cataluña 972/2022, de 21 de marzo (ECLI: ES:TSJCAT:2022:1574); sentencia del Tribunal Supremo 1372/2023, de 2 de noviembre (ECLI: ES:TS:2023:4853); y sentencia del Tribunal Supremo 330/2024, de 28 de febrero (ECLI: ES:TS:2024:1602): Federación Catalana de Transporte, Asociación de Transportistas Agrupados Condal y otros contra la Ordenanza de restricción de la circulación de determinados vehículos en la ciudad de Barcelona (20 de diciembre de 2019).
- Sentencias del Tribunal Superior de Justicia de Cataluña 1264, 1272 y 1281/2024, de 17 de abril: anulación de las Ordenanzas L'Hospitalet del Llobregat, Esplugues de Llobregat y Sant Adrià del Besós.
- Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid 446/2020, de 27 de julio (ECLI: TSJM:2020:8151); y auto del Tribunal Supremo de 29 de abril (ECLI: ES:TS:2021:5429): Partido Popular contra la Ordenanza de Movilidad Sostenible del Ayuntamiento de Madrid (5 de diciembre de 2018).
- Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid 405/2024, de 17 de septiembre: VOX contra la Ordenanza de Movilidad Sostenible del Ayuntamiento de Madrid (13 de septiembre de 2021).
- Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Castilla y León 99/2025, de 16 de mayo (ECLI:ES:TSJCL:2025:1779): Asociación "LIBERUM" contra la Ordenanza reguladora de la Zona de Bajas Emisiones en Segovia.

20 En este sentido, véase Calvo García, J., "Aplicación desproporcionada del principio de proporcionalidad en la regulación de las zonas de bajas emisiones", en *Acento Local* <https://www.gobiernolocal.org/acento-local/autor-post/javier-calvo-garcia/>; y Calvo García, J., "Y ahora, Segovia: urge simplificar el establecimiento de las zonas de bajas emisiones", en *Acento Local*, <https://www.gobiernolocal.org/acento-local/y-ahora-segovia-urge-simplificar-el-establecimiento-de-las-zonas-de-bajas-emisiones/>.

obligación general de motivar las normas jurídicas, sin necesidad de un precepto legal expreso que así lo exija en cada materia u ámbito concreto²¹.

Los redactores de normas jurídicas deben ser conscientes ya, por lo tanto, de que una norma mejor motivada (justificada con datos de origen determinado, actualizados y relevantes, con informes sólidos, internos y externos, y un procedimiento de participación robusto) no solo tiene mayor probabilidad de ser eficaz y socialmente útil, sino que también tiene menor probabilidad de ser anulada en los tribunales.

V. Evaluación *ex post*

Aunque existen, por supuesto, buenas evaluaciones²², más allá de manifestaciones generales y grandilocuentes sobre la necesidad de evaluar y revisar el efecto de la aplicación de las leyes²³ y reglamentos una vez aprobados, lo cierto es que estas evaluaciones brillan, por lo general, por su ausencia, o tienen un carácter meramente formal, retórico o triunfalista²⁴. Esto puede decirse tanto de las administraciones en las que se establece formalmente la obligación de evaluar todas sus normas jurídicas o cuando esta obligación se limita a las incluidas en un determinado plan de evaluación.

Aunque su dificultad técnica y el estado de fuerte polarización política en el que se desenvuelve la acción normativa lo explican en parte, no deja de ser ilustrativo del estado de la evaluación normativa, de las políticas públicas y de nuestra cultura político-administrativa que no suscite escándalo que no se realice una evaluación sistemática, participativa y pública de las normas jurídicas y las políticas que ejecutan, al menos de las más relevantes.

VI. La calidad normativa como alternativa al derrotismo y al triunfalismo

Tampoco son alentadores los bajos niveles de cumplimiento de los planes normativos publicados por las distintas administraciones públicas²⁵, y se constata en los informes de las que publican sus preceptivos informes de seguimiento (otras ni siquiera lo hacen) que un gran

21 Sobre esta obligación general de motivación de las normas jurídicas, véase la sentencia del tribunal Supremo 1372/2023, de 2 de noviembre (ECLI: ES:TS:2023:4853), sobre la Ordenanza de restricción de la circulación de determinados vehículos en la ciudad de Barcelona.

22 Véanse, por ejemplo, las distintas evaluaciones del Sistema para la Autonomía y Atención a la Dependencia: <https://im-sero.es/informe-de-evaluacion-del-saad>. Los repositorios en línea de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal y de la Comisión Nacional del Mercado y la Competencia, entre otras instituciones, permiten el acceso a muchos análisis interesantes.

23 Véanse, por ejemplo, el art. 130 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas; y el art. 11.3 de la Ley 6/2022, de 29 de junio, de Mercado Abierto de la Comunidad de Madrid.

24 Véase, en este sentido, de Montalvo Jääskeläinen, F., "Evaluación de un lustro de evaluación *ex post* de las normas", en *Revista de las Cortes Generales* n.º 115, primer semestre, 2023, pp. 191-218.

25 Entre la normativa más relevante sobre la planificación normativa, deben citarse: el art. 25 de la Ley 50/1997, de 27 de noviembre, del Gobierno; el Real Decreto 286/2017, de 24 de marzo, por el que se regulan el Plan Anual Normativo y el Informe Anual de Evaluación Normativa de la Administración General del Estado y se crea la Junta de Planificación y Evaluación Normativa[AGE]; y los arts. 6 y 7 del Decreto 52/2021, de 24 de marzo, del Consejo de Gobierno, por el que se regula y simplifica el procedimiento de elaboración de las disposiciones normativas de carácter general en la Comunidad de Madrid [Comunidad de Madrid].

número de normas que se preveía aprobar nunca llegan a esa fase, y que no están previstas en dichos planes un gran número de las que finalmente se aprueban²⁶.

También es necesario ser consciente de que, actualmente, la aplicación de los principios de buena regulación a los procedimientos de elaboración de leyes es mucho menos rigurosa que en los reglamentarios. Esto se explica por respeto al principio de soberanía popular, a la que no pueden imponerse trámites ni consultas, pero resulta paradójico que los textos normativos de mayor importancia puedan realizarse en mayor medida sin esos procedimientos que tienden a facilitar su acierto.

Es, en suma, fácil caer en el pesimismo y el cinismo con la aprobación demasiado frecuente de leyes y reglamentos grandilocuentes, mal redactados, mal motivados y mal financiados. Se ha acuñado en España precisamente el concepto de “normas perversas”: una norma jurídica generalmente incumplida y generalmente inaplicada, pero para la que se exige su cumplimiento²⁷.

Pero es necesario tener en cuenta también que ha habido grandes éxitos de la acción normativa en España, en los que la ley y su desarrollo reglamentario han servido como espoleta para indudables avances: la Ley 30/1979, de 27 de octubre, sobre extracción y trasplante de órganos²⁸, base del “modelo español” de donación y trasplantes, las leyes antitabaco (Ley 28/2005, de 26 de diciembre, de medidas sanitarias frente al tabaquismo, y Ley 42/2010, de 30 de diciembre, por la que se modifica la Ley 28/2005, de 26 de diciembre²⁹, o el permiso por puntos (Real Decreto 62/2006, de 27 de enero, por el que se modifica el Reglamento General de Conductores, aprobado por Real Decreto 772/1997, de 30 de mayo³⁰).

La consecución de los objetivos de la mayoría de las leyes y las normas jurídicas normalmente cae en un punto intermedio entre el éxito rotundo y el fracaso manifiesto: es un proceso lento, lleno de alternativas, errores y rectificaciones, enfrentamientos y diálogos.

El grado de éxito que se obtenga en la regulación de los grandes retos a los que nos enfrentamos (cambio climático, envejecimiento de la población, mejora de la competitividad de las empresas y del poder adquisitivo de las familias, acceso a la vivienda, inmigración y emigración...) dependerá, en parte, de su elaboración e implementación conforme a los principios de calidad normativa que hemos enunciado. Es necesario fomentar la participación de los actores implicados y de aquellos con conocimiento especializado, motivar de forma solvente las normas jurídicas y evaluar los resultados de su aplicación³¹.

26 Véase en: https://transparencia.gob.es/content/dam/transparencia_home/publicidadactiva/normativa/pan2025/PAN2025PT.pdf.

27 Véanse Fernández-Dols, J.M., “Norma perversa: Hipótesis teóricas”, en *Psicothema* n.º 5 (Supl.), 1993, pp. 91-101; y Fernández-Dols, J.M., “De los efectos perversos de las normas emocionalmente seductoras. casos históricos y actuales”, en *Revista Catalana de Dret Públic* n.º 64, 2022, pp. 22-36.

28 Véanse Rafael Matesanz, R. (ed.), *El modelo español de coordinación y trasplantes*, 2.ª ed., Aula Médica, 2008; y Elizalde, J., y Lorente, M., “Coordinación y donación”, en *Anales del Sistema Sanitario de Navarra* n.º 29 (Supl. 2), 2006, pp. 35-43.

29 Véanse Córdoba-García, R., “Catorce años de ley de control del tabaco en España. Situación actual y propuestas”, en *Atención Primaria* n.º 52(8), 2020, pp. 563-9; y Galán, I., Simón, L., Boldo, E., et al., “Impacto de la ley de medidas sanitarias frente al tabaquismo en las hospitalizaciones por enfermedad cardiovascular”, en *Revista Española de Cardiología* n.º 9, 2018, pp. 726-34.

30 Véanse Adam Morell, A., “Balance de la influencia del permiso de conducción por puntos en la morbilidad de los accidentes de tráfico en España”, en *Gaceta Internacional de Ciencias Forenses* n.º 3, 2012, pp. 13-8.

31 Sobre la relación entre la calidad normativa y la buena gobernanza, véanse Montoro i Chiner, M.J., “La sociedad requiere normas útiles. El esfuerzo por mejorar la legislación tras la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas. ¿Principios, reglas y directrices de técnica legislativa o núcleo ese?”, en *Revista Española de Derecho Administrativo* n.º 182, 2017, pp. 27-57; Villoria Mendieta, M., “La transparencia, la imparcialidad y la calidad de la democracia”, en *Dilemata* n.º 27, 2018, pp. 1-16; y Quereda Sabater, J. *Mejora de la calidad normativa y ampliación de*

En cualquier caso, es necesario no depositar esperanzas desaforadas en cada ley y en cada proyecto reglamentario. El derecho y las normas jurídicas no dejan de ser un mecanismo más, aunque de indudable importancia, para modificar o sostener normas y estructuras sociales³². Las “buenas leyes” no consiguen por sí mismas avances sociales y económicos, pero sí son signos de la existencia de buena gobernanza y de la existencia de una cultura político-administrativa que los facilita y promueve.

la intervención del Consejo de Estado: A propósito del concepto de reglamento ejecutivo, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid, 2021

32 Sobre los riesgos de mitificar las leyes como instrumento de cambio social véase Zapatero Gómez, V., “El club de los Nomófilos”, en *Cuadernos de derecho público* n.º 3, 1998, pp. 61-96.

NÚM. 14

Estudios

REVISTA JURÍDICA PÉREZ-LLORCA

Diciembre 2025

Nuestros “Estudios” son investigaciones detalladas en las que se abordan cuestiones jurídicas complejas desde una perspectiva teórica y doctrinal. Esta combinación única asegura que, mientras se mantiene un alto nivel de rigor académico, los temas se abordan con un entendimiento real de sus aplicaciones y desafíos en el mundo profesional, ofreciendo así una enriquecedora interacción entre teoría y práctica.

Los acuerdos de promotores: la ordenación de intereses privados desde la regulación para el desarrollo de infraestructuras comunes

Belén Wert

Asociada de Pérez-Llorca

DERECHO ADMINISTRATIVO

MADRID

Amin Mellouk

Asociado de Pérez-Llorca

DERECHO ADMINISTRATIVO

MADRID

| | | |
|-------------|---|-----------|
| I. | Introducción | 24 |
| II. | Exigencia de acuerdo de promotores en el trámite administrativo: el consenso privado como medio de obtención de permisos | 26 |
| | 1. Impulso de las infraestructuras compartidas como vector del desarrollo de las renovables | 26 |
| | 2. Lógica económica de las infraestructuras comunes | 28 |
| | 3. Análisis del art. 123 del RD 1955/2000 | 30 |
| III. | La ordenación de las infraestructuras comunes | 30 |
| | 1. La gestión y configuración de los acuerdos entre promotores para la gestión de infraestructuras comunes | 30 |
| | 2. Impacto del acuerdo de promotores en la gestión de proyectos y obtención de permisos de acceso y conexión | 32 |
| IV. | Mecanismo ante la conflictividad derivada de los acuerdos de promotores | 34 |
| | 1. El papel de la CNMC en la resolución de las controversias y su falta de pronunciamiento en materia de ordenación de infraestructuras compartidas | 34 |
| | 2. Menciona a los mecanismos de resolución de conflictos en los acuerdos de promotores | 37 |
| | 3. El apagón del 28 de abril y su trascendencia en la gobernanza de infraestructuras compartidas | 38 |
| | 4. Proyección comparada: el modelo en la normativa de telecomunicaciones | 39 |
| V. | Conclusiones | 40 |



Fecha de recepción
3 de noviembre de 2025



Fecha de aceptación
13 de noviembre de 2025



Resumen: El apetito de los operadores privados en el desarrollo de proyectos de generación renovable ha provocado la necesidad de destinar más recursos al despliegue de la infraestructura eléctrica para dar cabida a la generación proyectada. En particular, ha conducido a la aparición de infraestructuras privadas gestionadas por los propios promotores al margen de la planificación de la red.

El presente artículo tiene por objeto analizar la configuración de los acuerdos entre promotores para el uso compartido de infraestructuras de evacuación, como requisito expresamente contemplado por el Real Decreto 1955/2000, de 1 de diciembre, por el que se regulan las actividades de transporte, distribución, comercialización, suministro y procedimientos de autorización de instalaciones de energía eléctrica y, en particular, su impacto en la creación de incentivos para la correcta gestión de infraestructuras comunes, la entrada pacífica de nuevos promotores y la tramitación de los permisos necesarios para la puesta en funcionamiento de las instalaciones de generación.

Abstract: The appetite of private operators for developing renewable generation projects has created the need to allocate more resources to the deployment of electrical infrastructure in order to accommodate the projected generation. In particular, it has led to the emergence of private infrastructures managed by the developers themselves, outside the scope of network planning.

This article aims to analyze the structure of agreements between developers for the shared use of evacuation infrastructures, as an expressly contemplated requirement under Royal Decree 1955/2000 of 1 December, which regulates the activities of transmission, distribution, marketing, supply, and the authorization procedures for electrical energy installations (the “RD 1955/2000”). It also examines, in particular, its impact on the creation of incentives for the proper management of shared infrastructures, the peaceful entry of new developers, and the processing of the permits required for the commissioning of generation facilities.



Palabras clave: Infraestructuras eléctricas, promotores, acuerdo de promotores, uso compartido, generación renovable, Real Decreto 1955/2000 y autorización de instalaciones.

Key words: Electrical infrastructures, developers, developers' agreement, shared use, renewable generation, Royal Decree 1955/2000, authorization of installations.

Los acuerdos de promotores: la ordenación de intereses privados desde la regulación para el desarrollo de infraestructuras comunes

I. Introducción

El despliegue de proyectos de generación de energía eléctrica a partir de fuentes renovables ha venido acompañado de la necesidad de realizar sustanciales inversiones en la infraestructura eléctrica que permitan conectar la planta de generación a la red para el vertido de su energía producida. La dimensión financiera de ese esfuerzo no es una cuestión menor: la planificación de la red de transporte para el periodo 2021-2026 (vinculante para el gestor de la red de transporte) prevé 8.203 millones de euros de inversión¹.

Desde el punto de vista técnico, la operativa de plantas de generación exige la conexión física de la instalación a un punto concreto de la red de transporte o de distribución. El Real Decreto 1183/2020, de 29 de diciembre, de acceso y conexión a las redes de transporte y distribución de energía eléctrica ("**RD 1183/2020**"), en su artículo segundo, ofrece una definición de lo que debe entenderse como conexión a la red, esto es:

[...] procedimiento destinado a conectar físicamente las instalaciones [...] a un punto de la red de transporte o, en su caso, de distribución, en el cual se le ha otorgado al titular de dichas instalaciones un permiso de acceso y conexión.

En la práctica, para poder conectarse a las posiciones de subestación que permiten la conexión a la red, los promotores deben desarrollar infraestructuras privadas de evacuación que enlacen sus instalaciones con los nudos de la red.

La realidad de las condiciones técnicas para verter la energía producida se enfrenta a las limitaciones que provoca la gran demanda de generación que está experimentando el sector. Así, en 2024, Red Eléctrica registró 1.762 solicitudes de acceso de nueva generación, mientras que las resoluciones con capacidad otorgada ascendieron únicamente a 447, esto es, prácticamente un cuarto del total². Este contexto de fuerte demanda obliga al operador de la red a optimizar el uso de las posiciones, lo que puede condicionar la convergencia de varios proyectos en un mismo punto; eso en un ejercicio de racionalización del uso del espacio ocupado por las instalaciones, reducción del impacto ambiental y freno a la proliferación excesiva de infraestructuras, en aplicación del principio de eficiencia.

1 Plan de desarrollo de la Red de Transporte de Energía Eléctrica Período 2021-2026.

En este sentido, cabe destacar el Informe sobre la Propuesta de Planificación de la Red de Transporte de Energía Eléctrica para el periodo 2021-2026 y su estudio ambiental estratégico de la CNMC (INF/DE/022/21).

2 REE, *Datos provisionales a enero de 2025 sobre el acceso a la red para instalaciones de generación*.

De hecho, en la normativa del sector eléctrico encontramos previsiones en este aspecto. El art. 12 del RD 1183/2020 prevé que la propuesta previa, en el marco de la obtención del permiso de acceso y conexión, incluya información sobre otras instalaciones con acceso concedido cuando el acuerdo de uso compartido pueda condicionar la efectividad del acceso, así como las condiciones y requisitos técnicos de las líneas de evacuación y el pliego asociado.

A su vez, el art. 32 del Real Decreto 1955/2000, de 1 de diciembre, por el que se regulan las actividades de transporte, distribución, comercialización, suministro y procedimientos de autorización de instalaciones de energía eléctrica ("**RD 1955/2000**"), introduce un principio de equidad en la ordenación económica de las infraestructuras compartidas. De esta forma, cuando las instalaciones de evacuación construidas por un promotor sean utilizadas por otro generador, el nuevo usuario deberá contribuir proporcionalmente al coste de la inversión inicial, en función de su grado de utilización de la capacidad de la instalación.

En este punto cobra especial relevancia la ordenación de intereses privados en torno a la gestión de las infraestructuras comunes de evacuación destinadas a ser compartidas entre varios promotores. Esta realidad goza de una sensibilidad innegable por parte del legislador, lo que queda plasmado en la redacción del apartado segundo del art. 123 del RD 1955/2000, en virtud del cual se establece una suerte de condición necesaria de alcanzar un acuerdo privado que se eleve al procedimiento administrativo:

[...] En ningún caso podrá otorgarse la autorización administrativa previa de las infraestructuras de evacuación de una instalación de generación sin la previa aportación de un documento, suscrito por todos los titulares de instalaciones con permisos de acceso y de conexión otorgados en la posición de línea de llegada a la subestación [...] que acredite la existencia de un acuerdo vinculante en relación con el uso compartido de las infraestructuras de evacuación.

Este documento, comúnmente denominado acuerdo de promotores, constituye la pieza central del régimen de cooperación entre titulares de permisos. Su finalidad es acreditar la existencia de un acuerdo vinculante que regule el uso compartido de las infraestructuras de evacuación, así como las condiciones técnicas, económicas y organizativas de dicha cooperación. De este modo, este art. 123.2 traslada al ámbito privado la responsabilidad de alcanzar un consenso necesario para obtener la autorización administrativa previa ("**AAP**") de la infraestructura, condicionando el avance de los proyectos a la coordinación temprana entre los distintos promotores afectados.

Esta intervención normativa configura incentivos al consenso prematuro, en la medida en que el cumplimiento de los hitos administrativos pasa necesariamente por el esfuerzo en resolver cuestiones estrictamente de orden privado —como lo pueden ser la forma jurídica en la que se constituyen los promotores para la gestión de la infraestructura, el sujeto que ostente la representación jurídica ante la Administración o el régimen económico, entre muchas otras— en una etapa inicial de desarrollo de un proyecto de producción renovable, con carácter previo a obtener la autorización administrativa de las infraestructuras de evacuación y en aras de una tramitación menos accidentada.

La configuración del actual apartado segundo del art. 123 del RD 1955/2000 internaliza (a través de la AAP) la necesidad de coordinar contractualmente a los promotores que comparten

una posición, trasladando al consenso privado la solución a problemas de gobernanza de la infraestructura común.

Sin embargo, el impulso normativo a que los intereses de los promotores confluyan hacia la gestión común de las infraestructuras de evacuación privadas puede provocar un efecto indeseado: la falta de obtención de la AAP por no alcanzar un acuerdo en el plazo adecuado y, en consecuencia, la caducidad del proyecto por no cumplir los hitos administrativos. Conviene precisar que, en la práctica, la autorización de las infraestructuras de evacuación suele tramitarse de forma conjunta con la del propio proyecto de generación, de modo que dicha instalación queda sujeta a los plazos de los hitos administrativos.

En suma, en un contexto de embotellamiento de la capacidad de acceso y de aceleración de la transición energética, los acuerdos de promotores emergen como aspecto esencial en la gestión de la infraestructura. Sobre esa base, el artículo abordará: (i) la exigencia normativa y su razonamiento económico; (ii) la ordenación contractual y pública de las infraestructuras comunes; (iii) el papel de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia ("CNMC") y la jurisprudencia en la resolución de controversias; y (iv) la comparación con la normativa de otros sectores regulados.

II. Exigencia de acuerdo de promotores en el trámite administrativo: el consenso privado como medio de obtención de permisos

1. Impulso de las infraestructuras compartidas como vector del desarrollo de las renovables

No es una cuestión baladí que el legislador nacional destine esfuerzos en incluir una referencia concreta a la exigencia de que los promotores presenten un acuerdo vinculante en relación con el uso compartido de las infraestructuras. En efecto, el marco actual exige acreditar dicho acuerdo para otorgar la AAP de las infraestructuras de evacuación cuando estas cumplen funciones de evacuación de instalaciones de producción y concurren varios titulares con permisos de acceso y de conexión en la misma posición de llegada. Esta previsión normativa responde, en última instancia, a la necesidad de prevenir conflictos derivados de la coexistencia de múltiples agentes en un mismo punto de evacuación, evitando así que la falta de coordinación temprana desemboque en ineficiencias estructurales o en comportamientos estratégicos que obstaculicen la puesta en marcha de los proyectos.

La omisión de un acuerdo entre promotores puede generar en fases más avanzadas del proyecto tres riesgos principales: (i) la aparición de dinámicas de *holdout*³; (ii) la duplicidad de activos de evacuación; y (iii) el incremento de las afecciones territoriales.

En primer lugar, las dinámicas de *holdout* surgen cuando uno o varios participantes, aprovechando su posición dentro del grupo de promotores o el grado de avance del proyecto, bloquean el desarrollo del proyecto común con el propósito de obtener ventajas desproporcionadas, generando a los operadores con una posición menos aventajada retrasos, sobrecostos y una potencial pérdida en el proyecto. En segundo lugar, la ausencia de acuerdos tempranos

3 Miceli, T.J., y Segerson, K., "A bargaining model of holdouts and takings". *Economics Working Paper* 2006-22.

favorece la duplicidad de activos, al incentivar que cada promotor desarrolle su propia línea de evacuación hacia un mismo nudo de conexión, que no solo implica un uso ineficiente de los recursos materiales y económicos, sino también no maximizar el rendimiento de las inversiones. Por último, el incremento de las afecciones territoriales constituye una externalidad negativa reseñable: la proliferación de trazados paralelos y servidumbres innecesarias intensifica la ocupación del territorio, agrava el impacto paisajístico y ambiental, y aumenta el rechazo social, dificultando la obtención de consensos para asegurar los derechos de propiedad necesarios para el desarrollo.

En general, la dispersión de promotores puede generar mayores costes de transacción y dilaciones en el procedimiento por falta de una gobernanza temprana del activo común, con un impacto no solo económico, sino también ambiental. De ahí que la exigencia de acuerdos tempranos actúe como mecanismo de “internalización” de costes de coordinación, adelantando a una fase inicial la solución del problema de ordenación de recursos comunes y reduciendo la probabilidad de trazados paralelos, servidumbres redundantes y efectos acumulativos no deseados en la evaluación ambiental.

La previsión de presentar un acuerdo vinculante previo entre promotores fue introducida por la disposición final segunda del RD 1183/2020. El estudio del preámbulo de la norma desprende que el interés del legislador en la ordenación de las relaciones privadas de los promotores es doble: (i) evitar ineficiencias *ex ante* en la configuración de la evacuación; y (ii) garantizar un acceso no discriminatorio al mercado en un entorno de capacidad de nudo escasa. Esto se traduce, por una parte, en perseguir la eficiencia en el desarrollo de las infraestructuras ante el incremento del apetito de conexión a la red de proyectos renovables; y, por otra, en ofrecer garantías de acceso al mercado de generación comprometiendo parte del trámite administrativo a la incorporación de terceros que ostenten derechos de acceso y conexión en el mismo punto.

El mandato del legislador se predica en la Ley 24/2013, de 26 de diciembre, del Sector Eléctrico (“LSE”), en la que, en su artículo primero, se enuncia que la regulación del sector eléctrico tiene por finalidad garantizar el suministro en términos de seguridad, calidad y eficiencia, objetividad y transparencia, al mínimo coste. La proyección en términos de eficiencia queda completada con la garantía de acceso de terceros a las redes bajo criterios objetivos y no discriminatorios, piedra angular de la liberalización del sector eléctrico⁴.

Por ello, el salvoconducto diseñado por el ordenamiento para la tutela simultánea de la eficiencia y el acceso no discriminatorio ha sido configurar un elemento adicional en el trámite para el otorgamiento de la AAP de las infraestructuras de evacuación: sin acuerdo vinculante de uso compartido suscrito por todos los titulares con permisos de acceso y de conexión en la posición de llegada, la AAP no puede concederse.

Pese a la exigencia procedimental del art. 123 del RD 1955/2000 y a que el art. 21.5 de la LSE integra las infraestructuras de evacuación en el perímetro de la instalación de producción, el marco estatal es parco. Por ejemplo, los esfuerzos mencionados no ofrecen el suficiente confort en el desarrollo de las infraestructuras comunes en aspectos tan nucleares como la

4 En este sentido, la Directiva 2009/72/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre normas comunes para el mercado interior de la electricidad y por la que se deroga la Directiva 2003/54/CE, y la Directiva (UE) 2019/944 enuncian como uno de los objetivos generales del regulador el “facilitar el acceso a la red [...] suprimiendo las trabas que pudieran impedir el acceso a nuevos agentes del mercado”.

definición de los elementos mínimos que deben contener los acuerdos de uso compartido o la determinación de mecanismos de resolución de conflictos entre promotores.

Algunas comunidades autónomas han anticipado soluciones. Destaca el caso de Andalucía, que, mediante la Orden de 25 de julio de 2011⁵ —y en particular su art. 7— estableció un marco pionero para el desarrollo y la gestión compartida de infraestructuras comunes de evacuación. La norma define estas infraestructuras como las utilizadas por más de una instalación de generación para la evacuación conjunta de energía y articula un régimen de gobernanza basado en la cooperación obligatoria entre promotores. En virtud de este modelo, los gastos de desarrollo y los refuerzos de red deben ser asumidos por quienes efectivamente las utilicen, salvo pacto en contrario, y se impone la suscripción de convenios entre los promotores priorizados que incluyan garantías de ejecución, reparto de costes y la designación de un interlocutor único ante el gestor de red y las administraciones.

El art. 7.5 de la Orden de 25 de julio de 2011 introduce, además, una previsión de especial interés: la posibilidad de acceso futuro de nuevos generadores a las infraestructuras comunes, siempre que exista capacidad disponible, previa suscripción de un convenio de resarcimiento frente a los promotores iniciales. Esta disposición anticipa la lógica del acceso abierto y no discriminatorio que posteriormente asumirá el legislador estatal, al favorecer la incorporación progresiva de nuevos operadores sin necesidad de duplicar infraestructuras.

2. Lógica económica de las infraestructuras comunes

La indeterminación normativa en el plano estatal sobre el régimen de las infraestructuras comunes contrasta con su relevancia económica para el éxito de los proyectos. La evacuación opera como cuello de botella y, al mismo tiempo, como bien compartido cuya ordenación condiciona costes hundidos, plazos y riesgo regulatorio.

La generación de energía renovable está sujeta a dos condicionantes principales que exigen redes dimensionadas y planificadas⁶. Por una parte, existe una notable deslocalización geográfica entre las zonas con mayor disponibilidad de recurso —fundamentalmente solar y eólico— y los principales centros de consumo. Mientras que los recursos renovables se concentran habitualmente en áreas interiores, extensas y escasamente pobladas, la demanda energética se aglutina en entornos urbanos y grandes polos industriales. Esta asimetría espacial refleja el tránsito de un régimen energético de corte vertical, basado en la extracción de energía fósil del subsuelo, a un régimen horizontal, en el que la captación de energía renovable en superficie depende de grandes extensiones territoriales. Ello ha dado lugar a la configuración de nuevas “geografías energéticas” caracterizadas por una concentración de parques fotovoltaicos en la mitad sur de España —particularmente en Extremadura, Castilla-La Mancha y Andalucía—, mientras que los principales centros de consumo se mantienen en las áreas metropolitanas del centro y el litoral peninsular⁷.

5 Orden de 25 de julio de 2011, por la que se regula el procedimiento para la priorización en la tramitación del acceso y conexión a la red eléctrica en Andalucía para la evacuación de la energía de las instalaciones de generación que utilicen como energía primaria la energía eólica terrestre, contempladas en el Real Decreto 661/2007, de 25 de mayo, por el que se regula la actividad de producción de energía eléctrica en régimen especial.

6 BBVA Research, *The power grid, the overlooked cornerstone of the energy transition. Economics of Climate Change Weekly Summary*. BBVA Research; 2025.

7 De Juan, I., e Hidalgo, A.H., “La transición energética y las dinámicas espaciales del desarrollo fotovoltaico en España: un análisis geográfico (1998-2023)”, en Sánchez Hernández, J.L., Torres Enjuto, M.C., Aguado Moralejo, I., Mecha López, R., y Prada Trigo, J. (eds.), *Estrategias territoriales y productivas en un contexto de cambio global*. Asociación Española de Geografía; 2024, pp. 79-100.

Este fenómeno implica una reconfiguración profunda del territorio, donde el espacio rural se convierte en soporte físico de la transición energética. Las decisiones de localización, motivadas por la disponibilidad de suelo y condiciones climáticas, contrastan con la limitada capacidad de la red existente, lo que exige infraestructuras de conexión de largo recorrido y nuevas subestaciones. De este modo, la producción de energía se desplaza hacia zonas de baja densidad demográfica, generando un patrón territorial que combina concentración de instalaciones y dispersión de los puntos de consumo⁸.

Además, la producción renovable es por definición variable; la falta de estabilidad en la producción necesita elementos de flexibilidad operativa para acomodar esa intermitencia —mediante almacenamiento, respuesta activa de la demanda e interconexiones— que deben conectarse a la red. Esta asimetría exige una infraestructura suficiente y una malla que minimice congestiones y pérdidas.

Con todo, la principal tensión a la que se enfrentan los promotores en el desarrollo de un proyecto común es la asignación de los costes asumidos por la inversión⁹. En la medida en que la sucesiva expansión de la infraestructura puede beneficiar a un número indeterminado de promotores, habida cuenta de la potencial entrada a la conexión de sucesivos proyectos (que podemos denominar “*latecomers*”), el consenso en el reparto de gastos y beneficios se oscurece. Los *latecomers* pueden beneficiarse de una red existente sin asumir los riesgos de la inversión inicial, de ahí la necesidad de asignar en un estadio inicial los criterios de reparto de cargas económicas, como, por ejemplo, métricas de reparto de los costes en función de la potencia final instalada en los proyectos.

En este sentido, podemos localizar diferentes propuestas de reparto de costes e ingresos. A título ilustrativo, la Federal Energy Regulatory Commission —Order No. 1000¹⁰— ofrece una pauta útil: los costes de infraestructuras de red han de asignarse a quienes se benefician de ellas, con metodologías transparentes y no discriminatorias (regla conocida como “*beneficiary pays*”)¹¹.

La jurisprudencia y la práctica administrativa no se han mostrado ajenas a esta realidad y empiezan a reflejar la lógica económica expuesta. Así, el Tribunal Superior de Justicia de Andalucía, en su sentencia de 15 de julio de 2025, ha señalado que “Desde el punto de vista de su explotación empresarial, resulta indudable esa unidad, pues se sitúan en el mismo lugar y se les hace compartir infraestructuras, de forma evidente para aprovechar las economías de escala que estos hechos producen”. En esta línea, la Resolución de Dirección General de Planificación Energética y Recursos Naturales, de 24 de abril de 2023, recuerda que, conforme a la normativa gallega, “Compartir infraestructuras de evacuación supone, como es lógico, un menor impacto ambiental, objetivo a perseguir en este tipo de instalaciones [...] la utilización de accesos comunes supone un uso más racional del terreno, reduciendo las superficies afectadas por las instalaciones”.

8 Baraja Rodríguez, E., Martínez Arnaiz, M., Herrero Luque, D., y Frolova Ignatieva, M., *Transición energética en España: energías renovables y paisaje. Una visión desde la geografía española*. Centro Nacional de Información Geográfica; 2024.

9 Shu, H., y Mays, J., “Transmission benefits and cost allocation under ambiguity”. *Energy Economics* 2025; 141.

10 Order No. 1000 - Transmission Planning and Cost Allocation

11 Shu, H., y Mays, J. (2025), *op. cit.*

3. Análisis del art. 123 del RD 1955/2000

Como ya hemos tenido la oportunidad de adelantar, la actual redacción del apartado segundo del art. 123 del RD 1955/2000 vino dada por la disposición final segunda del RD 1183/2020. El preámbulo del RD 1183/2020 ofrece una reflexión inicial sobre la necesidad de ordenar las infraestructuras comunes, en la medida en la que sentencia que “la conexión a la red de un elevado contingente de generación de origen renovable de manera eficiente para el sistema exige que, en numerosas ocasiones, instalaciones de distintos titulares deban compartir una misma infraestructura de evacuación”. Dado que la falta de titularidad compartida puede dificultar su uso por terceros con permisos en la misma posición de línea, la respuesta empleada es incluir en el trámite de la AAP de las infraestructuras de evacuación la presentación de un documento que acredite un acuerdo vinculante de uso compartido, suscrito por todos los titulares con permisos de acceso y de conexión en esa posición, documento que se podrá acompañar en la solicitud o presentarse en cualquier fase del procedimiento de AAP.

A partir de estas premisas, resulta interesante recalcar que el legislador no define qué debe entenderse por infraestructura común en términos concretos, sino que se remite a la función que desempeñe (“líneas que cumplan funciones de evacuación”). Es un criterio material que atiende a la realidad técnica del proyecto, esto es, a la existencia de concurrencia de varios titulares en una misma posición, que, por su propia configuración, demanda coordinación para ejecutar la evacuación.

Además, no se impone un tipo contractual concreto ni un contenido mínimo, y es suficiente “la mera aprobación de un documento”. El artículo no exige elevación a público, inscripción o publicidad específica, basta la acreditación documental. Ahora bien, esa laxitud formal tiene un coste, la incertidumbre sobre su fuerza vinculante y, en caso de conflicto, sobre la ejecutividad del acuerdo. Por tanto, se plantean incógnitas como el impacto en el procedimiento autorizatorio de una eventual modificación del acuerdo de promotores o el cuestionamiento de su ejecutividad por parte de un promotor disidente.

En consecuencia, la correcta gestión por parte de los operadores públicos pasa necesariamente por un equilibrio delicado entre el impulso de la competición de los productores para lograr precios competitivos de energía y la colaboración en el uso de la infraestructura común para evitar duplicidades, afecciones innecesarias y cuellos de botella. De esta forma, se maximiza la clave de bóveda de la política energética, esto es, la transición a un modelo sostenible de bajas emisiones que no genere un acceso desigual a la red eléctrica¹².

III. La ordenación de las infraestructuras comunes

1. La gestión y configuración de los acuerdos entre promotores para la gestión de infraestructuras comunes

El acuerdo de promotores es el instrumento llamado a ordenar la relación entre promotores concurrentes para desarrollar, financiar, construir, explotar y ampliar la infraestructura común

12 Cuenca, J.J., Daly, H.E., y Hayes, B.P., “Sharing the Grid: The Key to Equitable Access for Small-Scale Energy Generation”. *Applied Energy* 2023; 352.

de evacuación hasta la posición de llegada (transporte o distribución) en la que todos ostentan permisos de acceso y de conexión.

Este documento no se limita a ser una mera formalidad administrativa, constituye el punto de partida en el que se determina la organización privada de los promotores. Su finalidad es doble, tanto cumplir el requisito del art. 123.2 del RD 1955/2000, imprescindible para la obtención de la AAP, como establecer un marco estable de cooperación.

En este aspecto, la iniciativa privada queda modulada por una finalidad pública: garantizar la eficiencia del sistema eléctrico, la racionalización del uso del suelo y de las inversiones, y la reducción del impacto ambiental.

El acuerdo de promotores, como hemos apuntado, aúna cuestiones mercantiles, técnicas y administrativas. En términos generales, regula las siguientes cuestiones:

- i) **La organización interna de los promotores:** deberá identificar de manera precisa cada proyecto de generación, especificando su potencia instalada (expresada en megavatios), la tecnología empleada (fotovoltaica, eólica, etc.) y la capacidad de acceso otorgada por el gestor de la red. Esta identificación suele plasmarse en tablas anexas que detallan el promotor titular, la denominación de la instalación y su potencia nominal.

Asimismo, el acuerdo procede a la designación de un representante común ante el gestor de la red y las autoridades competentes, encargado de iniciar las gestiones y tramitaciones oportunas de las infraestructuras comunes ante la administración autonómica, en nombre y por cuenta de todos los promotores. Este representante (sustituto funcional del antiguo interlocutor único de nudo) asume la interlocución en la tramitación de la AAP, Autorización Administrativa de Construcción ("**AAC**") y demás autorizaciones asociadas.

La designación del representante se realiza a los únicos efectos de iniciar la tramitación administrativa, sin que dicha designación suponga pérdida o renuncia de los derechos y obligaciones que corresponden a los firmantes del acuerdo, ni tampoco responsabilidad alguna para el representante designado, sin perjuicio de su compromiso de tramitar y gestionar con la mayor transparencia y diligencia. Los promotores reconocen expresamente que el representante actúa en nombre de todos ellos en la tramitación, y todos son cotitulares de los permisos obtenidos en virtud de las gestiones llevadas a cabo.

- ii) **La titularidad y gobernanza de la infraestructura:** el acuerdo suele prever la constitución de una o varias entidades jurídicas con personalidad jurídica propia e individualizada, en un plazo determinado (habitualmente seis meses desde la firma del acuerdo), que integren a todos los promotores en los tramos en los que estos participen. Estas entidades jurídicas —que pueden adoptar la forma de sociedad vehículo o una forma equivalente— serán las titulares de las autorizaciones administrativas necesarias de las infraestructuras comunes y tendrán por objeto finalizar su tramitación, y llevar a cabo su construcción y su posterior operación y mantenimiento.
- iii) **La gobernanza y toma de decisiones:** las decisiones adoptadas en el marco del acuerdo se toman mediante un sistema de mayorías cualificadas, que puede exigir, por ejemplo, que se alcance un porcentaje determinado de los megavatios y que dicha mayoría cuente con la representación de un número mínimo de promotores.

- iv) **El régimen económico-financiero:** los costes de desarrollo de la ingeniería y tramitación de las autorizaciones administrativas son aprobados por el sistema de mayorías establecido en el acuerdo y, tras su aprobación, son contratados por los promotores. Los criterios más frecuentes son proporcionales a la potencia asignada o a la energía evacuada, e incluyen mecanismos de compensación para la entrada de *latecomers* que se conecten con posterioridad. Por ejemplo, el coste soportado es abonado por los promotores directamente en proporción al porcentaje de participación en las infraestructuras comunes.

Además, se suele acordar el pago de una cuota anual que cubra los costes operativos y generales de las infraestructuras comunes de evacuación, así como los costes de operación y mantenimiento, quedando sujeta a ajuste anual.

- v) **El régimen técnico-operativo:** el acuerdo debe identificar las infraestructuras compartidas objeto de tramitación conjunta, su trazado, los términos municipales afectados, la configuración técnica y los megavatios. Asimismo, se puede complementar con documentos adicionales —como, por ejemplo, el reglamento de explotación— para detallar reglas específicas de coordinación técnica, operación y mantenimiento, y la gestión de averías, seguros y desmantelamiento.
- vi) **El sistema de adhesión, responsabilidad y resolución de conflictos:** el documento debe fijar los mecanismos de adhesión de nuevos participantes, un régimen de desistimiento unilateral de los promotores y cláusulas de sometimiento a la jurisdicción ordinaria.
- vii) **La duración del contrato:** el acuerdo de promotores tiene una vigencia equivalente a la vida operativa de los proyectos vinculados a la infraestructura común. Debe permanecer en vigor mientras subsistan los permisos administrativos y los derechos de acceso y conexión, y se extingue únicamente tras el desmantelamiento de las instalaciones o por terminación anticipada conforme a sus cláusulas internas.

2. Impacto del acuerdo de promotores en la gestión de proyectos y obtención de permisos de acceso y conexión

2.1. La presentación del acuerdo de promotores en el procedimiento de autorización

La presentación del acuerdo de promotores se enmarca dentro del procedimiento administrativo de autorización y conexión de instalaciones de generación regulado en el RD 1183/2020. La solicitud de los permisos debe dirigirse al gestor de la red de transporte o, en su caso, a la empresa distribuidora correspondiente. El procedimiento se articula en varias fases: (i) presentación de la solicitud acompañada de la información técnica del proyecto y las garantías económicas exigidas; (ii) análisis de viabilidad por el gestor de red, que evalúa la capacidad de acceso disponible y las posibles afecciones a la red existente; y (iii) resolución del procedimiento, que se materializa en la emisión de los permisos de acceso y conexión o, en su defecto, su denegación.

En caso de que aún no exista el acuerdo de promotores en el momento de la solicitud, se condiciona la efectividad de la conexión a que los promotores lo alcancen posteriormente. Una vez suscrito, el acuerdo debe reflejar, si procede, las modificaciones

técnicas y económicas derivadas de la nueva configuración de las infraestructuras de evacuación.

Además, cuando el acuerdo vinculante no sea suficientemente preciso o esté aún en negociación, el promotor deberá aportar un esquema de sinergias consensuado con el resto de promotores, que identifique: (i) las partes concretas de la infraestructura compartida; (ii) los proyectos o expedientes incluidos en cada tramo común; y (iii) la correspondencia entre los elementos técnicos del proyecto y la información contenida en la solicitud administrativa.

En definitiva, la exigencia de un acuerdo vinculante de uso compartido como condición para el otorgamiento de la AAP sitúa este requisito en el inicio del procedimiento de desarrollo de instalaciones de generación. Ahora bien, si bien el primer hito sustantivo del procedimiento es la declaración de impacto ambiental ("**DIA**"); la AAP constituye la primera autorización administrativa del proyecto. La práctica habitual es que la autorización de las infraestructuras de evacuación se tramite conjuntamente con la del propio proyecto de generación, lo que alinea sus calendarios administrativos.

De este modo, la falta de acuerdo entre promotores bloquea la tramitación y, en consecuencia, la posibilidad misma de que el proyecto avance. La consecuencia práctica es la caducidad de los permisos de acceso y conexión, conforme a los plazos establecidos en el art. 1 del Real Decreto-ley 23/2020, de 23 de junio, por el que se aprueban medidas en materia de energía y en otros ámbitos para la reactivación económica, lo que convierte la eventual falta de consenso en un riesgo de extinción automática de derechos adquiridos.

Esta configuración normativa, aunque orientada a promover la cooperación y la eficiencia, traslada un conflicto privado a una esfera con consecuencias públicas: la imposibilidad de obtener una autorización administrativa necesaria para el desarrollo del proyecto.

2.2. Imposición de condiciones económicas más gravosas para promotores posteriores

Otro de los efectos derivados de la estructura actual del sistema son los incentivos a la imposición de condiciones económicas más onerosas para los promotores que acceden con posterioridad a la infraestructura común por parte de los que asumieron el riesgo inicial de su inversión.

El art. 123 del RD 1955/2000 no establece criterios de reparto de costes, lo que otorga a los promotores iniciales una posición de negociación asimétrica, ya que pueden exigir que los *latecomers* asuman una mayor carga económica que la que les correspondería en función de otros criterios objetivos, como la potencia instalada. Además, no ha habido desarrollo por parte de la jurisprudencia sobre la interpretación y extensión del art. 32 del RD 1955/2000.

De esta forma, los nuevos titulares de permisos de acceso y conexión pueden verse obligados a asumir condiciones financieras más gravosas, por ejemplo, mediante el pago de un importe equivalente al valor histórico de la inversión.

Aunque esta lógica responde a un principio de internalización de los costes de red y de compensación a quienes asumieron el riesgo inicial, en la práctica puede elevar las barreras de entrada y distorsionar la competencia en el mercado de generación de energía.

2.3. Riesgo y condicionantes en la transmisión de proyectos

La configuración contractual de los acuerdos de promotores suele regular previsiones sobre la transmisión de proyectos. En la medida en que el acuerdo integra obligaciones de larga duración —asociadas a la operación, mantenimiento y financiación de la infraestructura durante toda la vida útil de las plantas—, su contenido tiende a condicionar la transmisibilidad de los derechos vinculados al proyecto o establecer condiciones para ello.

Por regla general, se impone la necesidad de obtener el consentimiento previo y por escrito del resto de promotores para cualquier cesión o subrogación de derechos. Asimismo, se exige que el adquirente del proyecto se adhiera expresamente al acuerdo original, asumiendo de forma íntegra los derechos y obligaciones del transmitente. Estas previsiones pretenden garantizar la continuidad operativa y jurídica de la infraestructura común, evitando la fragmentación de titularidades y la pérdida de coordinación entre los intereses de los promotores.

En paralelo, los acuerdos suelen disponer que la condición de socio queda unida a la titularidad del proyecto que goza del acceso en las infraestructuras compartidas. De esta manera, no se puede transmitir una participación sin la otra. En consecuencia, toda transmisión de la titularidad de la sociedad vehículo debe realizarse de forma conjunta con la cesión de la instalación de generación.

Estos aspectos influyen de forma directa en la valoración del activo en caso de ser objeto de una operación de compraventa. Las cargas contractuales, las garantías y la obligación de los compromisos futuros se trasladan al adquirente y, por tanto, en el precio de la transacción.

IV. Mecanismo ante la conflictividad derivada de los acuerdos de promotores

1. El papel de la CNMC en la resolución de las controversias y su falta de pronunciamiento en materia de ordenación de infraestructuras compartidas

1.1. El recurso de los promotores a la CNMC ante controversias derivadas de acuerdos de infraestructuras compartidas

En el contexto descrito de creciente complejidad técnica y de congestión de nudos, los conflictos entre titulares de permisos de acceso y conexión suelen derivarse, bien de la imposibilidad de alcanzar un acuerdo vinculante, bien de discrepancias surgidas durante la ejecución o el cumplimiento de dichos acuerdos.

En esta primera vertiente —la dificultad para alcanzar acuerdos—, los promotores recurren a la interposición de conflictos de conexión ante la CNMC para enervar la celebración del acuerdo.

La tipología de conflictos que llegan a la CNMC incluye desde la falta de acuerdo para el uso de instalaciones comunes de evacuación, pasando por discrepancias sobre las condiciones técnico-económicas propuestas por los promotores que ya disponen de infraestructuras en servicio, hasta la ausencia de respuesta o pronunciamiento de uno de los promotores sobre las propuestas de acuerdo formuladas por otros. En estos casos, los promotores solicitan a la CNMC que inste a la firma del acuerdo, que aclare los principios generales que debe contener dicho convenio o que ordene a las partes que acrediten las condiciones técnico-económicas en condiciones objetivas y justificadas.

1.2. Competencia de la CNMC para resolver conflictos de conexión entre promotores

El fundamento competencial de la CNMC para conocer de estos conflictos se encuentra en el art. 12.1.b) 1.º de la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la CNMC (**"Ley 3/2013"**), que atribuye a este organismo la función de resolución de conflictos planteados respecto a los contratos relativos al acceso y conexión. En sentido coincidente, el art. 33.5 de la LSE dispone:

Las discrepancias que se susciten en relación con el otorgamiento o denegación del permiso de conexión a las instalaciones de transporte o distribución de competencia de la Administración General del Estado se resolverán por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.

Además, el art. 29.2 del RD 1183/2020 autoriza a la CNMC para resolver las discrepancias que se susciten en relación con el otorgamiento o denegación del permiso de conexión a las instalaciones cuya competencia corresponda a la Administración General del Estado.

Corresponde a su Consejo aprobar las resoluciones en aplicación de lo dispuesto por el art. 14 de la Ley 3/2013, que establece que "El Consejo es el órgano colegiado de decisión en relación con las funciones [...] de resolución de conflictos atribuidas a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia". En particular, esta competencia recae en la Sala de Supervisión Regulatoria, de conformidad con el art. 21.2.b) de la Ley 3/2013.

El art. 6.3 de la Circular 1/2021¹³ contempla que la existencia de convenios de resarcimiento debe ser indicada de forma expresa por el gestor de la red como parte de las condiciones económicas, mientras que su art. 9 establece que todo convenio de resarcimiento deberá ser puesto en conocimiento del gestor de la red y de la Administración competente. Significativamente, el apartado 3 de este art. 9 indica que "Las discrepancias que surjan en relación con los convenios de resarcimiento serán consideradas suscitadas dentro del ámbito relativo a la conexión", lo que confirma que las discrepancias

¹³ Circular 1/2021, de 20 de enero, de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, por la que se establece la metodología y condiciones del acceso y de la conexión a las redes de transporte y distribución de las instalaciones de producción de energía eléctrica.

sobre el uso compartido de las infraestructuras de evacuación constituyen cuestiones relativas a la conexión.

Sin embargo, este título competencial presenta limitaciones materiales importantes. Resulta cuestionable entender que la CNMC tenga potestad para imponer el contenido de un acuerdo entre promotores, dado que su intervención se restringe a conflictos de naturaleza regulatoria y no contractual.

1.3. La falta de pronunciamiento definitivo de la CNMC: causas y consecuencias

A pesar del marco competencial que le atribuye la normativa vigente, las resoluciones de la CNMC rara vez resuelven de forma definitiva los conflictos interpuestos por los promotores en materia de infraestructuras compartidas. Esta falta de pronunciamiento material obedece, principalmente, a dos factores: por un lado, la declaración de incompetencia derivada de la distribución territorial de competencias entre la Administración General del Estado y las comunidades autónomas; y, principalmente, por otro, la desaparición sobrevenida del objeto del procedimiento cuando las partes alcanzan un acuerdo de forma paralela durante la tramitación, lo que conduce al archivo del expediente sin un pronunciamiento sobre las cuestiones controvertidas.

i) Inadmisión por incompetencia: el criterio del nivel de tensión de la red

Como hemos adelantado, la competencia para conocer los conflictos de conexión viene delimitada por el art. 33.5 de la LSE, que establece que las discrepancias relacionadas con el otorgamiento o denegación del permiso de conexión a instalaciones de transporte o distribución de competencia estatal se resolverán por la CNMC, mientras que las que afecten a redes de competencia autonómica corresponderán al órgano competente de la comunidad autónoma respectiva.

En la práctica, la CNMC ha interpretado que se refiere siempre a conflictos suscitados en relación con el permiso de conexión, es decir, conflictos entre promotores y el gestor de la red de transporte o distribución. En los conflictos entre promotores por razón del resarcimiento por infraestructuras comunes, la regla para determinar la competencia tiene que ser la misma, es decir, resulta competente el órgano encargado de autorizar la red de transporte o distribución a la que se conecta la infraestructura común de evacuación y no el órgano que haya autorizado o tenga que autorizar la infraestructura de evacuación.

Aplicando este criterio, la CNMC ha inadmitido conflictos cuando las infraestructuras de evacuación conectan con la red cuya autorización es competencia autonómica y, en virtud del art. 14.1 de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, procede su remisión al órgano administrativo autonómico que se estima competente para su resolución.

ii) Terminación por desaparición sobrevenida del objeto: el acuerdo entre promotores durante la tramitación

La segunda causa que impide el pronunciamiento definitivo de la CNMC es la desaparición sobrevenida del objeto del procedimiento. Esto ocurre cuando el procedimiento tiene por objeto la resolución de la discrepancia derivada de la

ausencia de firma del acuerdo regulado en el art. 123.2 del RD 1955/2000 y durante la tramitación del conflicto las partes alcanzan un acuerdo.

El patrón que suele repetirse es el siguiente: los promotores, ante la imposibilidad inicial de alcanzar un consenso sobre el uso compartido de las infraestructuras de evacuación, acuden a la CNMC en busca de un pronunciamiento que clarifique su posición. Sin embargo, una vez iniciado el procedimiento, las partes continúan con las negociaciones y, en la mayoría de los casos, comunican a la CNMC que han alcanzado un acuerdo.

Esta práctica da lugar a que la Comisión declare la pérdida sobrevenida del objeto del procedimiento, al haberse satisfecho la pretensión inicial mediante la formalización del acuerdo exigido por la normativa. En sus resoluciones, la CNMC suele limitarse a constatar la existencia del documento suscrito y a archivar el expediente.

iii) La salvedad sobre el incumplimiento del acuerdo: una puerta abierta con efectos limitados

En las resoluciones de la CNMC en las que se declara la pérdida sobrevenida del objeto del conflicto por haberse alcanzado un acuerdo entre los promotores, el organismo introduce habitualmente una salvedad final: se reconoce la posibilidad de volver a acudir a la vía del conflicto de conexión en caso de incumplimiento posterior del acuerdo de promotores. Esta cláusula de reapertura implícita sugiere que la competencia de la CNMC podría reactivarse en supuestos de ejecución defectuosa o vulneración del acuerdo alcanzado, incluso cuando el expediente inicial haya sido archivado.

Sin embargo, esta previsión plantea varios interrogantes. En primer lugar, no resulta claro cómo debería articularse la reapertura del procedimiento: si mediante la reactivación del expediente previamente archivado o a través de la interposición de un nuevo conflicto sobre una materia respecto de la cual la CNMC ya se ha pronunciado formalmente —aunque solo haya declarado la pérdida de objeto—.

En segundo lugar, esta previsión no resuelve el problema de fondo: la ausencia de criterios objetivos y vinculantes sobre el contenido que deben tener estos acuerdos, lo que perpetúa la inseguridad jurídica de los promotores y favorece posiciones negociadoras desequilibradas.

2. Mención a los mecanismos de resolución de conflictos en los acuerdos de promotores

Una vez alcanzado el acuerdo vinculante de uso compartido, la fase de ejecución y gestión de las infraestructuras comunes puede dar lugar a conflictos entre los promotores. Estas divergencias no afectan ya a la validez del acuerdo, sino a su cumplimiento efectivo, y suelen resolverse a través de mecanismos internos y escalonados diseñados para preservar la continuidad del proyecto y evitar la paralización de la actividad común.

Los acuerdos de promotores suelen incorporar cláusulas de gestión del conflicto que combinan diferentes fórmulas para la resolución del problema. Entre los mecanismos más habituales pueden destacarse los siguientes:

- i) **Negociación de buena fe y conciliación interna:** es común que los promotores alcancen acuerdos de negociación de buena fe en caso de que reluzcan controversias en la ejecución del acuerdo. En este sentido, se estipula un compromiso obligatorio a acudir a la negociación directa para, en primer lugar, atender la cuestión problemática, con plazos breves de resolución, durante los cuales los representantes de cada promotor deben reunirse para intentar alcanzar una solución consensuada.
- ii) **Intervención de un experto independiente:** el acuerdo puede prever la designación de un experto independiente, elegido de entre compañías especializadas o personas de reconocida competencia, cuya función consiste en emitir una decisión motivada y vinculante sobre aspectos que requieran criterio técnico o valoración económica.
- iii) **Jurisdicción ordinaria o arbitraje:** los acuerdos suelen prever la atribución de competencia a tribunales determinados, con renuncia expresa a cualquier otro fuero, o bien el sometimiento a arbitraje.

3. El apagón del 28 de abril y su trascendencia en la gobernanza de infraestructuras compartidas

El apagón del 28 de abril de 2025 —el mayor registrado en el sistema eléctrico europeo en las dos últimas décadas— marcó un punto de inflexión en la política energética española y europea. Este incidente evidenció la fragilidad del entramado de interconexiones y la falta de coordinación en la gestión de las infraestructuras compartidas, especialmente en nudos de evacuación con elevada densidad de generación renovable.

A raíz de esta crisis, el legislador español aprobó el fugaz Real Decreto-ley 7/2025, de 24 de junio, por el que se aprueban medidas urgentes para el refuerzo del sistema eléctrico. Este texto, de carácter coyuntural, pero revelador, pretendía situar en el centro del debate la gobernanza y la responsabilidad de las infraestructuras de evacuación compartidas. Una de las cuestiones en las que ponía el acento era la necesidad de reforzar la transparencia y la imputación de responsabilidades entre los promotores que compartían infraestructuras de evacuación. Con este fin, se imponía la obligación de remitir a la Administración un acuerdo que recogiera el reparto de responsabilidades entre los distintos titulares. A falta de dicho acuerdo, la norma establecía una presunción de reparto proporcional en función de la capacidad de acceso reconocida en los permisos de conexión. Esta previsión, concebida con carácter preventivo y urgente, pretendía evitar los vacíos de responsabilidad que podían derivarse de la falta de claridad contractual entre promotores.

Para alcanzar ese objetivo, el Real Decreto-ley modificaba el art. 21 de la LSE, introduciendo el principio de solidaridad en las responsabilidades derivadas de las infraestructuras compartidas. De haberse mantenido vigente, esta modificación habría supuesto que todos los productores que evacuaran energía a través de una misma línea o subestación respondieran solidariamente ante el sistema eléctrico por los incumplimientos que se produjeran.

Aunque el Real Decreto-ley fue posteriormente derogado, su contenido anticipaba una tendencia regulatoria orientada a fortalecer la gobernanza de las infraestructuras comunes y a promover una mayor corresponsabilidad entre los titulares de permisos de acceso y conexión.

4. Proyección comparada: el modelo en la normativa de telecomunicaciones

El debate sobre el uso compartido de infraestructuras no es exclusivo del sector energético. En el ámbito de las telecomunicaciones, este principio ha alcanzado un desarrollo normativo mucho más depurado y sofisticado, materializado tanto en la Ley 9/2014, de 9 de mayo, General de Telecomunicaciones ("**LGTel**"), como en su normativa de desarrollo, particularmente el Real Decreto 424/2005, de 15 de abril, por el que se aprueba el Reglamento sobre las condiciones para la prestación de servicios y el uso de redes de comunicaciones electrónicas ("**RD 424/2005**").

El art. 59 del RD 424/2005 establece el principio de uso compartido del dominio público y privado para la instalación de infraestructuras de redes de comunicaciones electrónicas. Conforme a este precepto, las Administraciones públicas pueden fomentar el uso conjunto de canalizaciones, ductos, fachadas, torres o postes cuando ello resulte técnicamente viable y económicamente razonable. El uso compartido se articula mediante acuerdos voluntarios entre operadores, si bien, en caso de falta de acuerdo, cualquiera de ellos puede solicitar la intervención administrativa.

Por su parte, el art. 32 de la LGTel faculta a las Administraciones para imponer el uso compartido del dominio público o la propiedad privada, o la ubicación compartida de infraestructuras, a los operadores que tengan derecho a la ocupación de la propiedad pública o privada por razones de interés general —medioambientales, urbanísticas o de ordenación del territorio—, siempre mediante resolución motivada y audiencia de los interesados.

Además, el sistema se complementaba con un mecanismo institucional de resolución de controversias, originariamente encomendado a la extinta Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, que tenía la potestad de imponer condiciones del uso compartido de infraestructuras.

El paralelismo con el sector eléctrico resulta evidente. Ambos sectores persiguen la racionalización del uso del espacio físico, la reducción del impacto ambiental y la optimización del dominio público. Sin embargo, el régimen de las telecomunicaciones ha logrado una mayor madurez institucional y normativa, al establecer procedimientos claros, criterios objetivos de reparto de costes y una autoridad con competencias decisorias efectivas.

El ejercicio que podemos plantear para resolver las cuestiones que suscita la gestión de las infraestructuras comunes debe venir acompañado de una reflexión conjunta atendiendo a la normativa de otros sectores con casuísticas parecidas. En este sentido, el régimen del uso compartido en el ámbito de las telecomunicaciones aporta varios elementos que pueden ofrecer orientaciones útiles para la cuestión que nos ocupa.

En efecto, la LGTel y el RD 424/2005 prevén no solo acuerdos voluntarios entre operadores para el uso conjunto de infraestructuras, sino también mecanismos de intervención administrativa cuando no exista consenso, así como criterios objetivos y transparentes de reparto de costes.

Por el contrario, en el ámbito eléctrico, el uso compartido de infraestructuras de evacuación carece aún de un desarrollo normativo semejante: la Administración no dispone de facultades expresas para imponer condiciones ni de criterios de compensación definidos, lo que deja el equilibrio entre promotores al ámbito privado.

V. Conclusiones

La experiencia reciente del sector eléctrico español revela que el diseño actual del régimen de acceso y conexión a la red, basado en un sistema de prioridad temporal —un modelo que podemos calificar como *first past the post*¹⁴—, constituye una de las causas estructurales de las tensiones en la ordenación de las infraestructuras comunes.

Nos encontramos aún ante un terreno normativo y práctico poco maduro. La casuística es limitada, los pronunciamientos en sede administrativa y contenciosa son escasos, y la dinámica de mercado apenas comienza a consolidarse. Este escenario explica buena parte de las fricciones observadas, pero también abre una ventana de oportunidad para que los operadores más sofisticados tomen la iniciativa en el diseño de estructuras contractuales y de gobernanza que les permitan anticipar riesgos y ordenar adecuadamente los proyectos. Al mismo tiempo, pone de relieve la necesidad de que la evolución de este régimen se asiente sobre un conjunto estable de principios generales que orienten la interpretación y aplicación de las normas, en especial en un ámbito tan sectorial como el que nos ocupa¹⁵.

El art. 123 del RD 1955/2000 impone un deber de coordinación entre promotores, lo que revela el papel de la cooperación privada como elemento necesario en el éxito de proyectos conjuntos.

En este contexto, la posición de la CNMC adquiere un papel preponderante. Aunque su protagonismo hasta la fecha ha sido limitado —por las restricciones competenciales y por la frecuente desaparición sobrevenida del objeto de los procedimientos—, los conflictos de conexión y las controversias sobre el uso compartido de infraestructuras de evacuación están llamados a intensificarse en la medida en que persista la oferta de generación renovable y aumente la saturación de nudos. Por ello, resulta nuclear mantener una atención constante a los pronunciamientos de la CNMC, no solo para determinar el alcance de sus facultades en la resolución de conflictos, sino también para identificar los criterios que, de forma paulatina, vayan configurando un estándar sobre el contenido de los acuerdos, las condiciones de acceso de terceros o las métricas de reparto de costes.

A la luz de estas deficiencias, la virtualidad del modelo reside en el impulso de la vocación de que sean los propios promotores los encargados de alcanzar el consenso en la gestión de las infraestructuras comunes, primando la eficiencia colectiva como garantía de una transición energética ordenada, competitiva y sostenible.

14 El sistema “*first past the post*” es uno de los modelos electorales más antiguo, implantado principalmente en países anglosajones, en virtud del cual el candidato que obtiene el mayor número de votos en un distrito gana el escaño, y el partido con más escaños forma el gobierno hasta la siguiente elección, configurando un sistema mayoritario y simple donde “el primero en llegar” obtiene toda la representación.

En esta línea, vid. Blais, A. (ed.), *To keep or to change first past the post?: the politics of electoral reform*. Oxford: OUP; 2008.

15 En este sentido, cabe recordar el preámbulo redactado por Eduardo García de Enterría en la obra colectiva *Código de las leyes administrativas* (ed. 1966), donde el autor subraya la necesidad de retener las líneas maestras del sistema administrativo, recordando que toda la variabilidad legislativa solo puede sostenerse sobre una estructura básica de principios generales del Derecho Administrativo que orienten la interpretación y aplicación de las normas.

Tokenization of private securities in Latin America: legal architecture for broadening access to private capital markets

Juan Manuel López

Asociado Sénior de Pérez-Llorca

BANCA, FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES

BOGOTÁ

| | | |
|-------------|---|-----------|
| I. | Introduction | 44 |
| 1. | Context and relevance | 44 |
| 2. | Research problem | 45 |
| 3. | Objectives | 45 |
| 4. | Methodology | 46 |
| II. | Theoretical and doctrinal foundations | 46 |
| 1. | Concept of tokenization | 46 |
| 2. | Legal nature of tokenized securities | 47 |
| 3. | Jurisprudential references | 49 |
| III. | Private placements and tokenization: regulatory landscape in Latin America | 50 |
| 1. | Colombia | 50 |
| 2. | Mexico | 52 |
| 3. | Brazil | 53 |
| 4. | Spain | 54 |
| 5. | Observations and gaps | 56 |
| IV. | Key legal and practical issues in tokenized private securities | 56 |
| 1. | Enforceability and legal certainty | 56 |
| 2. | Custody and settlement | 57 |
| 3. | Investor eligibility and compliance | 57 |
| 4. | Secondary market liquidity | 58 |
| 5. | Cross-border considerations | 59 |
| V. | Applications to fintech M&A and capital markets | 59 |
| 1. | Tokenization in mid-market M&A (USD 10-20 million range) | 59 |
| 2. | Tokenization as a tool for access to capital markets | 60 |
| 3. | Legal technology as an enabler | 61 |
| VI. | Policy and regulatory recommendations | 62 |
| 1. | Principles for sound legal design | 62 |
| 2. | Flexible vs. restrictive regulation | 62 |
| 3. | Path for Latin America | 63 |
| VII. | Conclusions | 64 |
| 1. | Thesis restatement | 64 |
| 2. | Synthesis of findings | 64 |
| 3. | Final argument | 64 |



Fecha de recepción
15 de octubre de 2025



Fecha de aceptación
12 de noviembre de 2025



Resumen: El artículo analiza la arquitectura jurídica necesaria para habilitar la tokenización de valores privados en América Latina, con especial referencia a Colombia y comparaciones con México, España y Brasil. La tokenización —entendida como el proceso de representar derechos de propiedad sobre instrumentos financieros mediante tecnología de registro distribuido (“DLT”)— ofrece la posibilidad de modernizar las ofertas privadas al mejorar la liquidez, la automatización del cumplimiento normativo y la transparencia. El trabajo sitúa la tokenización dentro de la evolución de la infraestructura financiera, incorporando fuentes doctrinales, marcos regulatorios internacionales (MiCA, Régimen Piloto DLT, Resolución CVM 175, Ley Fintech) y análisis funcionales propuestos por instituciones como DTCC, ISDA y el Foro Económico Mundial. Se sostiene que, aunque los regímenes de oferta privada vigentes pueden acoger instrumentos tokenizados sin reformas legislativas profundas, la seguridad jurídica exige una regulación funcional que reconozca los contratos inteligentes, la custodia digital y los mecanismos programables de cumplimiento como componentes válidos del derecho de valores. El artículo concluye que un enfoque basado en principios y tecnológicamente neutro —centrado en la confianza, la fiabilidad y la claridad— puede permitir a los mercados latinoamericanos ampliar el acceso al capital y atraer inversión transfronteriza sin comprometer la protección al inversionista ni la integridad del mercado.

Abstract: This article examines the legal architecture required to enable the tokenization of private securities in Latin America, with a particular focus on Colombia and comparative references to Mexico, Spain, and Brazil. Tokenization — the process of representing ownership rights over financial instruments through distributed ledger technology (DLT) — offers the potential to modernize private placements by enhancing liquidity, compliance automation, and transparency. The article situates tokenization within the broader evolution of financial infrastructure, drawing from doctrinal sources, international regulatory frameworks (MiCA, DLT Pilot Regime, CVM Resolution 175, Fintech Law), and functional analyses proposed by institutions such as DTCC, ISDA, and the World Economic Forum. It argues that while existing private offering regimes can accommodate tokenized instruments without wholesale legislative reform, legal certainty requires functional regulation that recognizes smart contracts, digital custody, and programmable compliance mechanisms as valid components of securities law. The article concludes that a principles-based, technology-neutral approach—centered on trust, reliability, and clarity—can allow Latin American markets to expand access to capital and attract cross-border investment while maintaining robust investor protection and market integrity.



Palabras clave: Tokenización; Valores privados; Blockchain; Tecnología de registro distribuido (DLT); Regulación Fintech; Ofertas privadas; Contratos inteligentes; Colombia; América Latina; Mercados de capitales; Arquitectura jurídica; Inclusión financiera.

Key words: Tokenization; Private securities; Blockchain; Distributed Ledger Technology (DLT); Fintech regulation; Private placements; Smart contracts; Colombia; Latin America; Capital markets; Legal architecture; Financial inclusion.

Tokenization of private securities in Latin America: legal architecture for broadening access to private capital markets

I. Introduction

1. Context and relevance

Over the past decade, tokenization, the digital representation of rights over assets through distributed ledger technology ("**DLT**"), has emerged as one of the most promising innovations in financial markets. Globally, leading market infrastructures, regulators, and financial institutions have begun experimenting with the tokenization of equities, bonds, real estate, and investment funds as a means to reduce costs, enhance settlement efficiency, and democratize access to capital formation. Reports from the World Economic Forum¹ and the International Organization of Securities Commissions² highlight tokenization as a transformative trend capable of reconfiguring financial intermediation and post-trade infrastructures.

In Latin America, where structural inefficiencies in financial markets remain acute, tokenization presents unique opportunities. Traditional private capital markets are typically fragmented, costly, and characterized by limited liquidity, features that disproportionately affect small and medium-sized enterprises ("**SMEs**") and mid-market issuers. According to regional development banks³, SMEs account for more than 90% of businesses in the region but face persistent financing gaps that limit their ability to scale and access competitive funding sources. Private placements are often the only viable mechanism for raising growth capital, yet their restrictive regimes and reliance on intermediated networks restrict investor participation and secondary trading.

Tokenization offers a potential solution. By enabling the digital issuance, custody, and transfer of private securities on blockchain-based platforms, tokenization can lower transaction costs, facilitate peer-to-peer liquidity, and enhance transparency. These attributes are particularly relevant in emerging markets like Colombia, Mexico, and Brazil, where legal infrastructure for electronic securities is advancing, and Spain provides a comparative benchmark within the Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets, and amending Regulations (EU) No. 1093/2010 and (EU) No. 1095/2010 and Directives 2013/36/EU and (EU) 2019/1937 ("**MICA**")⁴ and Regulation (EU) 2022/858 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2022 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, and amending Regulations

1 World Economic Forum, *Digital Assets, Distributed Ledger Technology, and the Future of Capital Markets. Insight Report*, May 2021, 3-7.

2 International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets. Final Report*, May 2023, 4-9. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD747.pdf>.

3 CAF – Development Bank of Latin America, "The Green and Digital Path for Latin American SMEs", *CAF Blog*, September 12, 2022. <https://www.caf.com/en/blog/the-green-and-digital-path-for-latin-american-smes/>.

4 Official Journal of the European Union, L 150, 9 June 2023, p. 40-206.

(EU) No. 600/2014 and (EU) No. 909/2014 and Directive 2014/65/EU (“**DLT Pilot Regime**”)⁵ frameworks.

2. Research problem

Despite its potential, the tokenization of private securities in Latin America faces significant legal and regulatory uncertainty. Private placements remain subject to limitations on solicitation, investor eligibility, and transferability, while the legal enforceability of tokenized ownership records remains unsettled in most jurisdictions. In Colombia, for example, Law 527 of 1999⁶ recognizes the validity of electronic data messages, yet questions persist as to whether blockchain-based tokens can serve as definitive proof of securities ownership without parallel entries in traditional depositories.

Furthermore, high transaction costs and limited liquidity in private placements continue to discourage investor participation, undermining the efficiency of regional capital markets. Without a robust legal architecture capable of integrating blockchain technology into existing securities regimes, tokenization risks becoming a purely technological experiment without material impact on financing structures for Small and medium-sized enterprises (“**SMEs**”) and mid-market issuers. The research problem therefore lies in reconciling innovative tokenization models with the doctrinal, regulatory, and jurisprudential frameworks governing private securities.

3. Objectives

This article pursues three primary objectives.

First, it seeks to analyze the legal viability of tokenizing private securities within the current regulatory frameworks of selected Latin American jurisdictions. This involves a detailed examination of how existing norms on electronic commerce, securities issuance, custody, and investor protection apply to blockchain-based instruments.

Second, the study aims to compare Latin American experiences, particularly those of Colombia, Mexico, and Brazil, with Spain, as a relevant reference point from the European Union. Spain's involvement in the European Union's (“**EU**”) MiCA Regulation and its DLT Pilot Regime provides valuable insights into how tokenized securities can be integrated into established capital market structures.

Third, the article intends to explain the practical applications of tokenization for mid-market corporate finance, including fintech-driven mergers and acquisitions (“**M&A**”) and structured financing transactions, highlighting the potential for cost reductions, efficiency gains, and broader investor inclusion.

5 Official Journal of the European Union, L 151, 2 June 2022, p. 1-44.

6 Law 527 of 1999, whereby access to and use of data messages, electronic commerce, and digital signatures are defined and regulated, certification entities are established, and other provisions are enacted. Official Journal (*Diario Oficial*) No. 43,673, August 21, 1999 (Colombia).

4. Methodology

The methodology combines doctrinal and comparative legal analysis with practical applications.

From a doctrinal perspective, the article examines statutory frameworks (such as Colombia's Decree 2555 of 2010⁷, Mexico's Fintech Law⁸, and Brazil's CVM Resolution 175/2023)⁹, alongside international instruments like the EU's MiCA Regulation¹⁰, to identify the extent to which they recognize or limit tokenized securities. Jurisprudential references from the Colombian Constitutional Court¹¹ and the Council of the State (Consejo de Estado)¹² regarding the probative value of electronic documents further ground the analysis in enforceability debates.

From a comparative perspective, the article contrasts Latin American approaches with Spain's regulatory experiments¹³ under the EU's digital finance agenda, offering lessons for the region.

Finally, the study incorporates a practical dimension by exploring use cases in fintech M&A and private capital transactions, assessing how blockchain-based infrastructures may improve time-to-market, compliance automation, and secondary market liquidity. This triangulation of doctrinal, comparative, and applied perspectives ensures both academic rigor and professional relevance.

II. Theoretical and doctrinal foundations

1. Concept of tokenization

Tokenization refers to the process by which the rights associated with an asset, whether tangible, intangible, or financial, are represented through a digital token recorded on a distributed ledger. At a conceptual level, scholars distinguish between asset tokenization and securities tokenization. The former involves the representation of physical or financial assets such as real estate, commodities, or receivables through digital units designed to facilitate transferability and fractional ownership. The latter focuses specifically on financial instruments that meet the legal definition of a "security" under domestic law and are therefore subject to securities regulation.

This distinction is essential. While any asset may be tokenized from a technological standpoint, only those that embody the attributes of a security, namely, an investment of capital, an

7 Decree 2555 of 2010, whereby the rules governing the financial, insurance, and securities market sectors are compiled and reissued, and other provisions are enacted. Official Journal (*Diario Oficial*) No. 47,771, July 15, 2010 (Colombia).

8 National Banking and Securities Commission (*Comisión Nacional Bancaria y de Valores*, CNBV). Law to Regulate Financial Technology Institutions (Fintech Law). Official Gazette of the Federation (*Diario Oficial de la Federación*), March 9, 2018 (Mexico).

9 Securities and Exchange Commission (*Comissão de Valores Mobiliários*, CVM) Resolution No. 175. Brasília, December 23, 2022 (Brazil).

10 *Ibidem*.

11 Constitutional Court of Colombia. Judgment C-831 of 2001, Opinion by Justice Alvaro Tafur Galvis.

12 Council of State of Colombia, Administrative Litigation Chamber, Section Four. Judgment of February 10, 2011, Case No. 25000-23-27-000-2004-01271-01(17155), Reporting Judge: Hugo Fernando Bastidas Bárcenas.

13 National Securities and Exchange Commission (*Comisión Nacional del Mercado de Valores*, CNMV), *Conclusions on the Development and Results of the Securitize Project Tests*, Madrid, December 2024, pp. 2-6 (Spain).

expectation of profit and a reliance on the efforts of others, fall within the scope of financial regulation. Academic literature emphasizes that the legal classification of tokens depends not on their technological features but on their economic function and legal characterization^{14 15}.

An additional distinction relevant to this study is between public offerings and private placements. Public offerings are subject to registration and disclosure requirements, investor protection rules, and often the supervision of a securities regulator. By contrast, private placements are exempt from such requirements, but subject to strict limitations on solicitation, investor eligibility, and transferability. In practice, private placements dominate capital raising for SMEs and mid-market issuers in Latin America, but their lack of liquidity and high intermediation costs hinder efficiency.

Tokenization is often presented as a means of reconciling these dynamics: enabling private securities to circulate in a more liquid, transparent, and cost-efficient environment, while still respecting the boundaries of private placement exemptions. The doctrinal challenge lies in clarifying whether such tokens are legally equivalent to securities or should be treated as *sui generis* instruments.

2. Legal nature of tokenized securities

The legal nature of tokenized securities remains the subject of intense doctrinal debate. Three main positions can be identified.

First, some argue that tokens representing securities are themselves securities, regardless of form. This functionalist view, embraced by regulators such as the United States (“**U.S.**”) Securities and Exchange Commission (“**SEC**”)¹⁶, asserts that substance prevails over form: if a token confers rights equivalent to shares, bonds, or fund participations, it should be regulated accordingly.

Second, others¹⁷ argue that tokens should be considered electronic records or data messages, whose legal effects derive not from their technological form but from their recognition under electronic commerce law. Under this perspective, tokenization is merely a new form of digitization, comparable to book-entry securities.

Third, a minority view¹⁸ proposes that tokens constitute *sui generis* assets, requiring new legal categories distinct from both securities and electronic records. This view has been explored in European academic literature, particularly in the context of decentralized finance, where the automated and programmable nature of tokens challenges traditional contractual frameworks.

14 World Economic Forum, *Digital Assets, Distributed Ledger Technology, and the Future of Capital Markets. Insight Report*, Geneva: WEF, May 2021, 3-7. https://www3.weforum.org/docs/WEF_Digital_Assets_Distributed_Ledger_Technology_2021.pdf.

15 World Economic Forum, *Asset Tokenization in Financial Markets: The Next Generation of Value Exchange. Insight Report*, Geneva: WEF, May 2025, 5-10. https://reports.weforum.org/docs/WEF_Asset_Tokenization_in_Financial_Markets_2025.pdf.

16 U.S. Securities and Exchange Commission. Complaint: SEC v. Telegram Group Inc. and TON Issuer Inc., filed October 11, 2019. <https://www.sec.gov/files/litigation/complaints/2019/comp-pr2019-212.pdf>.

17 International Monetary Fund, “Tokenization: Impact on Capital Markets and Financial Stability”, *IMF Working Paper* WP/23/151, July 2023. <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2023/151/article-A001-en.xml>.

18 Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), *Consumer Protection: Information Sheet on Initial Coin Offerings (ICOs)*, November 2019; https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs_en.pdf.

2.1. Colombia

In Colombia, the debate must be analyzed under two key statutes.

Law 527 of 1999 established the legal framework for electronic commerce, recognizing the validity and enforceability of “data messages” and “electronic signatures.” According to Article 6, data messages are admissible as evidence in legal proceedings, provided that their reliability can be demonstrated. This opens the door to recognizing blockchain-based tokens as valid documentary proof of securities ownership, although Colombian courts have not yet directly addressed this issue.

Decree 2555 of 2010 consolidates the regulation of the financial and securities sector. It defines the categories of securities and establishes the rules governing their issuance and trading. Under this framework, the key doctrinal question is whether a token representing shares, bonds, or fund participations qualifies as a security (*valor*) within the meaning of the Decree. The Financial Superintendence of Colombia (*Superintendencia Financiera de Colombia*, “SFC”) has suggested in various concepts that the classification depends on the underlying rights represented, not on the technological medium. For the SFC, some financial instruments, such as equity tokens (security tokens), may eventually meet the requirements established in Colombian law to be considered securities¹⁹, since they are negotiable rights that are part of an issue whose purpose or effect is to raise funds from the public, however, the SFC concludes that this is not sufficient to treat them as securities, as recognition as such by the National Government is necessary²⁰.

2.2. Mexico

Mexico’s Fintech Law (*Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera*, 2018) does not provide a comprehensive regime for tokenized securities but sets out a framework for crowdfunding and electronic payment institutions. The National Banking and Securities Commission (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, “CNBV”) has clarified that securities offerings conducted through digital platforms remain subject to the Securities Market Law (*Ley del Mercado de Valores*, LMV). This suggests a functionalist approach similar to Colombia: the underlying rights, not the form of representation, determine classification²¹.

2.3. Spain

Spain provides a valuable comparative reference point. The Spanish National Securities and Exchange Commission (*Comisión Nacional del Mercado de Valores*, “CNMV”) has adopted a case-by-case approach, recognizing²² that tokens may qualify as transferable

19 Financial Superintendence of Colombia (SFC). Concept No. 2021180050-002, September 20, 2021, “Equity Tokens Are Not Considered Securities”.

20 In Colombia, the SFC’s thesis is that, unlike in jurisdictions like the United States, the value of a financial asset depends on whether or not it is part of a public offering. In this regard, a company’s share will only have value depending on whether that share is part of a public offering.

21 Ministry of Finance and Public Credit (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, SHCP), *The Financial Authorities Warn of the Risks Associated with the Use of Virtual Assets*, Press Release, June 28, 2018. <https://www.gob.mx/shcp/prensa/las-autoridades-financieras-advierten-de-los-riesgos-asociados-al-uso-de-activos-virtuales>.

22 CNMV, *Questions and Answers on FinTech (Q&As FinTech)*, Madrid: CNMV, 2019. <http://cnmv.es/docportal/legislacion/faq/qasfintech.pdf>.

securities if they embody rights equivalent to shares, bonds, or other financial instruments. Spain has also leveraged the DLT Pilot Regime (Regulation (EU) 2022/858) to experiment with tokenized securities infrastructures. The CNMV's 2024 conclusions²³ from the Securitize sandbox project confirmed the feasibility of issuing and trading securities on blockchain, while highlighting compliance and custody challenges.

2.4. Brazil

In Brazil, the Securities and Exchange Commission (*Comissão de Valores Mobiliários*, "CVM") issued Resolution 175/2023, creating a general regulatory framework for investment funds and explicitly allowing them to hold crypto-assets and tokenized instruments, subject to custody requirements. The CVM has emphasized that the classification of tokens as securities depends on their economic function, aligning with the principle of "material equivalence"²⁴.

Taken together, these comparative insights reveal a converging trend: tokenized securities are not exempt from securities law merely because they are issued or traded on blockchain. Instead, jurisdictions treat them as securities if they replicate the legal and economic characteristics of traditional instruments. The residual debate centers on whether blockchain's technical features, immutability, decentralization, and programmability require the creation of a new category of financial asset.

3. Jurisprudential references

3.1. Colombia

The Constitutional Court and the Council of State (*Consejo de Estado*) have issued landmark decisions affirming the validity of electronic documents and signatures.

In Judgment C-831 of 2001, the Constitutional Court upheld the constitutionality of Law 527 of 1999, emphasizing that data messages have the same legal effects as paper documents, provided that integrity and reliability are ensured. This reasoning is directly applicable to blockchain-based tokens, which arguably offer an even higher degree of integrity and traceability.

The Council of State, in administrative litigation cases, has also recognized the probative value of electronic records in contractual disputes. Although these cases did not involve securities, they reinforce the principle that electronic media can be valid legal instruments.

3.2. International precedents

Internationally, several precedents illustrate how regulators and courts approach tokenization.

²³ CNMV, *Conclusions on the Securitize Project*, Madrid, December 2024 (Spain).

²⁴ CVM, *CVM Statement on Initial Coin Offering (ICO)*, Official Statement, October 11, 2017. <https://www.gov.br/cvm/en/international-affairs/cvm-statement-on-initial-coin-offering-ico>.

In the European Union, MiCA distinguishes between crypto-assets and financial instruments, clarifying that tokens qualifying as securities remain subject to Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (“ **MiFID II** ”). The DLT Pilot Regime allows supervised entities to operate infrastructures for the trading and settlement of tokenized securities, serving as a legal laboratory for future reforms.

In the U.S., the SEC has consistently applied the Howey test to determine whether tokens can be classified as securities. Landmark enforcement actions, such as SEC v. Telegram Group Inc. (2020), confirmed that tokens sold to investors with the expectation of profit can be deemed unregistered securities.

These jurisprudential and regulatory references demonstrate that courts and regulators converge around a functionalist principle: tokenization does not exempt issuers from compliance with securities law. However, the integration of blockchain into legal frameworks raises unresolved questions of enforceability, particularly regarding custody, settlement finality, and conflict-of-laws in cross-border contexts.

III. Private placements and tokenization: regulatory landscape in Latin America

1. Colombia

In Colombia, the legal framework for securities offerings is primarily set forth in the Code of Commerce and in Decree 2555 of 2010, which consolidates the regulations of the financial, insurance, and securities sectors. Within this framework, the concept of a public offering of securities (*oferta pública de valores*) is clearly defined, while private placements (*ofertas privadas*) are understood mainly by contrast: a securities offering that does not meet the characteristics of a public offering, and therefore does not trigger the full set of registration, disclosure, and oversight requirements associated with issuance on the public market.

Article 6.1.1.1.1 of Decree 2555 of 2010 defines a public offering as any invitation directed at an undetermined number of persons, or to 100 or more specific persons, with the purpose of subscribing, transferring, or acquiring securities issued in series or in mass that grant rights of credit, participation, or ownership, or that represent commodities. By contrast, a private placement is understood as an offering that does not reach these thresholds, namely, one directed at a specific and limited group of investors (fewer than 100) and without characteristics of broad publicity. Although Decree 2555 does not expressly define private placements, regulatory practice and the interpretive guidance of the SFC have consistently treated such transactions as remaining within a closed circle of investors²⁵. As such, they are exempt from registration in the National Register of Securities and Issuers (*Registro Nacional de Valores y Emisores*, “**RNVE**”) and from the disclosure and prospectus obligations that govern public offerings.

25 SFC, Concept 2009064062-001, September 4, 2009, and Concept 2022139397-001, August 25, 2022.

This regulatory distinction has particular importance for startups and SMEs. Many such firms lack the scale, resources, or maturity to issue securities in the public market. The private placement route allows them to raise funds by issuing equity, convertible notes, or participations in fiduciary structures to a select group of investors, typically venture capital funds, angel investors, family offices, or institutional players, without the cost and formality of a full public issuance. In practice, the exemption facilitates entrepreneurial finance but also restricts liquidity, as transfers of such privately placed securities are generally limited to similarly qualified investors.

Private placements also play a significant role in large-scale project financing, particularly infrastructure, energy, and real estate. Through trust structures (*patrimonios autónomos*) and private issuances of participations (*derechos fiduciarios*), sponsors can mobilize capital from institutional investors without resorting to a public market listing. Here, the private placement exemption enables tailored financial structuring, often involving few large investors, such as pension funds or insurance companies, who are deemed capable of evaluating complex risks without the need for retail investor protections.

The regulatory approach reflects a functional compromise: on the one hand, protecting the general public by limiting access to public offerings; on the other, enabling capital formation through private channels that are less burdensome for issuers. Still, the absence of an explicit statutory definition of private placements leaves room for interpretation. The SFC has issued opinions clarifying the boundaries between public and private offerings, often stressing that any offering made beyond a small, defined investor group risks being reclassified as public. This interpretive uncertainty underscores the need for careful structuring by startups, SMEs, and project sponsors to ensure compliance.

An additional financing channel exists under the regime of securities crowdfunding (*actividad de financiación colaborativa*). This mechanism allows duly authorized collaborative finance platforms to act as intermediaries in the issuance of securities by SMEs and startups directly to investors, under strict limits and oversight by the SFC. Unlike traditional private placements, crowdfunding involves offerings to a broader base of investors, but is capped in terms of the maximum amount issuers can raise and the investment limits per participant, in order to mitigate risk. The securities issued under this regime must be registered in the RNVE, although issuers are exempt from the full obligations applicable to public offerings. In practice, crowdfunding has become a hybrid model: it is not a private placement in the strict sense, but a specially regulated channel designed to facilitate capital access for smaller companies while ensuring investor protection.

Custody and secondary trading of securities are also tightly controlled. Colombian law requires that securities be deposited in a central securities depository ("**CSD**") when they are book-entry instruments. For non-listed instruments, including private placements, custody is generally managed by trust companies (*sociedades fiduciarias*). Tokenized securities challenge this arrangement by embedding custody functions directly into blockchain architecture. Current regulations, however, do not expressly recognize distributed ledger entries as substitutes for central depository records.

Electronic signatures and smart contracts add a further layer of complexity. Law 527 of 1999 recognizes electronic signatures and data messages as legally binding, provided that their reliability and integrity can be verified. This recognition is reinforced by Constitutional Court jurisprudence, which affirms the evidentiary value of electronic documents. Accordingly, smart contracts, provided they comply with the principles of consent and integrity, could be enforceable

under Colombian law. However, regulatory silence persists regarding whether self-executing blockchain protocols satisfy contractual form requirements in securities transactions.

The SFC has explored tokenization within its regulatory sandbox (laArenera). Projects tested include a platform that facilitates the registration of collateral exchanges in OTC-derivatives transactions, utilizing blockchain infrastructure²⁶ and tokenized real estate participations and fintech platforms issuing blockchain-based debt instruments. Yet, these remain experimental and do not create binding precedents. For enforceability, the integration of blockchain into securities law still depends on doctrinal interpretation: whether tokens can be assimilated into existing categories of securities or whether legislative reform is necessary.

2. Mexico

In Mexico, the regulation of securities offerings is governed by the LMV, complemented by rules issued by the CNBV. The LMV establishes a clear distinction between public offerings (*ofertas públicas*) and private placements (*ofertas privadas*), similar to the Colombian approach where the definition of the former sets the limits of the latter.

Under Article 2 of the LMV, a public offering involves any communication to the general public, with or without a price, through mass media such as television, radio, or the Internet, inviting them to subscribe, acquire, sell, or transfer securities. This broad definition ensures that any solicitation to an undetermined group of investors falls under CNBV oversight, requiring prior authorization, registration of the securities in the National Securities Register (*Registro Nacional de Valores*, “**RNV**”), and the preparation and publication of a prospectus (*prospecto de colocación*).

By contrast, private offerings are exempt from these requirements and are characterized by their limited scope. According to CNBV interpretative guidance and practice, a placement will be considered private if it meets one or more of the following conditions:

- It is not made through mass media, i.e., it avoids generalized public solicitation.
- It involves only non-registered securities, meaning instruments not inscribed in the RNV.
- It is directed exclusively at qualified investors (*inversionistas calificados*) or institutional investors such as investment funds, pension funds, or insurance companies.
- It is offered to fewer than 100 identified persons, regardless of the number of share classes or series involved.
- It forms part of an employee share plan or programs applicable to workers of the issuing company or its controlling entities.
- It is directed at existing shareholders or partners of a legal entity whose purpose is carried out predominantly through such securities.

²⁶ SFC, <https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/10099575/innovasfclaarenaproyectos-aprobados-para-operar-en-laarenera-10099575/>.

In practice, this regime enables issuers, particularly startups, SMEs, and private companies, to raise capital without incurring the high costs of registration and public disclosure. For example, venture capital rounds and private debt issuances are often structured as private placements restricted to qualified investors. Similarly, Employee Stock Ownership Plans (“**ESOPs**”) rely on the exemption for securities offered to workers.

The LMV also allows for restricted public offerings (*ofertas públicas restringidas*), which may be directed only at institutional or qualified investors. These require less disclosure than a full prospectus, such as the submission of audited financial statements that are no older than six months and comparative interim financials.

The Fintech Law plays an indirect role, as it regulates crowdfunding and electronic payment institutions. While securities offerings through digital platforms still fall under the LMV, the Fintech Law provides a framework for alternative finance. In particular, securities-based crowdfunding (*financiamiento colectivo de valores*) is subject to CNBV authorization, creating a hybrid space between private placement exemptions and regulated public offerings.

Pursuant to CNBV opinions, any offer of securities to the general public, regardless of whether it is made through digital platforms or blockchain, requires registration and prior authorization. Therefore, tokenized securities offerings cannot bypass existing requirements by invoking technological novelty.

Distribution and custody rules also remain anchored in traditional intermediaries. Custody is usually handled by brokerage firms (*casas de bolsa*) or banks authorized by the CNBV. Tokenized custody solutions, where ownership is evidenced directly on blockchain, have not been formally recognized. This creates legal uncertainty for fintech firms seeking to introduce peer-to-peer markets for tokenized instruments.

Nevertheless, Mexico has been open to experimentation. The Fintech Law authorizes the CNBV and the Ministry of Finance to create sandboxes for innovative models. Pilot projects have included the blockchain-based issuance of participations in debt instruments, though formal regulatory adjustments are pending.

In practice, the Mexican framework takes a cautious approach: it embraces fintech innovation under the Fintech Law while keeping securities regulation separate in the LMV. The resulting dualism creates uncertainty for tokenized securities. Unless reforms explicitly recognize blockchain as a valid infrastructure for securities custody and transfer, issuers must continue to operate within the constraints of private placement exemptions and CNBV oversight.

3. Brazil

In Brazil, the legal framework for securities offerings is primarily governed by Law No. 6,385 of 1976, which created the CVM, and Law No. 6,404 of 1976 (the “**Corporations Law**”). Under these statutes, any public offering of securities requires prior registration with the CVM and compliance with disclosure obligations. A public offering is generally characterized as any solicitation addressed to an undetermined group of investors, regardless of the medium.

By contrast, private placements are not explicitly defined in law but are understood as offerings that do not reach the thresholds of public solicitation. The CVM has clarified through interpretive guidance that issuers may raise funds privately when securities are offered only to a

restricted number of professional or qualified investors, without mass communication. This approach parallels the Colombian and Mexican regimes: private offerings remain exempt from registration and prospectus obligations, provided they are limited in scope and audience.

Brazil has also developed a dedicated regime for securities crowdfunding, regulated initially by CVM Instruction 588/2017, and now integrated into broader digital finance reforms. This framework permits SMEs to raise limited amounts of capital from retail investors through licensed electronic platforms, subject to strict caps on issuance size and individual investments.

Recent reforms have modernized Brazil's regulatory landscape. In particular, CVM Resolution No. 175/2022, which consolidated the regulation of investment funds, explicitly recognized that funds may hold digital assets, including tokenized securities, subject to custody and risk management requirements. In addition, the CVM has operated a regulatory sandbox (since 2020), allowing fintech firms to test tokenized debentures, real estate participations, and crowdfunding models.

Taken together, Brazil's model illustrates a pragmatic balance: while preserving investor protection through registration and disclosure in public markets, it provides flexibility for private placements and experimental tokenization initiatives under CVM oversight.

However, Brazil has taken significant steps toward clarifying the treatment of tokenized securities. The CVM has issued multiple interpretive statements affirming that tokens representing securities must comply with existing securities law, regardless of their technological medium. This functionalist approach mirrors Colombia and Mexico but has been further consolidated through regulatory reforms.

Custodians must be authorized institutions, ensuring that investor protection standards are maintained. The recognition of tokenized assets within fund portfolios provides legal certainty and paves the way for institutional adoption.

Brazil has also pioneered sandbox initiatives. The CVM's regulatory sandbox has hosted several blockchain-based issuance and trading platforms, including tokenized debentures and real estate securities. These projects tested secondary trading on distributed ledgers, with positive regulatory feedback emphasizing the importance of Anti-Money Laundering ("**AML**") and Countering the Financing of Terrorism ("**CFT**") compliance and technological resilience.

Despite these advances, challenges persist. Custody remains an unresolved issue: while Resolution 175 acknowledges digital assets, it still requires reliance on intermediaries for safekeeping. Furthermore, the enforceability of smart contracts under Brazilian civil law has not been fully tested in courts, leaving doctrinal uncertainty about their contractual status.

Overall, Brazil stands out as the most progressive Latin American jurisdiction in integrating tokenized securities into formal regulation. Its sandbox experiences demonstrate a pragmatic approach: regulatory flexibility to accommodate innovation, paired with safeguards to protect investors and maintain market integrity.

4. Spain

In Spain, the legal framework for securities offerings derives from Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be

published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC ("**Prospectus Regulation**") directly applicable across the European Union, and complemented at the national level by the Securities Markets and Investment Services Act (*Ley 6/2023, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, "LMVSI"*) and regulations issued by the CNMV.

As a general principle, an issuer must prepare and publish a prospectus when making an offer of securities to the public or when requesting the admission of securities to trading on a regulated market. The CNMV is the competent authority for approving prospectuses in Spain.

However, the Prospectus Regulation provides several exemptions that effectively define the scope of private placements (*ofertas privadas*). A prospectus is not required when the offer is addressed exclusively to qualified investors, when it is directed at fewer than 150 natural or legal persons per Member State, or when the aggregate amount of the offer in the EU is less than EUR 5 million calculated over a 12-month period. Additional exemptions apply in the context of admission to trading, such as the issuance of new shares representing less than 20% of existing share capital admitted on the same regulated market within a 12-month period, or shares resulting from the conversion or exchange of existing instruments within the same threshold.

In practice, these rules permit Spanish issuers, including SMEs and private companies, to raise funds without a prospectus provided they remain within the quantitative and qualitative thresholds. Institutional and high-net-worth investors may participate freely under the exemptions, while retail investors are generally subject to prospectus requirements unless specific exemptions apply. The Spanish model thus maintains strong investor protection while offering flexible avenues for private placements, particularly relevant for venture capital, real estate, and fintech issuers.

Spain provides an important comparative benchmark due to its participation in the EU's digital finance agenda. MiCA establishes a comprehensive framework for crypto-assets that do not qualify as financial instruments. It distinguishes between asset-referenced tokens, e-money tokens, and other crypto-assets, imposing disclosure, governance, and reserve requirements. However, MiCA explicitly excludes securities, which remain subject to existing EU law (MiFID II).

For tokenized securities, the relevant innovation is the DLT Pilot. This regime allows authorized market infrastructures, such as multilateral trading facilities ("**MTFs**") and central securities depositories ("**CSDs**"), to operate under temporary exemptions when using distributed ledger technology. The objective is to test whether DLT can replace or complement traditional post-trade infrastructures. Spain, through the CNMV, has actively engaged in the Pilot Regime, authorizing experiments such as the Securitize project, which tested the issuance and settlement of tokenized bonds.

The CNMV's position is pragmatic: tokens that embody rights equivalent to traditional securities are considered negotiable securities (*valores negociables*), regardless of their form. Thus, tokenization is a matter of infrastructure, not of legal classification. The sandbox experience confirmed both the feasibility of DLT-based issuance and the challenges of integrating such models into existing custody and settlement chains.

For Latin America, Spain illustrates two key lessons. First, regulatory clarity is essential: tokenized securities remain subject to the same rules as traditional ones. Second, experimental regimes such as the DLT Pilot can accelerate learning while safeguarding systemic stability.

5. Observations and gaps

A comparative reading reveals both convergence and divergence. Convergence arises from the functionalist principle: tokenized securities are treated as securities if they replicate equivalent rights, irrespective of form. Divergence lies in the degree of regulatory openness: Brazil and Spain have embraced sandboxes and pilot regimes, while Colombia and Mexico remain more restrictive.

Common challenges persist across jurisdictions:

- Investor protection, ensuring only eligible investors participate in private placements.
- Custody, reconciling blockchain-based ownership with depository requirements.
- AML/CTF compliance, integrating on-chain transparency with off-chain identity verification.
- The future of tokenized private securities in Latin America depends on addressing these gaps through balanced regulatory reform.

IV. Key legal and practical issues in tokenized private securities

1. Enforceability and legal certainty

A fundamental issue for tokenized securities is whether a digital token recorded on a blockchain constitutes valid proof of ownership under existing legal frameworks. In traditional securities markets, ownership is evidenced either through physical certificates or through book-entry systems maintained by a CSD. In the case of tokenized securities, ownership is inscribed on a distributed ledger, raising the question of whether such inscription has the same evidentiary and legal effect.

In Colombia, Law 527 of 1999 and the jurisprudence of the Constitutional Court (Judgment C-831/2001) recognize the legal validity of electronic data messages as evidence, provided their integrity and reliability can be demonstrated. Applied to blockchain, these criteria are arguably satisfied given the immutability and transparency of distributed ledgers. However, since Decree 2555 of 2010 still presumes custody through licensed intermediaries or the central depository, blockchain-based records may not yet substitute depository records in the eyes of regulators. This tension leaves tokenized securities in a gray area between technological sufficiency and regulatory recognition.

Equally important is the enforceability of smart contracts. These are self-executing programs that automate the performance of contractual obligations, such as settlement or compliance checks. Under Colombian contract law it requires consent, purpose, and cause. A smart contract, once deployed and consented to by the parties, may satisfy these requirements, particularly under the principle of freedom of contract. The enforceability debate focuses on whether courts will recognize code as a valid expression of will. Jurisprudence from other jurisdictions, such as the U.S. Commodity Futures Trading Commission's ("CFTC") recognition of certain

smart derivatives contracts, suggests growing acceptance, though subject to mandatory law and judicial review²⁷.

At the international level, the EU DLT Pilot Regime expressly recognizes distributed ledger entries as valid proof of ownership for securities traded on authorized infrastructures. This demonstrates that enforceability is not merely a technological issue but depends on regulatory adaptation. Unless Latin American jurisdictions adopt similar provisions, tokenized securities will remain legally uncertain despite their technical robustness.

2. Custody and settlement

Custody of securities traditionally requires intermediaries such as custodians and depositories. Tokenization challenges this model by enabling on-chain custody, where the investor's wallet address itself constitutes proof of ownership. In theory, this disintermediation reduces costs and settlement risks by allowing delivery-versus-payment (“DvP”) in real time.

However, on-chain custody raises legal risks. If a private key is lost or stolen, ownership cannot be restored without judicial intervention, yet courts lack clear procedural rules for ordering restitution on blockchain. Furthermore, most Latin American jurisdictions, including Colombia and Mexico, require that custody of securities be handled by licensed entities, making self-custody legally questionable.

Off-chain custody, by contrast, involves licensed intermediaries holding private keys or tokens on behalf of clients. This model aligns more closely with existing regulations but risks undermining blockchain's benefits by reintroducing centralized control and counterparty risk.

The legal treatment of custodians and wallet providers is another unresolved issue. Under Brazil's CVM Resolution 175, funds may hold tokenized assets provided that custody is handled by authorized institutions, implicitly recognizing wallet providers as potential custodians if licensed. Spain, under the DLT Pilot Regime, has also required intermediaries to integrate with blockchain infrastructures, striking a balance between innovation and investor protection.

In practice, hybrid models may emerge: licensed custodians maintaining “institutional wallets” while investors retain view-only access to on-chain positions. This preserves regulatory oversight while leveraging blockchain's transparency. The challenge for Latin America is adapting custody rules to recognize on-chain registries as legally equivalent to depository records, while ensuring safeguards against loss, fraud, and cyber risk.

3. Investor eligibility and compliance

Private placements in Latin America are generally defined by what they are not: they are offerings that fall below the statutory thresholds for public offerings, whether in terms of the number of offerees or the means of solicitation. In this sense, participation is not necessarily restricted to accredited or institutional investors; rather, any person may subscribe, provided the offering remains within the limits that prevent its reclassification as public. In Colombia, Mexico, and Brazil for example, an offering is considered public if directed at 100 or more specific persons or to an undetermined group; thus, an offering to fewer than 100 identified persons is private,

27 Commodity Futures Trading Commission (CFTC), *Smart Contracts: A CFTC Primer*, Washington, D.C.: CFTC, 2018. https://www.cftc.gov/sites/default/files/2018-11/LabCFTC_PrimerSmartContracts112718.pdf.

regardless of whether they are retail or institutional. In Spain and the EU, the Prospectus Regulation provides exemptions for offers to fewer than 150 persons per Member State, or below EUR 5 million in value, again showing that private placement status hinges on scope and thresholds rather than investor type alone.

Tokenization does not alter these regulatory triggers but introduces new mechanisms to enforce compliance. Through programmable compliance, smart contracts can restrict transfers of tokens to pre-approved wallet addresses that have passed Know Your Customer (“**KYC**”) or AML checks, ensuring that only investors within the permitted scope (qualified, institutional, or numerically limited) can hold or trade tokenized securities. Such restrictions are already tested in European sandbox projects, where eligibility rules are hard-coded into the token’s smart contract.

KYC/AML integration is particularly salient in Latin America, where regulators prioritize compliance obligations. Blockchain can enhance this process by enabling real-time checks against sanction lists and by recording immutable audit trails of all transfers. The practical challenge lies in linking on-chain wallet addresses with off-chain identities while respecting data protection and privacy rules.

Brazil’s sandbox experiences show regulators’ openness to blockchain-based compliance systems, provided they are connected to existing supervisory reporting. Similarly, in Colombia, the SFC sandbox has tested identity verification and investor accreditation tools built on distributed ledger technology.

In this way, tokenization offers not only technological innovation but also a form of regulatory innovation, automating compliance obligations traditionally handled by intermediaries. Yet, for these mechanisms to provide full legal certainty, regulators must formally recognize them as substitutes for conventional processes, ensuring that tokenized private placements remain valid within the established legal framework.

4. Secondary market liquidity

A key promise of tokenization is enhanced secondary market liquidity. By enabling peer-to-peer (“**P2P**”) trading of private securities, tokenization could mitigate the illiquidity that plagues private placements. In practice, however, securities laws impose strict limits on secondary transfers.

In Colombia, privately placed securities may not be freely transferred to the public; they may only circulate among eligible investors. This restriction limits the extent of P2P trading even if technologically possible. Similar rules apply in Mexico and Brazil, reflecting the principle that exemptions from registration are contingent on limited distribution.

Tokenization does not remove these restrictions but can improve liquidity within the eligible investor pool. Smart contracts can automate transfer restrictions, ensuring compliance with private placement rules while enabling real-time settlement. Spain’s sandbox experience with the Securitize project demonstrated that P2P secondary trading is feasible under EU law, provided tokens incorporate transfer restrictions consistent with MiFID II.

The challenge for Latin America is to reconcile technological potential with regulatory constraints. While P2P platforms could lower costs and improve efficiency, regulators remain

concerned about circumvention of investor protection rules. The most likely path is to authorize closed trading venues or permissioned blockchain networks, where only accredited investors may participate and compliance is automated.

Liquidity, therefore, will remain relative: tokenization can reduce frictions within the private investor circle but will not convert private securities into publicly tradable instruments without broader regulatory reform.

5. Cross-border considerations

Tokenized securities raise complex cross-border issues, particularly in Latin America's fragmented regulatory landscape. Transactions may involve issuers in Colombia, investors in Mexico, and custodians in Spain or Brazil. This multiplies conflicts of law and questions of enforceability.

First, recognition of foreign investors depends on domestic eligibility rules. A Mexican institutional investor may qualify under Mexico's LMV but not under Colombia's Decree 2555, complicating cross-border private placements. Tokenization can technically enable seamless distribution, but legal restrictions still require careful structuring, often through feeder vehicles or bilateral exemptions.

Second, enforcement of foreign judgments remains a challenge. If a dispute arises regarding tokenized securities held on a blockchain, the applicable law and jurisdiction must be determined. Colombia generally recognizes foreign judgments under reciprocity, while Spain enforces them under EU regulations. Brazil and Mexico rely on domestic procedures subject to public policy exceptions.

The EU's DLT Pilot Regime mitigates such risks by designating applicable law and supervision within authorized infrastructures. Latin America has yet to adopt similar frameworks. Until then, cross-border tokenized offerings will require meticulous contractual structuring, including choice-of-law clauses and submission to arbitration, to ensure enforceability across jurisdictions.

V. Applications to fintech M&A and capital markets

1. Tokenization in mid-market M&A (USD 10-20 million range)

The mid-market segment, transactions valued between USD 10 and 20 million, plays a critical role in Latin America's entrepreneurial ecosystem. These transactions often involve fintech startups, technology service providers, and mid-sized enterprises seeking strategic acquisitions to consolidate market share or expand regionally. Traditionally, such deals have been executed using equity or debt instruments under private agreements, subject to local corporate and securities law. However, the use of tokenized instruments introduces significant efficiencies.

1.1. Structuring acquisitions using tokenized equity or debt

In a conventional M&A transaction, equity transfers must be recorded in shareholder registries and often require notarization or filings with local chambers of commerce.

Debt instruments, such as convertible notes or secured debentures, must be physically issued or dematerialized through depositories. By contrast, tokenization allows equity or debt interests to be issued directly on a blockchain, represented as security tokens embedded with contractual rights and transfer restrictions. These tokens can be programmed to reflect shareholder agreements, voting rights, drag-along and tag-along clauses, or conversion features.

1.2. Legal benefits: faster settlement, enhanced due diligence, fractionalization

From a legal perspective, tokenized M&A structures offer three main advantages:

- a) Faster settlement. Blockchain transactions settle in near real-time, reducing reliance on escrow accounts and minimizing counterparty risk. A buyer can receive tokenized shares or debt instruments instantly upon transfer of funds through a stablecoin or other on-chain settlement asset.
- b) Enhanced due diligence. Tokenized securities can integrate compliance and corporate governance data directly into the token itself. For example, shareholder restrictions, liens, or pledges can be coded as metadata, giving acquirers full visibility into the status of securities without manual registry checks.
- c) Fractionalization. Tokenization facilitates partial acquisitions by dividing equity into fractional tokens. This enables flexible structuring, for instance, allowing minority investors to co-invest alongside strategic buyers, or splitting acquisition financing between equity tokens and tokenized debt.

While the enforceability of such arrangements still depends on compliance with national company and securities laws, the programmatic embedding of rights and restrictions represents a paradigm shift: what previously required extensive contractual drafting and manual oversight can now be automated through smart contracts, subject to judicial review in the event of disputes.

2. Tokenization as a tool for access to capital markets

Tokenization also serves as a powerful instrument for democratizing access to capital markets, particularly in jurisdictions where SMEs and mid-market issuers face persistent financing gaps.

2.1. SMEs issuing tokenized private securities

SMEs in Latin America often lack the scale or resources to issue registered securities on stock exchanges. Private placements are therefore their principal financing mechanism, but these are hampered by high costs, reliance on intermediaries, and limited liquidity. Tokenization allows SMEs to issue private securities in digital form, reducing issuance costs by replacing traditional registries with blockchain-based ledgers and automating compliance through programmable restrictions.

For instance, a Colombian SME could issue tokenized debt participations through a trust structure, with tokens distributed exclusively to professional investors in compliance with Decree 2555/2010. Smart contracts could enforce investor eligibility, automate

interest payments, and restrict secondary transfers to accredited investors only. This reduces administrative burdens and enhances transparency for investors.

2.2. Real estate and asset-backed financing as case studies

Real estate financing provides a practical example of tokenization's potential. Developers frequently rely on private placements of trust participations (*derechos fiduciarios*) to finance projects. These instruments are illiquid, transferable only through contractual assignment with fiduciary approval. By tokenizing participations, developers could create tradable units recorded on blockchain, each representing a fractional share of the underlying trust rights. Spain's sandbox experience with tokenized bonds under the CNMV has shown that secondary market trading can be achieved within controlled environments, and Brazil's sandbox has tested tokenized debentures with promising results.

Similarly, asset-backed financing, such as securitizations of receivables or future cash flows, can benefit from tokenization. Instead of issuing complex paper-based certificates, receivables can be represented as tokens linked to smart contracts that automatically distribute payments according to waterfall structures. This innovation reduces administrative costs, increases investor confidence through transparent audit trails, and could eventually enable cross-border syndication of Latin American asset-backed deals.

3. Legal technology as an enabler

Beyond transactional structuring, tokenization and blockchain serve as legal technology enablers for compliance, governance, and legal practice.

3.1. Use of blockchain for automated compliance and governance

Compliance with private placement rules, AML/CTF obligations, and investor eligibility can be embedded directly into tokenized securities. Smart contracts can automatically block transfers to unverified investors, enforce holding periods, and trigger reporting obligations to regulators. This reduces the compliance burden on issuers and intermediaries while enhancing regulatory oversight through real-time transparency.

Blockchain can also serve as a corporate governance tool. Shareholder voting, dividend distributions, and board resolutions can be recorded and executed on-chain, creating tamper-proof records that increase trust among stakeholders. For fintech startups undergoing M&A, governance automation reduces disputes over share registers and voting rights, a recurrent issue in Latin American corporate practice.

3.2. Integration with law firm practices (contract automation, custody opinions)

For law firms, tokenization opens new service lines. Legal advisors will be called upon to:

- Draft and audit smart contracts to ensure enforceability under local law.
- Provide custody opinions, certifying whether blockchain-based records meet regulatory requirements for proof of ownership.

- Integrate tokenized instruments into automated contract management systems, enabling clients to monitor compliance in real time.

For instance, a law firm advising on a tokenized acquisition could deliver both the traditional share purchase agreement and the underlying smart contract code, audited for consistency with legal terms. Similarly, in securitization transactions, lawyers could validate that tokenized waterfalls comply with contractual covenants and investor protections.

This integration positions legal practice at the intersection of technology and regulation. It also reflects a broader trend: as capital markets infrastructure becomes increasingly digital, legal certainty will depend not only on statutory interpretation but also on the technical design of tokenized instruments.

VI. Policy and regulatory recommendations

1. Principles for sound legal design

A regulatory framework for tokenization must be anchored in three guiding principles: trust, reliability, and clarity.

Trust is foundational. Tokenized securities will only gain acceptance among issuers, investors, and regulators if the legal system ensures that blockchain-based records are as credible and enforceable as traditional registries. This entails explicit statutory recognition of distributed ledger entries as valid proof of ownership, subject to judicial oversight in case of disputes.

Reliability requires that regulatory frameworks guarantee the operational resilience of tokenization infrastructures. Latin America has seen multiple fintech failures due to weak cybersecurity and poor governance. Rules should establish minimum standards for system integrity, custody arrangements, and disaster recovery protocols, ensuring that investors can rely on tokenized instruments in the same way they rely on book-entry securities.

Clarity is indispensable for market growth. Legal uncertainty deters investment, particularly cross-border flows. Legislators and regulators must provide precise definitions of “tokenized securities” and their treatment under existing securities law. Ambiguity, such as whether tokens qualify as “*valores*” in Colombia or “*valores mobiliários*” in Brazil, creates enforcement risks and discourages participation by institutional investors.

By codifying these principles into law or regulatory guidance, Latin American jurisdictions can establish a baseline of legal certainty while leaving room for innovation.

2. Flexible vs. restrictive regulation

The debate on how to regulate tokenization oscillates between two extremes: restrictive frameworks that seek to eliminate risk, and flexible regimes that permit experimentation.

Risks of over-regulation. A prohibitive approach may block innovation by imposing the same requirements as public offerings on tokenized private placements. This could deter SMEs from

using tokenization altogether, limiting its promise of financial inclusion. Overly prescriptive rules also risk becoming obsolete as technology evolves. For instance, requiring all tokenized securities to be custodied in centralized depositories could undermine the efficiency gains of blockchain while entrenching incumbent intermediaries.

Benefits of sandboxes and experimental regimes. Conversely, a flexible approach allows market participants to test models under regulatory supervision. Regulatory sandboxes, as implemented in Brazil and Spain, provide controlled environments to assess legal, operational, and technological risks before scaling. Such frameworks reduce uncertainty for innovators while giving regulators real-time insight into emerging risks. Sandboxes also serve as policy laboratories, generating empirical data to inform future legislation.

Latin America should avoid the trap of “regulation by enforcement,” where legal certainty emerges only from ex post regulatory actions. Instead, regulators should proactively design graduated regimes: basic requirements for all tokenized offerings (e.g., AML/CTF, investor eligibility) combined with sandbox pathways for more complex innovations. This dual-track approach balances prudence with openness.

3. Path for Latin America

Colombia, given its regulatory maturity and fintech ecosystem, is well-positioned to lead regional developments in tokenization. Its financial regulator, the SFC, has already demonstrated openness through its sandbox (laArenera), hosting projects on tokenized real estate, collateral exchange, and debt instruments. To consolidate leadership, Colombia should:

- Recognize blockchain entries as valid securities registries under Decree 2555/2010, provided they meet reliability standards equivalent to the central depository.
- Establish a formal sandbox regime for tokenized securities, with pathways for pilot projects to transition into full-scale regulated offerings.
- Develop guidelines for smart contracts and custody, clarifying the legal treatment of on-chain settlement, wallet providers, and programmable compliance mechanisms.

Lessons from Spain. Spain’s participation in the EU DLT Pilot Regime shows the value of controlled experimentation within a clear legal perimeter. The CNMV’s conclusions from the Securitize project demonstrate that tokenized securities can be integrated into existing frameworks without creating systemic risk, provided compliance and custody safeguards are respected.

Lessons from Brazil. Brazil’s CVM Resolution 175 illustrates how tokenized assets can be recognized within fund structures, allowing institutional adoption while preserving investor protection. The CVM sandbox further shows how regulators can collaborate with innovators to refine models for issuance, custody, and secondary trading.

By adopting a similar model, Colombia could become a regional benchmark, offering a coherent legal design that balances innovation with prudence. Such leadership would not only attract capital flows but also position Colombia as a hub for cross-border fintech M&A and tokenized capital markets transactions in Latin America.

VII. Conclusions

1. Thesis restatement

This article has argued that tokenization of private securities serves as a bridge between traditional private placement regimes and blockchain-enabled finance. When integrated within a legally sound and technologically adaptable framework, tokenization can overcome structural inefficiencies of private markets, particularly in Latin America, by enhancing liquidity, compliance, and investor protection.

2. Synthesis of findings

The doctrinal and regulatory analysis conducted in this study demonstrates three central findings.

First, tokenization enhances liquidity, compliance, and investor protection. By embedding eligibility checks, AML/CTF safeguards, and transfer restrictions directly into smart contracts, tokenized securities can achieve higher levels of legal certainty and market efficiency than their paper-based or dematerialized counterparts. Secondary market illiquidity, long considered a structural limitation of private placements, can be mitigated through peer-to-peer trading restricted to eligible investors, provided the legal framework recognizes blockchain records as valid proof of ownership.

Second, the legal architecture must evolve, but does not require wholesale replacement. In Colombia, Mexico, and Brazil, securities laws already provide the conceptual tools to assimilate tokenized instruments into existing categories of “*valores*” or “*valores mobiliarios*.” Spain’s experience under MiCA and the DLT Pilot Regime confirms that tokenization can be integrated into existing capital markets legislation without altering the fundamental principles of investor protection and regulatory oversight. What is needed is clarity, and statutory or regulatory guidance confirming that distributed ledger entries are valid forms of securities registries.

Third, practical applications confirm the significance of tokenization for mid-market M&A transactions and SME financing. Tokenized equity and debt can streamline due diligence, accelerate settlement, and enable fractional ownership in transactions valued between USD 10 and 20 million. In real estate and asset-backed financing, tokenization reduces costs and increases transparency, offering scalable models for capital formation in emerging markets.

3. Final argument

The overarching normative conclusion is that legal frameworks should allow experimentation with private models, subject to minimal requirements of trust, reliability, and clarity. Attempts to eliminate all risk through restrictive regulation risk freezing innovation, depriving SMEs and investors of the efficiency and inclusion benefits tokenization promises.

By contrast, regulation that promotes competition, transparency, and freedom of choice enables innovation to flourish. Lessons from Spain and Brazil confirm that sandboxes and pilot regimes can balance prudence with flexibility, generating empirical knowledge for legislators and regulators. Colombia, with its fintech ecosystem and regulatory maturity, is well positioned

to lead the region by adopting a legal architecture that recognizes tokenization not as an exception but as a natural evolution of private capital markets.

Ultimately, efficiency, inclusion, and innovation thrive when regulation embraces adaptability rather than rigidity. Tokenization is not a panacea, but it represents a powerful tool for democratizing access to capital markets in Latin America. By bridging the gap between traditional structures and digital infrastructures, tokenization offers a path toward a more inclusive and competitive financial ecosystem.

Tres años de planes de reestructuración: tendencias judiciales y utilidad práctica

Jordi Gras

Socio de Pérez-Llorca

REESTRUCTURACIONES Y CONCURSAL

BARCELONA

Claudia Agustí

Asociada de Pérez-Llorca

REESTRUCTURACIONES Y CONCURSAL

BARCELONA

Antoni Gómez

Asociado de Pérez-Llorca

REESTRUCTURACIONES Y CONCURSAL

BARCELONA

| | | |
|-------------|--|-----------|
| I. | Introducción | 68 |
| II. | Los dos ejes centrales para el éxito de los planes de reestructuración según la evolución jurisprudencial | 69 |
| | 1. Eje formal: la formación de clases y el perímetro de afectación | 69 |
| III. | El experto en reestructuraciones | 72 |
| | 1. Alcance de la labor de certificar mayorías (caso “Vilaseca”) | 73 |
| | 2. ¿Resulta necesario el nombramiento del experto en reestructuraciones para conseguir la homologación judicial de planes de reestructuración no consensuales? | 74 |
| IV. | Evolución jurisprudencial: ¿hacia dónde vamos? | 76 |
| | 1. El control judicial | 76 |
| | 2. Tratamiento equitativo de los créditos del mismo rango | 79 |
| | 3. La afectación de la financiación interina | 80 |
| V. | Conclusión: hacia la madurez del sistema de reestructuración preventiva | 82 |
| VI. | Resoluciones judiciales citadas | 83 |



Fecha de recepción
31 de octubre de 2025



Fecha de aceptación
24 de noviembre de 2025



Resumen: Tras tres años de aplicación de la Ley 16/2022, los planes de reestructuración se han consolidado como el principal instrumento del nuevo marco pre-concursal español. El artículo analiza la evolución jurisprudencial reciente, centrada en la correcta formación de clases, la delimitación del perímetro de afectación y la exigencia de viabilidad empresarial, así como en el papel del experto en reestructuraciones. Se examinan, además, las diferentes posturas judiciales sobre el alcance del control de homologación y la afectación de la financiación interina. El estudio revela una creciente consolidación de criterios garantistas, aunque persisten divergencias interpretativas que exigen mayor uniformidad para afianzar una cultura efectiva de reestructuración preventiva.

Abstract: Three years after the enactment of Law 16/2022, restructuring plans have become the core instrument of Spain's pre-insolvency framework. This article examines the recent judicial developments regarding creditor class formation, the definition of affected liabilities, and the requirement of business viability, together with the evolving role of restructuring experts. It also addresses divergent judicial approaches to court confirmation and interim financing. The analysis shows an increasing consolidation of protective standards but highlights persistent inconsistencies that call for greater uniformity and a more substantive culture of preventive restructuring in Spain.



Palabras clave: Planes de reestructuración, homologación judicial, experto en reestructuraciones, formación de clases de acreedores, perímetro de afectación, viabilidad empresarial, control judicial, financiación interina.

Key words: Restructuring plans; court confirmation; restructuring expert; creditor class formation; scope of affected liabilities; business viability; judicial review; interim financing; Law 16/2022; preventive restructuring in Spain.

Tres años de planes de reestructuración: tendencias judiciales y utilidad práctica

I. Introducción

La entrada en vigor de la Ley 16/2022, de 5 de septiembre, por la que se modifica el texto refundido de la Ley Concursal (la “**Ley 16/2022**” o “**TRLR**”), ha supuesto la implantación en nuestro ordenamiento jurídico de un nuevo paradigma en la gestión de la crisis empresarial. Esta reforma, impulsada por la necesidad de transponer la Directiva (UE) 2019/1023 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas, y por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 (la “**Directiva de Insolvencia**”), ha desplazado el eje del sistema concursal desde una lógica principalmente liquidatoria hacia una cultura de rescate y continuidad de la empresa. El instrumento central de este nuevo modelo lo constituyen los planes de reestructuración, concebidos como un mecanismo flexible y precoz que permite a los deudores, en colaboración con sus acreedores, reordenar su pasivo y adaptar su estructura con el fin de evitar la declaración de concurso.

Transcurridos más de tres años desde su puesta en funcionamiento, resulta necesario realizar un análisis en profundidad de la evolución jurisprudencial que ha acompañado a la aplicación de estos planes. La práctica judicial ha ido perfilando los contornos, requisitos y límites de este novedoso instituto, resolviendo algunas de las muchas dudas interpretativas que planteaba su articulado y, a la vez, generando nuevos debates. La jurisprudencia se ha erigido así en el principal motor de desarrollo de un cuerpo normativo que, por su carácter abierto y flexible, demanda una constante labor de concreción.

El presente artículo pretende, precisamente, ofrecer una panorámica sistemática de las tendencias judiciales más significativas que han emergido en este trienio. El análisis se estructurará en torno a dos ejes fundamentales. En primer lugar, se examinarán los dos pilares sobre los que se asienta la legitimidad del plan: el eje formal, integrado por la correcta formación de clases de acreedores y la delimitación objetiva del perímetro de afectación, y el eje sustantivo, centrado en el cumplimiento imprescindible del requisito de viabilidad. La jurisprudencia ha sido particularmente rigurosa en el control de ambos aspectos, estableciendo una doctrina garantista que busca prevenir usos fraudulentos o abusivos del instrumento.

En segundo término, se dedicará una atención pormenorizada a la figura del experto en reestructuraciones, analizando el alcance de sus funciones —especialmente en lo relativo a la certificación de mayorías— y el vivo debate existente en torno a la necesidad o no de su nombramiento para la homologación de planes no consensuales, donde coexisten posturas jurisprudenciales abiertamente contrapuestas.

Por último, el trabajo se adentrará en la evolución jurisprudencial reciente, explorando la tensión entre dos modelos de control judicial en la fase de homologación —el modelo de intervención

mínima y el de control sustantivo— y el tratamiento que los tribunales han dispensado a la financiación interina, delimitando cuándo su inclusión en el perímetro del plan resulta legítima.

A través de este recorrido, se aspira a proporcionar una herramienta de utilidad práctica para los operadores jurídicos, identificando tanto los consensos jurisprudenciales ya consolidados como las áreas de incertidumbre que persisten, todo ello con el objetivo último de contribuir a la seguridad jurídica y a la consolidación de una auténtica cultura de la reestructuración preventiva en España.

II. Los dos ejes centrales para el éxito de los planes de reestructuración según la evolución jurisprudencial

1. Eje formal: la formación de clases y el perímetro de afectación

La eficacia y la legitimidad de un plan de reestructuración se sustentan en dos pilares esenciales que la jurisprudencia ha ido definiendo con notable precisión a lo largo de estos últimos tres años. Por una parte, el eje formal, que garantiza la corrección procedimental mediante la formación de clases de acreedores y la delimitación del perímetro de afectación. Por otra, el eje sustantivo, materializado en el requisito ineludible de la viabilidad futura de la empresa. La práctica judicial demuestra que el éxito del plan depende de la concurrencia armónica de ambos elementos, sujetos a un control judicial que ha transitado desde un examen inicial predominantemente formalista hacia un escrutinio sustantivo progresivamente más riguroso.

1.1. Formación de clases

La formación de clases de acreedores constituye la arquitectura fundamental sobre la que se articula la representación colectiva de intereses y la extensión de los efectos del plan a los acreedores disidentes. La Ley 16/2022, al transponer la Directiva de Insolvencia, sustituyó la lógica individualista del convenio concursal por un modelo de agrupación por clases, presumiendo la existencia de un interés común entre los créditos de igual rango en el orden de pago concursal, conforme a su art. 623. No obstante, este mismo precepto permite la formación de clases dentro de un mismo rango concursal cuando existan “razones suficientes que lo justifiquen”, lo que genera el riesgo inherente de que se configuren clases de manera arbitraria o artificiosa, con el único propósito de alcanzar mayorías que arrastren al resto de acreedores. La jurisprudencia ha reaccionado ante este peligro estableciendo mecanismos de control específicos. Como señala la sentencia 971/2025 de la Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 15.^a)¹, el remedio frente a la creación irregular o fraudulenta de clases se encuentra en la impugnación del plan por incorrecta configuración de las clases, infracción de los principios de no discriminación o tratamiento paritario, vulneración del interés superior de los acreedores o quebrantamiento de la regla de prioridad absoluta.

La importancia crucial de una correcta formación de clases queda perfectamente ilustrada en el caso “Transbiaga”², en el que el Juzgado de lo Mercantil n.º 1 de San Sebastián, recogiendo la doctrina establecida por el Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de

1 Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 15.^a) 971/2025, de 21 de julio.

2 Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 1 de San Sebastián 3/2025, de 8 de enero.

Sevilla en el caso “Outlet Andalucía”³, advierte de que “si la formación de clases no representa bien los tipos de intereses que hay en juego en la reestructuración, se estará pervirtiendo el sistema”, subrayando que es precisamente la correcta configuración de clases lo que justifica apartarse del principio mayoritario clásico, basado exclusivamente en el importe del pasivo, para adoptar un nuevo principio mayoritario construido sobre la homogeneidad de intereses. La sentencia insiste en que cada clase debe representar un interés sustancialmente diferente, siendo esta diferencia de tal entidad que legitime la creación de una clase separada, ya que de lo contrario se produciría una duplicación indebida del voto o se concedería un poder desproporcionado a acreedores que comparten intereses comunes con otros.

Esta doctrina ha encontrado aplicación concreta en resoluciones como la del caso “Comercial Pernas”⁴, en la que el Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Pontevedra denegó la homologación de un plan precisamente por defectuosa formación de clases, entre otras razones. El tribunal constató la falta de correspondencia entre el pasivo declarado, las 21 subclases propuestas para los créditos financieros y el informe de mayorías, y destacó que la errónea clasificación afectaba directamente a la validez del cómputo de mayorías y, consecuentemente, a la eficacia misma del plan. Estas resoluciones evidencian una tendencia judicial uniforme: la clasificación no constituye un mero trámite formal, sino un presupuesto de legitimidad que el juez de la homologación debe verificar, incluso de oficio, en aplicación del art. 638 del TRLC. Dicho control no se limita a la existencia formal de las clases, sino que se extiende a su coherencia interna y a su correspondencia con la realidad económica y jurídica del pasivo, actuando como mecanismo esencial de control de equidad y prevención de comportamientos oportunistas.

1.2. Perímetro de reestructuración

El segundo componente del eje formal, íntimamente vinculado al anterior, lo constituye la delimitación del perímetro de afectación. La jurisprudencia ha reconocido de forma unánime que, si bien el proponente del plan disfruta de un margen de discrecionalidad para definir los créditos incluidos o excluidos de la reestructuración, dicha facultad no es ilimitada y debe ejercerse conforme a criterios objetivos, transparentes y susceptibles de control jurisdiccional. La evolución en este punto ha sido significativa. Ya en 2023, la Audiencia Provincial de Pontevedra (Sección 1.ª), en el caso “Xeldist”⁵, estableció un precedente crucial al señalar que el control judicial sobre la correcta formación de clases implica necesariamente examinar el perímetro de afectación. Esta línea jurisprudencial se consolidó durante 2024 con pronunciamientos como el de la Audiencia Provincial de Valencia (Sección 9.ª), en el caso “DAS Photonics”⁶, que, si bien recordó que el perímetro no constituye un motivo autónomo de impugnación, admitió su análisis por su íntima vinculación con la configuración de las clases. En este último caso, la Sala advirtió con notable claridad que otorgar libertad absoluta al deudor podría favorecer el fraude de ley, subrayando que “los tribunales no pueden quedar al margen, sino que deben examinar si el instrumento que el legislador ha facilitado se está utilizando correctamente y no de forma fraudulenta o con abuso de derecho”.

3 Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Sevilla 81/2024, de 6 de marzo.

4 Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Pontevedra 95/2024, de 16 de octubre.

5 Sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra (Sección 1.ª) 179/2023, de 10 de abril.

6 Sentencia de la Audiencia Provincial de Valencia (Sección 9.ª) 86/2024, de 27 de marzo.

En similar sentido se pronunció la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 28.^a) en el caso “Torrejón Salud”⁷, precisando que el plan no es un instrumento de afectación universal y que la selección de acreedores, aunque discrecional, no puede ser arbitraria. Esta doctrina ha sido reiterada de forma consistente por otras audiencias provinciales, como las de Cáceres (caso “Iberian Resources”)⁸ o Barcelona (caso “Vilaseca”)⁹, y, ya en 2025, por el Juzgado de lo Mercantil n.º 1 de San Sebastián (caso “Transbiaga”) y el Juzgado de lo Mercantil n.º 14 de Madrid (caso “Carlotta Iberia”)¹⁰.

Por otro lado, el Juzgado de lo Mercantil n.º 9 de Madrid estableció, en el caso “Scientia School”¹¹, un importante matiz en el control del perímetro de afectación, al precisar que el examen detallado y sustantivo del perímetro corresponde principalmente al régimen de impugnación. El tribunal apuntó que:

Existen una serie de requisitos previstos tasadamente en el art. 638 del TRLC para los planes consensuales y 639 del TRLC para los no consensuales, siendo los mismos susceptibles de control por el juez, y además siendo los mismos motivos de impugnación ante la AP, por lo que no queda claro el nivel de control en ambos escenarios, si bien lo único que puede determinarse estrictamente es que, en este escenario inicial de homologación, salvo que sea manifiesto el incumplimiento de dichos requisitos, debe procederse a homologar el PR, y que sea en el régimen de impugnación (o contradicción previa en su caso), tras contradicción entre ambas partes, donde se realice el análisis en los motivos de impugnación en cuanto a la contravención de dichos requisitos en el PR [el subrayado y la negrita son nuestros].

La conclusión que se extrae de este conjunto de resoluciones es unánime: la delimitación del perímetro no puede ser arbitraria ni quedar al margen del control judicial, y deben justificarse objetivamente las exclusiones para evitar que se convierta en un vehículo para alterar estratégicamente el equilibrio de mayorías o el reparto de las cargas de la reestructuración.

1.3. Eje sustantivo: la viabilidad de la empresa

Junto con el eje formal, el requisito sustantivo de la viabilidad de la empresa se erige como el pilar fundamental sobre el que debe descansar toda la construcción del plan. El art. 638.1 del TRLC exige que el plan ofrezca “una perspectiva razonable de evitar el concurso y asegurar la viabilidad de la empresa en el corto y medio plazo”. La jurisprudencia ha interpretado este precepto no como una mera promesa de éxito futuro, sino como una exigencia de plausibilidad sustentada en datos verificables y proyecciones económicas sólidas, excluyendo las hipótesis contingentes o expectativas inciertas. Un ejemplo paradigmático de la severidad con que los tribunales abordan este requisito lo constituye la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 28.^a) en el caso “EFTI”¹². En dicho supuesto, la deudora solicitó la homologación de su plan en enero de 2024 y, apenas

7 Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 28.^a) 131/2024, de 23 de abril.

8 Sentencia de la Audiencia Provincial de Cáceres (Sección 1.^a) 254/2024, de 19 de junio.

9 Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 15.^a) 701/2024, de 9 de julio.

10 Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 14 de Madrid 83/2024, de 17 de enero.

11 Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 9 de Madrid 228/2025, de 10 de abril.

12 Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 28.^a) 264/2025, de 9 de septiembre.

10 días después de su aprobación judicial, presentó concurso voluntario. La Audiencia concluyó que tal conducta evidenciaba que el plan “no ofrecía ninguna perspectiva razonable de evitar el concurso” y que su finalidad real era reducir artificialmente el pasivo antes de la liquidación, utilizando la homologación como un “atajo” para el saneamiento contable.

Esta resolución marca un punto de inflexión, al establecer que la viabilidad debe analizarse desde una doble dimensión: una prospectiva operativa, referida a la sostenibilidad de la actividad y la generación de caja, y otra estructural o financiera, relativa al equilibrio patrimonial posreestructuración. Frente al caso “EFTI”, que representa el límite de lo inadmisibles, otras resoluciones ilustran el estándar de lo que se considera un plan viable. El Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Murcia, en el caso “Rator”¹³, examinó minuciosamente un plan que preveía resultados positivos hasta 2030, sustentados en una quita sustancial de deuda y una fusión operativa. El tribunal aceptó que la mera existencia de una quita no desnaturaliza el plan, siempre que este permita restablecer el equilibrio financiero y mantener la actividad, avalando el uso del método de descuento de flujos de caja (“**DFC**”) para valorar la empresa en funcionamiento.

En sentido similar, el Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Murcia, en el caso “Soltec”¹⁴, validó un plan que generaba un acceso inmediato a liquidez de 45 millones de euros, y garantizaba el mantenimiento del empleo y la obtención de nuevos avales, elementos que, en conjunto, ofrecían una perspectiva razonable de continuidad. En definitiva, la jurisprudencia más reciente consolida un control judicial intensivo que exige que la viabilidad no sea una declaración formal, sino una hipótesis razonada, verificable y suficientemente acreditada mediante datos y compromisos contractuales que permitan avalar, *ex ante* y bajo la óptica de empresa en marcha, la reversión racional de la situación de insolvencia.

La interacción entre el eje formal y el sustantivo define el estándar de calidad y solvencia que debe reunir un plan de reestructuración. La correcta articulación de las clases y del perímetro asegura la equidad procesal y la legitimidad de la representación, mientras que la viabilidad proyectada dota de contenido y finalidad real a todo el proceso. La jurisprudencia ha asumido el rol de garante de este equilibrio, supervisando que el novedoso instrumento preconcursal no se desvirtúe y cumpla efectivamente con su objetivo último de preservar la empresa como unidad productiva y de valor.

III. El experto en reestructuraciones

La figura del experto en reestructuraciones ha emergido como uno de los elementos más significativos y a la vez controvertidos en la arquitectura de los planes de reestructuración preventiva. Su configuración legal, desarrollada fundamentalmente en el art. 679 del TRLC, ha dado lugar a una notable divergencia jurisprudencial en cuanto a su alcance y requisitos de intervención, lo que merece un análisis pormenorizado tanto de sus funciones concretas como de los debates que suscita su actuación en la práctica. El caso “Rator”, antes referido, ofrece una delineación inicial de sus funciones, al recoger lo establecido en el art. 679 del TRLC, según

13 Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Murcia 91/2025, de 6 de mayo.

14 Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Murcia 671/2025, de 22 de septiembre.

el cual el experto “asistirá al deudor y a los acreedores en las negociaciones y en la elaboración del plan de reestructuración, y elaborará y presentará al juez los informes exigidos por esta ley”. No obstante, como precisa la misma resolución, el ámbito de actuación del experto trasciende con creces este enunciado básico, abarcando facultades de ejecución del plan conforme al art. 650 del TRLC y la emisión de informes técnicos especializados, sin que su nombramiento resulte imperativo en todos los supuestos ni deba necesariamente redactar el plan o asistir a su protocolización notarial.

La evolución jurisprudencial de los últimos tres años ha permitido identificar con precisión dos cuestiones capitales que han centrado el debate en torno a esta figura y que resultan esenciales para comprender su verdadero papel en el sistema de reestructuración preventiva. Por un lado, se encuentra la delimitación del alcance de su labor en la certificación de mayorías, aspecto fundamental que condiciona la propia validez del procedimiento de aprobación del plan. Por otro lado, y no menos importante, la cuestión relativa a la necesidad de su intervención en los planes no consensuales aprobados al amparo del art. 639.1 del TRLC, que ha generado una profunda división en la jurisprudencia de los juzgados mercantiles y que afecta directamente a la seguridad jurídica del procedimiento.

1. Alcance de la labor de certificar mayorías (caso “Vilaseca”)

El caso “Vilaseca”, tramitado por la Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 15.ª), constituye sin duda el pronunciamiento más significativo en lo que respecta a la primera de estas cuestiones y arroja luz sobre el verdadero alcance de las funciones del experto en la certificación de mayorías. Se trataba de un plan que había sido homologado con el apoyo de únicamente un 9% del pasivo afectado, respaldado exclusivamente por una clase de créditos comerciales de pymes que, en virtud de los mecanismos de arrastre previstos en la ley, conseguía imponer el plan al resto de clases de acreedores (era una clase “*in the money*”), incluidas las formadas por acreedores financieros y comerciales de mayor entidad. La aprobación dentro de esta clase crucial se había alcanzado con un 70% del pasivo, superando por un estrecho margen el umbral de los dos tercios exigido legalmente. Este contexto, caracterizado por un respaldo cuantitativamente limitado, pero cualitativamente determinante, suscitó dudas fundamentales sobre hasta qué punto la labor del experto debía comprender la verificación sustantiva de que los acreedores incluidos en dicha clase reunían efectivamente la condición de pymes, así como la comprobación rigurosa del importe de sus créditos, más allá de una mera aceptación formal de la información proporcionada por el deudor.

Frente a esta cuestión de capital importancia, la Audiencia Provincial de Barcelona estableció una doctrina particularmente garantista que ha marcado un antes y un después en la comprensión de las funciones del experto. Aunque reconoció expresamente que el TRLC no precisa la intensidad concreta de la labor de verificación que debe realizar el experto, afirmó de manera categórica que su cometido “no puede quedar restringido a aprobar acríticamente la composición de las clases planteada por el deudor”. La Sala subrayó de forma especialmente relevante que en el proceso de homologación judicial no existe una depuración de créditos análoga a la que se lleva a cabo en el procedimiento concursal, lo que convierte al experto en un elemento esencial para suplir esta carencia procedimental. En este sentido, afirmó que el experto cumple “un papel relevante de salvaguarda de los intereses del acreedor disidente que se ve arrastrado en la reestructuración de la deuda”. En consecuencia, la mera certificación de la “mayoría suficiente” implica necesariamente, según la Audiencia, “el examen previo de las clases y su composición”, lo que supone un estándar de diligencia muy superior al de una simple comprobación aritmética de los porcentajes de adhesión al plan.

La Audiencia matizó de forma especialmente significativa que la intensidad de este examen debe modularse según las circunstancias concretas de cada caso, señalando que “no es lo mismo un plan con una mayoría holgada que otro con un apoyo suficiente, pero muy reducido”. Esta afirmación resulta particularmente relevante, pues introduce el principio de proporcionalidad en la labor del experto, reconociendo que el nivel de escrutinio debe intensificarse precisamente en los casos en que el plan cuenta con un respaldo ajustado, en los que el riesgo de que eventuales irregularidades en la formación de clases puedan alterar el resultado de la votación es evidentemente mayor. Para el caso concreto, la Sala precisó de manera exhaustiva que el informe del experto “debería haber expresado, de un lado, las fuentes de información utilizadas y, de otro, el material empleado para calificar a los acreedores como pymes o, en su caso, como gran empresa”, estableciendo así un estándar mínimo de contenido para este tipo de informes que trasciende la mera enunciación de conclusiones para exigir la explicitación de los fundamentos y metodologías empleadas en la verificación.

Sin embargo, esta misma sentencia introdujo un importante matiz en lo relativo a los efectos impugnatorios de las deficiencias que pudieran detectarse en el informe del experto, aplicando lo que denominó de manera explícita “test de resistencia”. Tras examinar minuciosamente la condición de pymes de 18 acreedores específicamente cuestionados, la Audiencia constató que, a pesar de detectarse algunos errores en la calificación, el porcentaje de apoyo en la clase decisiva se mantenía en cualquier caso por encima del umbral legal requerido, situándose en el 69 % o 70,5 % según los diferentes criterios de recálculo aplicados, pero en todo escenario por encima del 66,6 % exigido por el art. 629.1 del TRLC. Sobre esta base, estableció el principio de que si el defecto o la irregularidad “no incide en el resultado final, carece de relevancia impugnatoria”, introduciendo así un elemento de pragmatismo procesal que evita la anulación del plan por vicios meramente formales que no han alterado sustancialmente el resultado de la votación. No obstante, la Sala advirtió de manera simultánea que la ausencia de una constatación específica de la naturaleza de los créditos y rigurosa en el informe “limita el valor probatorio del informe del experto y, en general, incide en las reglas generales sobre la carga de la prueba”, lo que crea un equilibrio inteligente entre la necesidad de seguridad jurídica y la exigencia de rigor en la actuación del experto.

Posteriormente, el test de resistencia ha sido plenamente integrado en la jurisprudencia sobre planes de reestructuración, constituyendo ya un criterio consolidado para determinar la relevancia impugnatoria de los vicios y defectos detectados en la formación de clases; ejemplo de ello es su aplicación en casos como “Outlet Andalucía”, “Farming Agrícola”¹⁵, “Novoline”¹⁶, “Transbiaga”, “Scientia School” y “EFTI”.

2. ¿Resulta necesario el nombramiento del experto en reestructuraciones para conseguir la homologación judicial de planes de reestructuración no consensuales?

La segunda cuestión capital, relativa a la necesidad del nombramiento del experto para la homologación de planes no consensuales conforme al art. 639.1 del TRLC, ha generado una profunda y preocupante división en la jurisprudencia de los juzgados mercantiles, hasta el punto de crear una situación de inseguridad jurídica que afecta directamente a la predictibilidad del sistema.

15 Sentencia del Juzgado de Primera Instancia n.º 1 de Palencia 85/2024, de 14 de junio.

16 Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 16 de Madrid 340/2024, de 30 de julio.

Por un lado, se sitúa una línea de resoluciones que opta por una interpretación estrictamente literal de la norma, permitiendo la homologación sin la designación previa de experto. El caso “Turner Publicaciones”, tramitado por el Juzgado de lo Mercantil n.º 16 de Madrid¹⁷, es paradigmático de esta postura, al considerar que “esa falta de designación constituye [...] un impedimento para la homologación del plan” y que el juez mercantil debe “abstenerse de forzar un nombramiento”, fundamentando esta conclusión en que el legislador no ha atribuido al juez la facultad de nombrar de oficio al experto cuando ninguna parte legitimada haya promovido su designación.

En similar sentido, el auto n.º 595/2025 del Juzgado de lo Mercantil n.º 10 de Barcelona¹⁸ argumenta de manera explícita que una interpretación imperativa del deber de nombramiento “puede llevar a resultados absurdos que incrementarían el coste de tramitación sin necesidad”, añadiendo que no existe base legal para requerir el nombramiento preceptivo de un profesional sobre el que, *a priori*, la ley no contempla que deba emitir ningún informe preceptivo en este supuesto concreto.

Estas resoluciones destacan de forma recurrente el carácter proacreador de los planes de reestructuración y subrayan que la ley otorga a los propios acreedores la herramienta para solicitar el nombramiento si lo consideran necesario, en virtud de lo dispuesto en el art. 673.1 del TRLC, que habilita específicamente a los acreedores que representen al menos el 35 % del pasivo afectado para promover dicha designación cuando consideren que su intervención resulta necesaria para garantizar la transparencia del procedimiento.

Frente a esta posición, se alza otra línea jurisprudencial igualmente fundamentada que defiende la necesidad imperativa del nombramiento del experto incluso en los supuestos del art. 639.1 del TRLC. El auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Madrid de 26 de junio de 2025¹⁹ y el auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 5 de Barcelona de 27 de mayo de 2025²⁰ representan de manera emblemática esta postura, basándose en una interpretación sistemática y finalista de la norma que trasciende el mero texto literal para atender a la finalidad última de la institución.

Estos autos entienden que el art. 672.1.4º del TRLC exige el nombramiento del experto “cuando el deudor o cualquier legitimado solicite la homologación judicial de un plan de reestructuración cuyos efectos se extiendan a una clase de acreedores o a los socios que no hubieran votado a favor del plan”, circunstancia que constituye precisamente la esencia misma de un plan no consensual. Consideran, en consecuencia, que la falta de nombramiento representa un incumplimiento manifiesto de los requisitos exigidos para la homologación, conforme a lo establecido en el art. 647.1.4º del TRLC.

Dentro de esta postura existe a su vez una divergencia significativa sobre si el defecto es subsanable. En este sentido, la mayoría de los tribunales que comparten esta tesis entienden que se trata de un vicio insubsanable, dado que las funciones del experto deben desplegarse necesariamente desde la propia gestación del plan y no pueden suplirse adecuadamente *a posteriori* sin menoscabar su eficacia garantizadora.

17 Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 16 de Madrid, 181/2025, de 19 de mayo.

18 Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 10 de Barcelona 595/2025, de 7 de mayo.

19 Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Madrid, de 26 de junio de 2025.

20 Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 4 de Barcelona, de 27 de mayo de 2025.

El auto n.º 29/2025 de la Audiencia Provincial de Valencia (Sección 9.ª)²¹ ha llegado incluso a entender que la ausencia del experto en un supuesto del art. 639.1 del TRLC constituye por sí misma un motivo de impugnación del plan, lo que extiende las consecuencias de esta omisión más allá de la fase de homologación para proyectarse sobre la propia eficacia futura del plan una vez aprobado.

Esta falta de consenso judicial sobre un requisito procesal tan fundamental resulta sumamente problemática para la seguridad jurídica, ya que la viabilidad de un plan no consensual puede depender exclusivamente de la sede judicial ante la que se presente la solicitud de homologación.

La situación actual genera un escenario de profunda inseguridad jurídica en el que podría obtenerse la homologación de un plan de reestructuración sin el nombramiento de experto en algunos juzgados mientras que en otros resultaría necesaria su intervención, quedando los planes homologados sin su participación expuestos a eventuales impugnaciones que, de estimarse, beneficiarían únicamente al impugnante, mientras el plan conservaría su eficacia para el resto de los acreedores. Esta divergencia, que afecta a un elemento central del procedimiento de reestructuración preventiva, hace imprescindible la unificación de criterios, ya sea por vía jurisprudencial a través de un pronunciamiento del Tribunal Supremo o mediante una aclaración normativa expresa que delimite con precisión los supuestos en que resulta obligatoria la intervención del experto, todo ello con el objetivo de dotar de la necesaria estabilidad y predictibilidad al sistema de reestructuración preventiva y preservar así su eficacia como instrumento de gestión temprana de la crisis empresarial.

IV. Evolución jurisprudencial: ¿hacia dónde vamos?

1. El control judicial

La homologación judicial de los planes de reestructuración ha generado uno de los debates doctrinales y jurisprudenciales más significativos en la aplicación de la Ley 16/2022, centrado fundamentalmente en la precisa delimitación del alcance y la intensidad del control que debe ejercer el juez mercantil en el examen de los planes. La transposición de la Directiva de Insolvencia introdujo de manera expresa el principio de intervención judicial mínima, pero, simultáneamente, incorporó al ordenamiento español una serie de conceptos jurídicos indeterminados —como la “perspectiva razonable de viabilidad”, el “interés común” en la formación de clases o la “proporcionalidad” de las medidas— que han propiciado el surgimiento de dos líneas interpretativas claramente diferenciadas y en constante evolución. Por un lado, la tesis formalista o restrictiva, que aboga por limitar el control a la verificación de los requisitos legales expresamente establecidos en los arts. 638 y 639 del TRLC; por otro, la tesis flexible o de intervención amplia, que defiende la necesidad de una revisión sustantiva más profunda que trascienda el mero cumplimiento formal y se adentre en la valoración de la racionalidad económica, la equidad del plan y la adecuada justificación de sus elementos estructurales.

21 Auto de la Audiencia Provincial de Valencia (Sección 9.ª) 29/2025, de 3 de abril.

1.1. La tesis formalista

La corriente formalista o de intervención mínima encuentra su fundamento principal en la letra del art. 647.1 del TRLC y ha sido aplicada de manera consistente por numerosos juzgados mercantiles a lo largo de estos tres años de vigencia de la reforma.

Como perfectamente sintetiza el Juzgado de lo Mercantil n.º 13 de Madrid en el caso “Torrejón Salud”²², en ausencia de contradicción previa por parte de los acreedores, el juez debe limitarse a verificar que el plan cumple con los requisitos formales establecidos en la ley y que las razones esgrimidas por el deudor son razonablemente objetivas, sin entrar a juzgar el fondo económico ni la conveniencia estratégica del plan, debiendo homologarlo “salvo en supuestos manifiestamente groseros y burdos, contrarios a la ley o al orden público”. Esta posición inicial fue notablemente reforzada y desarrollada por el Juzgado de lo Mercantil n.º 16 de Madrid en el caso “Turner Publicaciones”²³, que subrayó el carácter de mandato legal que tiene la homologación según el art. 647 del TRLC, salvo que se evidencie de manera manifiesta e incuestionable un incumplimiento de los requisitos legales.

La misma línea argumental fue seguida de manera particularmente explícita por el Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Las Palmas de Gran Canaria en el caso “Naviera Armas”²⁴, que defendió con notable énfasis la necesidad de un control esencialmente formal y limitado en la fase inicial de homologación, y por el Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Almería en el caso “Inmobiliaria Obanos”²⁵, que consideró de manera categórica que la revisión sustantiva y en profundidad del plan debe reservarse preferentemente para la fase de impugnación posterior a su homologación.

En esta misma dirección, la sentencia del caso “Emergial Werlingo” establece una posición decididamente “no invasiva” respecto al trámite de homologación, fundamentándose en que el legislador, al trasponer la Directiva de Insolvencia, ha querido que este trámite sea “lo más laxo posible y con la mínima intervención judicial”, atendiendo al mandato de eficiencia y rapidez procesal contenido en el art. 10.4 de la Directiva de Insolvencia y destacando que la regulación de mecanismos específicos de control previo, como el incidente de los arts. 625 y siguientes del TRLC, demostraría que no corresponde al juez ejercer de oficio un control exhaustivo en la fase de homologación.

Así, para esta corriente mayoritaria en la práctica de los juzgados mercantiles, la labor del juez en la fase de homologación debe circunscribirse esencialmente a verificar que el plan de reestructuración cumple con los requisitos establecidos en la Sección 1.^a del Capítulo V del Libro Segundo del TRLC (arts. 634 a 640), sin extender su examen a valoraciones de oportunidad o conveniencia que corresponden primordialmente a los acreedores en sede de contradicción previa o impugnación del plan una vez homologado, y debiendo limitar su intervención a los casos en que de la documentación aportada se deduzca de manera manifiesta y evidente el incumplimiento de los requisitos legales. Esta delimitación se fundamenta en una interpretación sistemática del marco normativo que atribuye a los acreedores, a través de los mecanismos de contradicción previa

22 Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 13 de Madrid 238/2023, de 30 de mayo.

23 Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 16 de Madrid, 181/2025, de 19 de mayo.

24 Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Las Palmas de Gran Canaria 779/2023, de 21 de diciembre.

25 Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Almería 308/2024, de 22 de mayo.

(art. 662 del TRLC) y posterior impugnación (arts. 653 y ss. del TRLC), la facultad de cuestionar aspectos sustantivos del plan, reservando al juez de homologación un rol esencialmente garantista de cumplimiento formal que, no obstante, actúa como filtro frente a vulneraciones flagrantes de los requisitos legales. La coherencia de este modelo se refuerza al considerar que son precisamente los acreedores, como destinatarios directos de las medidas de reestructuración, quienes se encuentran en mejor posición para evaluar la conveniencia económica del plan y ejercitar, en su caso, las acciones de control específicamente previstas para la defensa de sus legítimos intereses.

1.2. La tesis flexible o de intervención amplia

Frente a esta posición mayoritaria, se ha desarrollado una tesis flexible o de intervención amplia que defiende la necesidad de un control judicial más exhaustivo desde la fase de homologación. El caso “Outlet Andalucía” representa esta postura al sostener el Tribunal de Instancia Mercantil n.º 2 de Sevilla que “el control judicial de la concurrencia de los requisitos debe ser exhaustivo, profundo y completo”, estableciendo así un estándar de escrutinio sustancialmente más riguroso que el propuesto por la tesis formalista.

Esta corriente jurisprudencial entiende que el juez debe verificar no solo el cumplimiento formal de los requisitos legales, sino también la coherencia jurídica global del plan, la justificación objetiva del perímetro de afectación, la correcta formación de clases y el tratamiento paritario entre acreedores. El Juzgado de lo Mercantil n.º 16 de Madrid, en el caso “Novoline”, critica abiertamente la interpretación excesivamente restrictiva del control judicial, advirtiendo de que “negar tal tipo de control y defender que el plan ha de ser homologado, aunque esas menciones no consten en absoluto, supondría asumir que el juez español no debe siquiera leer el plan ni examinar la documentación adjunta”, lo que, a su juicio, rebajaría el estándar por debajo de lo exigido por la Directiva de Insolvencia.

La tesis flexible fundamenta su posición en la naturaleza misma de los conceptos jurídicos indeterminados incorporados por la Ley 16/2022, que requieren necesariamente una valoración judicial sustantiva. Así, conceptos como la “perspectiva razonable de viabilidad”, el “interés común” en la formación de clases o la “proporcionalidad” de las medidas no pueden ser objeto de una mera verificación formal, sino que exigen un análisis en profundidad que trascienda la apariencia externa de los documentos presentados.

1.3. Conclusión

La jurisprudencia analizada evidencia la coexistencia de dos enfoques claramente diferenciados en cuanto al alcance del control judicial en la homologación de planes de reestructuración. Por un lado, la tesis formalista, mayoritaria en la práctica de los juzgados mercantiles, aboga por una intervención mínima del juez, limitándose a verificar el cumplimiento formal de los requisitos legales. Por otro lado, la tesis flexible propone un examen sustantivo más exhaustivo, que trasciende lo puramente formal.

Esta divergencia jurisprudencial tiene una trascendencia práctica fundamental para los operadores jurídicos a la hora de preparar y presentar un plan de reestructuración, ya que la estrategia procesal y la documentación que hay que aportar deberán adaptarse necesariamente a la tendencia predominante en el juzgado mercantil competente. Mientras que en los órganos judiciales adscritos a la tesis formalista puede bastar con

una justificación esencial de los requisitos legales, ante los que siguen la tesis flexible será preciso acompañar una documentación exhaustiva y una argumentación detallada que permitan superar un escrutinio judicial más intenso sobre aspectos como la viabilidad, la formación de clases o la delimitación del perímetro.

2. Tratamiento equitativo de los créditos del mismo rango

La equidad horizontal en los planes de reestructuración se proyecta fundamentalmente a través de la regla de la no discriminación injustificada, principio que la jurisprudencia ha ido perfilando con notable precisión en los tres años de aplicación de la Ley 16/2022. Esta regla reviste especial trascendencia práctica en el sistema de reestructuración preventiva, pues garantiza que los acreedores de un mismo rango concursal, aunque agrupados en clases distintas por razones objetivas y verificables, reciban un tratamiento financieramente equivalente, sin que ninguna clase sea objeto de un trato sustancialmente menos favorable que otra de idéntico rango en la prelación concursal.

El TRLC, en transposición de la Directiva de Insolvencia, no exige un trato idéntico entre clases del mismo rango concursal —lo que comprometería la flexibilidad necesaria en la configuración del plan—, pero sí establece como límite infranqueable que ninguna clase reciba un trato menos favorable que otra de su mismo nivel. Esta regla, configurada como causa específica de impugnación para los planes no consensuales en el art. 655.2.3.º del TRLC, actúa como dique de contención frente a la manipulación estratégica en la formación de clases para beneficiar indebidamente a determinados acreedores en perjuicio de otros que se encuentran en idéntica situación jurídica dentro de la escala de prelación crediticia.

La valoración de la existencia de un trato menos favorable debe realizarse desde una perspectiva económica integral y sustantiva, atendiendo no solo al porcentaje nominal de recuperación, sino también a la naturaleza y riesgo de los instrumentos de pago y al calendario temporal de los mismos. Como han subrayado resoluciones como la del Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Barcelona en el caso “Celsa”²⁶, lo jurídicamente relevante es que el tratamiento sea financieramente equivalente en términos de valor actual neto. Así, diferencias en la forma de pago —por ejemplo, liquidación inmediata en efectivo frente a instrumentos de capital de mayor riesgo o pagos diferidos— o en los plazos de cumplimiento pueden resultar admisibles siempre que, una vez descontados los flujos de caja al momento presente y ponderados adecuadamente los riesgos inherentes a cada instrumento, el valor económico resultante sea sustancialmente comparable para todas las clases del mismo rango.

La jurisprudencia ha comenzado a delimitar con creciente precisión los contornos de esta regla de no discriminación, estableciendo estándares específicos de control. La Audiencia Provincial de Pontevedra (Sección 1.ª), en el caso “Xeldist”, estableció que la diferencia de trato se convierte en injusta cuando resulta desproporcionada, y esta desproporción debe medirse desde la perspectiva de la protección de la posición económica del acreedor disidente en relación con los demás acreedores del mismo rango. En el caso “Farming Agrícola”, resuelto por el Juzgado de Primera Instancia n.º 1 de Palencia, se declaró la existencia de una discriminación injustificada al imponerse una quita del 88 % a los acreedores financieros (clase D), mientras que los acreedores comerciales esenciales (clase E, del mismo rango ordinario) no sufrían quita alguna, concluyendo que las pérdidas “deben ser repartidas de manera justa y equilibrada” entre

26 Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Barcelona 26/2023, de 4 de septiembre.

todos los acreedores afectados, sin que puedan establecerse diferencias sustanciales sin una justificación económica objetiva y suficientemente relevante.

No obstante, debe destacarse que no toda diferencia de tratamiento constituye per se una discriminación injustificada. La Audiencia Provincial de Oviedo (Sección 1.ª), en el caso “Big Outlet”²⁷, descartó la violación de la regla de no discriminación al no apreciar una desproporción sustancial en el valor económico global adjudicado a cada una de las dos clases de acreedores ordinarios analizadas, a pesar de las notables diferencias formales en los porcentajes de quita y los plazos de pago establecidos en el plan, siempre que el valor actual neto de las prestaciones fuera sustancialmente equivalente una vez considerados todos los elementos económicos relevantes.

La justificación del trato diferenciado recae, en todo caso, sobre el proponente del plan, quien debe acreditar la existencia de una razón objetiva y suficientemente relevante que lo legitime, pudiendo apoyarse para ello en el auxilio técnico de un informe pericial independiente que analice en profundidad la equivalencia financiera de los tratamientos. En este punto, resulta de notable utilidad analítica el denominado test de Markell²⁸, procedente del derecho norteamericano, que examina si la clase disidente soporta un porcentaje de recuperación sustancialmente inferior o un riesgo significativamente mayor que otra clase del mismo rango, sin que exista una justificación económica razonable que legitime dicha diferencia.

En definitiva, la regla de la no discriminación injustificada opera como un mecanismo esencial de control de la equidad horizontal en los planes no consensuales, garantizando que la necesaria flexibilidad en la configuración de las clases y los tratamientos no derive en un quebrantamiento injusto de la posición relativa de los acreedores dentro de su rango concursal. Su aplicación por los tribunales, tal y como refleja la jurisprudencia más reciente, exige un análisis casuístico y económico, y no meramente formal, del plan de reestructuración, y puede llegar a condicionar la homologación a la aportación de una valoración pericial independiente que disipe toda duda razonable sobre la equidad del reparto de las cargas de la reestructuración y la sustancial equivalencia financiera de los tratamientos dispensados a las diferentes clases de un mismo rango concursal.

3. La afectación de la financiación interina

La jurisprudencia ha ido perfilando con notable precisión el tratamiento de la financiación interina dentro de los planes de reestructuración, configurando un marco jurisprudencial cada vez más definido sobre su posible afectación. Aunque el TRLC no regula expresamente esta posibilidad, los tribunales han desarrollado de forma progresiva su encaje en el sistema preconcursal, delimitando con creciente detalle los supuestos en que resulta legítimo incluirla en el perímetro del plan y aquellos en que su utilización debe considerarse improcedente o incluso abusiva.

27 Sentencia de la Audiencia Provincial de Oviedo (Sección 1.ª) 929/2024, de 18 de diciembre.

28 El test de Markell fue formulado por Bruce A. Markell en su artículo “A New Perspective on Unfair Discrimination in Chapter 11”, *American Bankruptcy Law Journal*, vol. 72, p. 227, 249 (1998). De acuerdo con dicho test, se presume iuris tantum la existencia de una discriminación injustificada cuando concurren los siguientes elementos: (1) la existencia de una clase de acreedores que haya votado en contra del plan; (2) la presencia de, al menos, otra clase con idéntico rango en la prelación concursal; y (3) un tratamiento desigual en el plan que se manifieste en que (a) la clase disidente reciba un porcentaje de recuperación sustancialmente inferior —calculado sobre la base del valor actual neto del conjunto de los pagos proyectados—, o (b) con independencia de dicho porcentaje, se le atribuya, en comparación con la distribución propuesta, un nivel de riesgo financiero significativamente mayor.

La posición mayoritaria de la jurisprudencia, representada de manera emblemática por la Audiencia Provincial de Valencia (Sección 9.ª) en el caso “DAS Photonics”, parte del reconocimiento de que no existe prohibición legal alguna que impida que la financiación interina forme parte de una clase de acreedores afectada por el plan. Sin embargo, esta admisión genérica viene acompañada de exigentes requisitos sustantivos, destacando especialmente la necesidad de que la financiación sea imprescindible para garantizar la viabilidad de la sociedad deudora. En el caso concreto, la Audiencia valenciana concluyó que la financiación no se había otorgado con la finalidad de facilitar artificialmente la aprobación del plan, sino para sostener de manera efectiva la actividad empresarial durante el proceso de reestructuración.

Los tribunales han sido particularmente rigurosos en el control de los posibles usos estratégicos o abusivos de esta figura. El Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Murcia, en el caso “Import Export Marlina”²⁹, rechazó la creación de una clase separada denominada “acreedores ordinarios estratégicos (financiación interina)” al constatar la falta de razones objetivas que justificaran su formación, detectando serias dudas sobre la realidad misma de la deuda atribuida y calificando la actuación de la deudora como realizada con “evidente mala fe”. En similar sentido, el Juzgado de lo Mercantil n.º 16 de Madrid, en el caso “Novoline”, estableció un estándar de control particularmente exigente al señalar que, para considerar la financiación como razonable y necesaria, sería preciso “[poder] establecer que, suprimida mentalmente, la actividad empresarial o profesional del deudor no habría podido continuar, o se hubiera producido un deterioro del valor de la empresa o el de sus unidades productivas”.

La jurisprudencia más reciente ha profundizado en este control de finalidad y proporcionalidad. La Audiencia Provincial de Murcia (Sección 4.ª), en el caso “Real Murcia C.F.”³⁰, consideró que la afectación de la financiación interina en el supuesto concreto constituía una maniobra instrumental y abusiva, al tratarse de un crédito del socio mayoritario que se convertía automáticamente en capital sin quita ni espera alguna. El tribunal murciano fue particularmente contundente al afirmar que “estos términos de un plan de reestructuración no son conformes con el espíritu de la norma”, destacando el riesgo de que mediante esta figura se impusiera “todo el sacrificio a unos pocos acreedores, que no tendrán manera de defenderse, pues ni siquiera el voto en contra evitará la aprobación del plan”. La sentencia de la Audiencia Provincial de Oviedo (Sección 1.ª), de 3 de octubre de 2025³¹ vino a consolidar esta doctrina al confirmar que la financiación interina puede constituir una clase afectada, pero solo cuando sea “razonable y necesaria” para asegurar la continuidad de la actividad empresarial, exigiendo que cumpla una función económica real y no meramente formal.

En conjunto, las resoluciones dictadas entre 2024 y 2025 reflejan un enfoque convergente y mayoritario: la financiación interina puede formar parte del perímetro de afectación del plan, pero solo cuando se acredite de manera fehaciente su autenticidad, su necesidad económica real y su no utilización de manera artificiosa. Se consolida así una interpretación funcional y finalista de esta figura, en la que los tribunales, sin rechazarla frontalmente, someten su aplicación a un exigente control judicial de razonabilidad y finalidad, garantizando que sirva efectivamente a la continuidad empresarial y no a la alteración estratégica de mayorías o a la obtención de ventajas indebidas en el proceso de aprobación del plan.

29 Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Murcia 57/2024, de 21 de marzo.

30 Sentencia de la Audiencia Provincial de Murcia (Sección 4.ª) 1004/2025, de 17 de julio.

31 Sentencia de la Audiencia Provincial de Oviedo (Sección 1.ª) 446/2025, de 3 de octubre de 2025.

V. Conclusión: hacia la madurez del sistema de reestructuración preventiva

Hace ya algo más de tres años que el TRLC entró en vigor. El legislador pretendía una nueva regulación de los institutos concursales que dotara a los operadores de más instrumentos para evitar el concurso de acreedores y que estos fuesen más eficaces. Además, también tenía como objetivo que los operadores empezaran a usar esos nuevos instrumentos en las situaciones más tempranas de probabilidad de la insolvencia. En definitiva, uno de los objetivos esenciales de la nueva regulación era facilitar la aprobación y homologación judicial del nuevo instituto preconcursal que se ponía a disposición de los operadores: los planes de reestructuración preventiva que, además, podían ser vinculantes incluso para determinados acreedores disidentes. Dichos planes se tramitan básicamente extramuros del juzgado, excepción hecha de la homologación judicial del plan y la formación de clases.

El resultado, aunque con sus luces y sombras, puede calificarse como positivo. Muestra de ello es que, en 2024, los concursos de sociedades mercantiles con volumen de negocio igual o superior a 10 millones de euros fueron prácticamente inexistentes³², por lo que todo parece indicar que la reestructuración preventiva está funcionando, al menos para las sociedades con dicho volumen de negocio. Este dato evidencia que se está cumpliendo el objetivo primordial de la norma: ofrecer una alternativa eficaz al concurso que permita preservar la empresa como unidad productiva.

Sin embargo, dentro de las sombras, podemos citar las dudas todavía hoy existentes en la interpretación de algunos preceptos que regulan cuestiones capitales para la aprobación y homologación judicial de planes de reestructuración. Como se ha analizado a lo largo de este trabajo, persisten importantes divergencias jurisprudenciales en aspectos esenciales como el alcance del control judicial en la homologación, la necesidad de nombramiento del experto en reestructuraciones para planes no consensuales, los criterios para la correcta formación de clases o los límites a la afectación de la financiación interina, entre otras. Estas dudas interpretativas y los diferentes criterios jurisprudenciales existentes podrían motivar un indeseable “fórum shopping” interno, donde la viabilidad de un plan dependa de la sede judicial ante la que se presente la solicitud de homologación.

Esta situación de inseguridad jurídica resulta particularmente preocupante en un instrumento que, por su naturaleza preconcursal, requiere predictibilidad y uniformidad aplicativa. La posibilidad de que un mismo plan pueda ser homologado en un juzgado y denegado en otro, basándose en interpretaciones divergentes de preceptos esenciales, desnaturaliza el instrumento y desincentiva su utilización, especialmente por parte de las pymes con menor capacidad para diseñar estrategias jurisdiccionales complejas.

Junto con este desafío de uniformidad aplicativa, emerge con fuerza un segundo desafío de carácter cultural y técnico. Las tensiones analizadas en torno a la formación de clases y el perímetro de afectación evidencian la necesidad de superar enfoques meramente formales y avanzar hacia una cultura de reestructuración sustantiva. Los operadores económicos deben internalizar que la calidad de un plan no se mide por su capacidad para superar el trámite de

32 Vid. Colegio de Registradores de la Propiedad, Mercantiles y Bienes Muebles de España, *Anuario de la Estadística Concursal 2024*. Madrid: Colegio de Registradores; 2024, p. 6. <https://www.registradores.org/documents/33383/378019/Anuario+Concursal+2024.pdf/a2a34a21-e5ee-aaa2-6851-3feae72672t.f8?t=1752475572387>.

homologación, sino por su solvencia técnica y viabilidad real. Esto exige desarrollar una mayor sofisticación en el diseño de los planes, incorporando desde el inicio análisis económicos rigurosos que acrediten la sostenibilidad del proyecto, aplicando los principios que la jurisprudencia ha ido perfilando.

El tercer desafío, de adaptación prospectiva, completa este panorama. El sistema debe prepararse para su prueba de fuego: un escenario de crisis económica prolongada. El control de viabilidad establecido en casos como “EFTI” se revelará como esencial en este contexto, donde será crucial distinguir entre empresas con problemas de liquidez temporal y empresas con insolvencia estructural.

Así pues, para la consolidación de una cultura de reestructuración todavía incipiente en nuestro país, sería deseable alguna modificación en el TRLC y una cierta unificación de criterios jurisprudenciales. Lo primero, una eventual reforma del TRLC, seguramente vendrá con la eventual aprobación de la actual propuesta de segunda directiva de insolvencia, que podría aprovecharse para clarificar algunos de los aspectos que han generado mayor controversia en estos tres años de aplicación. Para lo segundo, la Directiva de Insolvencia puede ofrecer a nuestros juzgadores marcos de interpretación uniformes; cabe recordar en este punto el principio de interpretación conforme.

La consecución de estos objetivos —la clarificación normativa y la unificación jurisprudencial— resulta esencial para dotar al sistema de la seguridad jurídica necesaria que permita su consolidación definitiva. Solo así podrá cumplirse plenamente el objetivo último del legislador: establecer un instrumento ágil y predecible que facilite la recuperación empresarial en las fases tempranas de la crisis, preservando el valor de la empresa en funcionamiento y, con ello, el empleo y la actividad económica. El camino recorrido en estos tres años demuestra el potencial de los planes de reestructuración; el futuro inmediato determinará si logramos superar las actuales incertidumbres para consolidar una auténtica cultura de la reestructuración preventiva en España.

VI. Resoluciones judiciales citadas

| Fecha | Tribunal | Caso | Tipo de resolución |
|-----------------|---|----------------------|------------------------|
| 2023 | | | |
| 10 de abril | Audiencia Provincial de Pontevedra (Sección 1.ª) | Xeldist | Sentencia n.º 179/2023 |
| 30 de mayo | Juzgado de lo Mercantil n.º 13 de Madrid | Torrejón Salud | Auto n.º 238/2023 |
| 4 de septiembre | Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Barcelona | Celsa | Sentencia n.º 26/2023 |
| 15 de diciembre | Juzgado de lo Mercantil n.º 16 de Madrid | Turner Publicaciones | Auto n.º 272/2023 |
| 21 de diciembre | Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Las Palmas de Gran Canaria | Naviera Armas | Auto n.º 779/2023 |

| 2024 | | | |
|-----------------|--|-----------------------|------------------------|
| 6 de marzo | Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Sevilla | Outlet Andalucía | Auto n.º 81/2024 |
| 21 de marzo | Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Murcia | Import Export Marlina | Sentencia n.º 57/2024 |
| 27 de marzo | Audiencia Provincial de Valencia (Sección 9.ª) | DAS Photonics | Sentencia n.º 86/2024 |
| 23 de abril | Audiencia Provincial de Madrid (Sección 28.ª) | Torrejón Salud | Sentencia n.º 131/2024 |
| 22 de mayo | Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Almería | Inmobiliaria Obanos | Auto n.º 308/2024 |
| 14 de junio | Juzgado de Primera Instancia n.º 1 de Palencia | Farming Agrícola | Sentencia n.º 85/2024 |
| 19 de junio | Audiencia Provincial de Cáceres (Sección 1.ª) | Iberian Resources | Sentencia n.º 254/2024 |
| 9 de julio | Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 15.ª) | Vilaseca | Sentencia n.º 701/2024 |
| 30 de julio | Juzgado de lo Mercantil n.º 16 de Madrid | Novoline | Auto n.º 340/2024 |
| 16 de octubre | Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Pontevedra | Comercial Pernas | Sentencia n.º 95/2024 |
| 18 de diciembre | Audiencia Provincial de Oviedo (Sección 1.ª) | Big Outlet | Sentencia n.º 929/2024 |
| 2025 | | | |
| 8 de enero | Juzgado de lo Mercantil n.º 1 de San Sebastián | Transbiaga | Sentencia n.º 3/2025 |
| 17 de enero | Juzgado de lo Mercantil n.º 14 de Madrid | Carlotta Iberia | Auto n.º 83/2024 |
| 3 de abril | Audiencia Provincial de Valencia (Sección 9.ª) | Anónimo | Auto n.º 29/2025 |
| 10 de abril | Juzgado de lo Mercantil n.º 9 de Madrid | Scientia School | Auto n.º 228/2025 |
| 6 de mayo | Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Murcia | Rator | Sentencia n.º 91/2025 |
| 7 de mayo | Juzgado de lo Mercantil n.º 10 de Barcelona | Invesmatic | Auto n.º 595/2025 |
| 19 de mayo | Juzgado de lo Mercantil n.º 16 de Madrid | Turner Publicaciones | Auto n.º 181/2025 |
| 27 de mayo | Juzgado de lo Mercantil n.º 5 de Barcelona | Holaluz | Auto n.º 358/2025 |

| | | | |
|-------------------------|--|-------------------|-------------------------|
| 9 de junio | Audiencia Provincial de Madrid (Sección 28.ª) | Novoline | Sentencia n.º 197/2025 |
| 26 de junio | Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Madrid | Edific Valdeon | Auto n.º 628/2024 |
| 17 de julio | Audiencia Provincial de Murcia (Sección 4.ª) | Real Murcia C.F. | Sentencia n.º 1004/2025 |
| 21 de julio | Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 15.ª) | Anónimo | Sentencia n.º 971/2025 |
| 21 de julio | Juzgado de lo Mercantil n.º 1 de Córdoba | Emergial Werlingo | Sentencia n.º 83/2025 |
| 9 de septiembre | Audiencia Provincial de Madrid (Sección 28.ª) | EFTI | Sentencia n.º 264/2025 |
| 22 de septiembre | Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Murcia | Soltec | Auto n.º 671/2025 |
| 3 de octubre | Audiencia Provincial de Oviedo (Sección 1.ª) | Alimentos El Arco | Sentencia n.º 446/2025 |

NÚM. 14

Problemas y cuestiones

REVISTA JURÍDICA PÉREZ-LLORCA

Diciembre 2025

Los "Problemas y Cuestiones" son notas breves que pretenden ser herramientas útiles y accesibles para la comunidad jurídica. En ellas, nuestros profesionales abordan temas legales actuales o de relevancia práctica, siempre desde una perspectiva orientada a la aplicación real en el ámbito profesional.

Derecho de separación por falta o insuficiencia de distribución de dividendos y reformulación de las cuentas anuales

María Cabello

PSL de Pérez-Llorca

CORPORATE

MADRID

Manuel Bernárdez

PSL de Pérez-Llorca

CORPORATE

MADRID

| | | |
|-------------|---|------------|
| I. | Separación (y exclusión) de socios como mecanismos de resolución de conflictos | 90 |
| II. | Derecho de separación | 91 |
| | 1. Causas legales de separación | 91 |
| | 2. Causas estatutarias de separación | 92 |
| | 3. Ejercicio del derecho de separación | 93 |
| III. | Derecho de separación por falta o insuficiencia de distribución de dividendos | 94 |
| | 1. El caso | 94 |
| | 2. La sentencia de instancia | 95 |
| | 3. Requisitos legales para el ejercicio del derecho de separación por falta o insuficiencia de distribución de dividendos | 96 |
| | 4. Reformulación de las cuentas anuales | 98 |
| | 5. Valor razonable de las participaciones sociales | 99 |
| | 6. Excepción de litispendencia | 101 |
| IV. | Conclusiones | 102 |

**Fecha de recepción**

04 de noviembre de 2025

**Fecha de aceptación**

12 de noviembre de 2025



Resumen: Analizamos en el presente artículo el régimen del derecho de separación de los socios por falta o insuficiencia de distribución de dividendos, a raíz de una reciente sentencia dictada por la Audiencia Provincial de Barcelona en mayo de este año, en la que se abordan otras cuestiones de interés, como la reformulación de las cuentas anuales.

Abstract: We analyse in this article the legal regime governing the shareholders' right of withdrawal on the grounds of a lack or insufficiency of dividend distribution, following a recent judgment delivered by the Provincial Court of Barcelona in May of this year, which also addresses other issues of interest, such as the restatement of the annual accounts.



Palabras clave: Sociedades de capital, derecho de separación, exclusión de socios, dividendos, cuentas anuales, reformulación de las cuentas anuales, valor razonable, litispendencia.

Key words: Capital companies, right of withdrawal, exclusion of shareholders, dividends, annual accounts, restatement of the annual accounts, fair value, pending litigation.

Derecho de separación por falta o insuficiencia de distribución de dividendos y reformulación de las cuentas anuales

I. Separación (y exclusión) de socios como mecanismos de resolución de conflictos

Antes de entrar a analizar en detalle la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona 713/2025, de 23 de mayo (la “**SAP**”), conviene hacer un breve repaso acerca del régimen de la separación (y exclusión) de los socios en las sociedades de capital¹.

La sociedad es, ante todo, un contrato por el cual dos o más personas se obligan a poner en común dinero, bienes o industria, para obtener lucro (arts. 1665 del Código Civil y 116 del Código de Comercio). Sin embargo, su especial naturaleza hace que no le resulten de aplicación determinados principios establecidos para los contratos ordinarios.

Así, por ejemplo, el incumplimiento por un socio de su obligación no genera derecho a los demás socios para exigir el cumplimiento o la resolución ex art. 1124 del Código Civil. Además, no resulta de aplicación la *exceptio non adimpleti contractus*, que permite a cada una de las partes negarse a cumplir lo pactado mientras no cumpla la otra parte. Tampoco procede la nulidad del contrato por vicios en el consentimiento de una de las partes, sino únicamente la nulidad del vínculo afectado por el vicio, salvo que la participación de aquella deba considerarse esencial².

Todos los anteriores son, por tanto, principios específicos derivados del contrato de sociedad, que cuenta con mecanismos de resolución propios en caso de conflicto entre los socios y la sociedad. De entre estos mecanismos de resolución de conflictos propios destacan el derecho de separación y la exclusión de los socios.

En este sentido, el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (“**LSC**”), permite la ruptura parcial del contrato de sociedad (el contrato de sociedad permanece entre los restantes socios, al igual que la propia sociedad cual persona jurídica; solo se extingue el vínculo con el socio afectado, pero la sociedad no se disuelve ni liquida³), como decíamos, mediante dos mecanismos:

- i) La separación, que es un derecho del socio, el cual puede *motu proprio* separarse de la sociedad cuando concurren causas legales o estatutarias que así lo permitan.

1 Hasta 2010, el derecho de separación solo estaba regulado respecto de las sociedades de responsabilidad limitada. El texto refundido generalizó el régimen de la separación (y exclusión) de socios a todas las sociedades de capital, modificando así de manera relevante el régimen de las sociedades anónimas.

2 GARRIDO DE PALMA, V.M., *El derecho de separación y la exclusión de socios en las sociedades de capital*, Ed. Tirant lo Blanch, 2021.

3 CERDÁ ALBERO, F., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Ed. Tirant lo Blanch, 2021.

- ii) La exclusión, que se configura como un derecho de la sociedad, la cual puede, mediante el correspondiente acuerdo de la junta general, acordar la exclusión de un socio, siempre que concurran causas legales o estatutarias para ello.

En ambos supuestos, la extinción del vínculo contractual entre la sociedad y el socio afectado se produce con la liquidación del valor de las participaciones sociales o de las acciones al socio afectado, esto es, cuando se paga o reembolsa al mismo el valor de su participación⁴. Recordemos que el destino de las participaciones sociales o acciones del socio afectado puede ser su transmisión o su amortización.

Tanto en la separación como en la exclusión, el socio afectado tiene derecho a recibir el valor razonable de sus participaciones sociales o acciones en concepto de precio por las que la sociedad adquiere o de reembolso por las que se amortizan. Sobre el concepto de “valor razonable”, lo retomaremos más adelante al comentar en detalle la SAP.

II. Derecho de separación

Centrándonos en el derecho de separación de los socios, se configura como un derecho individual, en la medida en que no requiere ningún porcentaje mínimo de participación en el capital social. Es, además, un derecho inderogable, ya que no puede ser suprimido ni restringido por voluntad de la mayoría. Mayores dudas plantea su renunciabilidad, si bien la doctrina mayoritaria se decanta por admitir su renuncia *a posteriori*, es decir, al producirse el supuesto concreto que justifica el nacimiento de este derecho⁵.

Como decíamos, la separación tiene su origen en la voluntad del socio y puede producirse por causas legal o estatutariamente previstas.

1. Causas legales de separación

El derecho de separación se otorga al socio que no vote a favor de los acuerdos cuya adopción genera el derecho. No se exige votar en contra, sino simplemente no votar a favor (incluyendo a los socios que no asistan a la reunión). El socio sin voto tiene derecho a separarse en todo caso⁶.

Los acuerdos cuya adopción genera el derecho de separación, entre los que se encuentra la falta o insuficiencia de distribución de dividendos (arts. 346 y ss. de la LSC), son los siguientes:

- i) Sustitución o modificación del objeto social.
- ii) Prórroga de la sociedad.

4 Mientras no se produzca la liquidación o reembolso de la cuota correspondiente, el socio afectado sigue siendo socio y mantiene la titularidad de los derechos y obligaciones inherentes a tal condición (sentencias del Tribunal Supremo 4/2021, de 15 de enero; 46/2021, de 2 de febrero; 64/2021, de 9 de febrero; y 102/2021, de 24 de febrero).

5 *Memento Sociedades Mercantiles*, Ed. Lefebvre, 2025.

6 VALPUESTA GASTAMINZA, E., *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*, Ed. Aranzadi La Ley, 2025.

- iii) Reactivación de la sociedad.
- iv) Creación, modificación o extinción anticipada de la obligación de realizar prestaciones accesorias, salvo disposición contraria de los estatutos.
- v) Modificación del régimen de transmisión de las participaciones sociales (aplicable exclusivamente a las sociedades de responsabilidad limitada).
- vi) Determinadas modificaciones estructurales⁷.
- vii) Falta o insuficiencia de distribución de dividendos.

De entre las causas mencionadas anteriormente, en este artículo analizaremos la falta o insuficiencia de distribución de dividendos como causa que otorga el derecho al socio de separarse de la sociedad, y que es objeto de análisis, entre otros aspectos, en la SAP que comentaremos más adelante.

2. Causas estatutarias de separación

A las causas legales de separación que señalábamos en el apartado anterior, el legislador español ha previsto que se puedan sumar otras causas de separación que los socios hayan acordado incorporar a los estatutos, siempre que no se opongan a las leyes ni contradigan los principios configuradores del tipo social elegido (art. 347 de la LSC).

Con la redacción del art. 347 de la LSC, el legislador deja claro que el régimen de las causas legales de separación tiene carácter imperativo (salvo las excepciones legales: art. 346.1.d) y, precisamente, art. 348 bis.2, ambos de la LSC), por lo que los estatutos no pueden alterar dicho régimen, solo pueden establecer otras causas de separación distintas⁸.

Un aspecto que se debe tener en cuenta es si las causas estatutarias de separación deben ser causas propiamente vinculadas a acuerdos adoptados en la junta general o si, por el contrario, pueden tratarse de causas que vengan determinadas por hechos distintos. En este sentido, es opinión pacífica de la doctrina que las causas no han de estar vinculadas necesariamente a la adopción de acuerdos sociales, sino que también pueden tratarse de hechos relacionados con la vida de la sociedad o incluso de carácter personal⁹.

Por otro lado, se plantea el problema de si el derecho de separación requiere siempre la concurrencia de una causa o si es posible pactar la separación por la sola voluntad del socio (lo que se denomina por la doctrina “separación *ad nutum*”), ya que la LSC no lo regula expresamente. La doctrina se encuentra dividida entre los que rechazan la validez de esta cláusula

7 Más que de un derecho a “separarse” de la sociedad, se trata más bien de un derecho a enajenar las participaciones sociales o acciones a cambio de una compensación en efectivo adecuada. Los socios dispondrán de este derecho en las transformaciones internas, en las fusiones por absorción de sociedad participada al 90 % cuando no se elaboren los informes de administradores y de expertos sobre el proyecto de fusión y en las operaciones transfronterizas cuando vayan a quedar sometidas a una ley extranjera (art. 12 del Real Decreto-ley 5/2023).

8 CERDÁ ALBERO, F., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Ed. Tirant lo Blanch, 2021.

9 EMPARANZA, A., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Ed. Aranzadi La Ley, 2011.

de separación *ad nutum* y los que la propugnan¹⁰. Sin embargo, la jurisprudencia y la doctrina registral admiten la validez de esta cláusula de separación *ad nutum*¹¹.

Para que los estatutos puedan establecer causas de separación distintas de las previstas legalmente, es necesario:

- i) Determinar el modo en que se debe acreditar la existencia de la causa.
- ii) Establecer la forma de ejercitar este derecho.
- iii) Fijar el plazo para su ejercicio.
- iv) Tanto para la incorporación en los estatutos como para la modificación o supresión de una causa de separación estatutaria, el consentimiento de todos los socios.

3. Ejercicio del derecho de separación

Antes de entrar a analizar la SAP, exponemos a continuación brevemente el procedimiento para el ejercicio del derecho de separación, ya que, además, en el caso de separación por falta o insuficiencia de distribución de dividendos se presentan algunas particularidades.

3.1. Publicación

De conformidad con el art. 348 de la LSC, que es el que regula el ejercicio del derecho de separación, los acuerdos que den lugar al derecho de separación se publicarán en el Boletín Oficial del Registro Mercantil ("**BORME**")¹². Además, el art. 205.1 del Reglamento del Registro Mercantil ("**RRM**"), cuando recoge el ejercicio del derecho de separación, se refiere no solo a los acuerdos, sino también a los hechos que den lugar a este derecho. La doctrina entiende que hay que publicar todos los acuerdos que den lugar al derecho de separación (tanto los previstos legalmente como los que den lugar a este derecho en virtud de cláusula estatutaria), pero también los hechos que dependan de la sociedad y que, por disposición estatutaria, permitan la separación¹³.

3.2. Plazo

En cuanto al plazo de ejercicio, si el derecho de separación se fundamenta en una causa legal, habrá de ejercitarse por escrito en el plazo de un mes a contar desde la publicación del acuerdo o desde la recepción de la comunicación (art. 348.2 de la LSC), mientras que, si se fundamenta en una causa estatutaria, los estatutos habrán de determinar la forma de ejercitar el derecho de separación y el plazo para su ejercicio (art. 347.1 de la LSC).

10 En contra, Carmen Alonso Ledesma o Alberto Emparanza. A favor en sociedades cerradas, Fernando Cerdá Alvero o José Carlos Sánchez González.

11 Sentencias del Tribunal Supremo 428/2002, de 3 de mayo; 796/2011, de 15 de noviembre; y 216/2013, de 14 de marzo, y resoluciones de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública de 25 de septiembre de 2003, de 2 de noviembre de 2010 y de 7 de febrero de 2012.

12 En las sociedades de responsabilidad limitada y en las anónimas cuando todas las acciones sean nominativas, los administradores podrán sustituir la publicación en el BORME por una comunicación escrita a cada uno de los socios que no hayan votado a favor del acuerdo. Si la separación tiene su origen en hechos que dependan de la sociedad, esta comunicación deberá realizarse a todos los socios, no solo a los que no hayan votado a favor del acuerdo.

13 VALPUESTA GASTAMINZA, E., *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*, Ed. Aranzadi La Ley, 2025.

3.3. Forma

Una vez que el socio ejerce el derecho de separación, la sociedad no ha de adoptar acuerdo alguno ni aceptar la separación. Su efectividad depende solo de su ejercicio por parte del socio. Esto significa que, una vez que el socio ha ejercitado su derecho de separación, la sociedad no puede enervar este derecho mediante un nuevo acuerdo social que revoque aquel que ha posibilitado el ejercicio del derecho de separación¹⁴.

3.4. Desistimiento

Por último, se plantea la cuestión de si se trata de un derecho dispositivo. Se trata de una cuestión controvertida, si bien compartimos la opinión de parte de la doctrina que considera que el socio puede desistir del ejercicio de este derecho en tanto no haya percibido por parte de la sociedad el valor de la liquidación de sus participaciones sociales o acciones.

3.5. Particularidades

Como decíamos al principio de este apartado, en el caso de separación por falta o insuficiencia de distribución de dividendos se presentan algunas particulares: (i) no se exige forma escrita; y (ii) puede ejercitarse en el plazo máximo de un mes desde la celebración de la junta general¹⁵.

III. Derecho de separación por falta o insuficiencia de distribución de dividendos

Una vez expuesto el régimen general del derecho de separación (y exclusión) de los socios, procederemos a analizar el régimen del derecho de separación por falta o insuficiencia de distribución de dividendos, así como otras cuestiones relevantes que son tratadas en la SAP.

1. El caso

El inicio del conflicto surge en la junta general ordinaria de 2019, en la que se aprobó la aplicación íntegra del resultado del ejercicio 2018 a reservas (la sociedad había tenido beneficios en los cinco ejercicios anteriores, sin que se acordara el reparto de beneficios en al menos un 25 % de ellos). En esa junta general, uno de los tres socios (cada uno de ellos titular del 33,33 % del capital social), al que en la SAP se identifica como “Erasmus” y al que nosotros nos referiremos como el “**Socio Afectado**”, propuso que se repartieran beneficios entre los socios. Ante la negativa, el Socio Afectado manifestó su voluntad de separarse de la sociedad por falta de distribución de dividendos conforme a lo dispuesto en el art. 348 bis de la LSC, comunicando formalmente su decisión a la sociedad.

En un primer momento, la sociedad ofreció al Socio Afectado un local, seis plazas de aparcamiento y los derechos de cesión sobre la venta de una nave como pago por sus participaciones

14 CERDÁ ALBERO, F., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Ed. Tirant lo Blanch, 2021.

15 Se trata de un plazo máximo, de tal manera que nada impide el ejercicio de este derecho (puede ejercitarse verbalmente) en la misma junta general en que se haya adoptado el acuerdo de no reparto de dividendos.

sociales, reconociéndole, por lo tanto, el derecho de separación. Sin embargo, este no aceptó el ofrecimiento al considerar que no respondía al valor de sus participaciones sociales. En dicha comunicación, la sociedad advertía al Socio Afectado que, si no aceptaba la oferta, se procedería a reformular las cuentas anuales.

El Socio Afectado acudió entonces al Registro Mercantil para solicitar la designación de un experto independiente que determinase el valor razonable de sus participaciones sociales. La sociedad se opuso a esta solicitud, si bien el Registro Mercantil desestimó la oposición en julio de 2020 y acabó designando a un experto independiente. La sociedad interpuso entonces recurso ante la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública ("**DGSJFP**"), la cual lo desestimó en diciembre de 2020 y corroboró la designación realizada por el Registro Mercantil (a lo que la sociedad se opuso y recurrió por la vía jurisdiccional, procedimiento que está pendiente de resolución definitiva).

En enero de 2020 se celebró junta general extraordinaria en la que se consideró que el Socio Afectado no tenía derecho de separación, puesto que se habían detectado graves errores en las cuentas anuales del ejercicio 2018, al no haberse contabilizado una factura de más de 20.000 euros, y se acordó reformular las cuentas anuales de dicho ejercicio, de forma que ahora reflejaban unas pérdidas de aproximadamente 1.000 euros. El Socio Afectado votó en contra de los acuerdos adoptados en esta junta general extraordinaria.

Como decíamos, en enero de 2021, el Registro Mercantil designó un experto independiente para realizar la valoración de las participaciones sociales del Socio Afectado, pero este no pudo realizar su encargo por la falta de colaboración de la sociedad. Por ello, el Socio Afectado encargó la valoración a otro auditor, el cual realizó un informe que se trasladó a la sociedad, si bien esta no atendió al pago de la cantidad correspondiente.

El Socio Afectado sostuvo en su demanda que concurrían todos los requisitos del art. 348 bis de la LSC y que, por tanto, tenía derecho a separarse de la sociedad y a percibir el valor razonable de sus participaciones sociales. La sociedad, por su parte, alegó, de un lado, la excepción de litispendencia, ya que la resolución de la DGSJFP relativa a la designación del experto independiente había sido recurrida en vía jurisdiccional y este procedimiento todavía está pendiente de resolución; y de otro, que no se cumplían los requisitos legales para el ejercicio del derecho de separación, pues los beneficios de los ejercicios 2016 y 2017 se destinaron a compensar pérdidas de ejercicios anteriores y las cuentas del ejercicio 2018, tras su reformulación, reflejaban pérdidas.

2. La sentencia de instancia

La sentencia de instancia estimó íntegramente la demanda presentada por el Socio Afectado. Por un lado, rechazó las excepciones de litispendencia y prejudicialidad civil; y, por otro, en cuanto al derecho de separación, el juez de instancia consideró que concurrían los supuestos legales para su ejercicio, ya que la sociedad aceptó inicialmente este derecho y solo tras no aceptar el Socio Afectado la propuesta de la valoración de sus participaciones sociales procedió a reformular las cuentas anuales del ejercicio 2018.

La sentencia fue recurrida por la sociedad, insistiendo en que concurría litispendencia o prejudicialidad civil respecto del procedimiento relativo a la designación por el Registro Mercantil del experto independiente, y que no concurrían los presupuestos necesarios para el ejercicio del derecho de separación tras la reformulación de las cuentas correspondientes al ejercicio 2018.

El Socio Afectado se opuso al recurso y solicitó que se confirmara la sentencia de instancia.

3. Requisitos legales para el ejercicio del derecho de separación por falta o insuficiencia de distribución de dividendos

El derecho de separación del socio en caso de falta o insuficiencia de distribución de dividendos (salvo en sociedades cotizadas) se introdujo en la LSC en el año 2011 para proteger al socio minoritario del acuerdo de la mayoría de no distribuir beneficios o hacerlo en cuantía insuficiente. Así se pretende evitar que los socios minoritarios queden “atrapados” en una sociedad que no reparte dividendos pese a tener beneficios.

En concreto, el art. 348 bis de la LSC dispone lo siguiente:

1. Sin perjuicio de lo dispuesto en la disposición adicional undécima, salvo disposición contraria de los estatutos, transcurrido el quinto ejercicio contado desde la inscripción en el Registro Mercantil de la sociedad, el socio o socia que hubiera hecho constar en el acta su protesta por la insuficiencia de los dividendos reconocidos tendrá derecho de separación en el caso de que la junta general no acordara la distribución como dividendo de, al menos, el veinticinco por ciento de los beneficios obtenidos durante el ejercicio anterior que sean legalmente distribuibles siempre que se hayan obtenido beneficios durante los tres ejercicios anteriores. Sin embargo, aun cuando se produzca la anterior circunstancia, el derecho de separación no surgirá si el total de los dividendos distribuidos durante los últimos cinco años equivale, por lo menos, al veinticinco por ciento de los beneficios legalmente distribuibles registrados en dicho periodo.

Lo dispuesto en el párrafo anterior se entenderá sin perjuicio del ejercicio de las acciones de impugnación de acuerdos sociales y de responsabilidad que pudieran corresponder.

2. Para la supresión o modificación de la causa de separación a que se refiere el apartado anterior, será necesario el consentimiento de todos los socios, salvo que se reconozca el derecho a separarse de la sociedad al socio que no hubiera votado a favor de tal acuerdo.

3. El plazo para el ejercicio del derecho de separación será de un mes a contar desde la fecha en que se hubiera celebrado la junta general ordinaria de socios.

4. Cuando la sociedad estuviere obligada a formular cuentas consolidadas, deberá reconocerse, salvo disposición contraria en los estatutos, el mismo derecho de separación al socio o socia de la dominante, aunque no se diere el requisito establecido en el apartado primero, si la junta general de la citada sociedad no acordara la distribución como dividendo de al menos el veinticinco por ciento de los resultados positivos consolidados atribuidos a la sociedad dominante del ejercicio anterior, siempre que sean legalmente distribuibles y, además, se hubieran obtenido resultados positivos consolidados atribuidos a la sociedad dominante durante los tres ejercicios anteriores.

5. Lo dispuesto en este artículo no será de aplicación en los siguientes supuestos:

a) Cuando se trate de sociedades cotizadas o sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en un sistema multilateral de negociación.

b) Cuando la sociedad se encuentre en concurso.

c) Cuando, al amparo de la legislación concursal, la sociedad haya puesto en conocimiento del juzgado competente para la declaración de su concurso la iniciación de negociaciones para alcanzar un acuerdo de refinanciación o para obtener adhesiones a una propuesta anticipada de convenio, o cuando se haya comunicado a dicho juzgado la apertura de negociaciones para alcanzar un acuerdo extrajudicial de pagos.

d) Cuando la sociedad haya alcanzado un acuerdo de refinanciación que satisfaga las condiciones de irrevocabilidad fijadas en la legislación concursal.

e) Cuando se trate de Sociedades Anónimas Deportivas.

De esta redacción se desprende que, salvo disposición contraria de los estatutos¹⁶, para el ejercicio del derecho de separación por falta o insuficiencia de distribución de dividendos deben cumplirse los siguientes requisitos¹⁷:

- i) Que hayan transcurrido cinco ejercicios desde la inscripción de la sociedad en el Registro Mercantil.
- ii) Que la sociedad haya obtenido beneficios durante los tres ejercicios anteriores. Al respecto, ha de entenderse que el último ejercicio cerrado se incluye en el cómputo de los tres años consecutivos que conforman este ciclo positivo de beneficios¹⁸.
- iii) Que el total de los dividendos distribuidos durante los últimos cinco años no equivalga, como mínimo, al 25 % de los beneficios legalmente distribuibles registrados durante dicho periodo. De nuevo, aunque la norma habla de “los últimos cinco años”, ha de entenderse que el último ejercicio cerrado (el reparto de cuyos beneficios se está discutiendo) se computa en este agregado del dividendo de los últimos cinco años¹⁹.
- iv) Que la junta general no haya acordado la distribución como dividendo de, al menos, el 25 % de los beneficios obtenidos durante el ejercicio anterior que sean legalmente distribuibles²⁰.
- v) Que el socio haya votado en la junta general en contra de que el resultado se aplique a otros fines diferentes a la distribución de dividendos, y que haga constar en acta su protesta por la insuficiencia de los dividendos reconocidos.

Si bien en la contestación a la demanda se cuestionó por la sociedad que en los tres ejercicios anteriores hubiera obtenido beneficios repartibles, con el argumento de que los beneficios se destinaron a compensar pérdidas de ejercicios anteriores, en el recurso ya no se insiste en

16 Este derecho tiene carácter dispositivo, pues en los estatutos sociales se puede tanto suprimir como modificar, y en ambos casos se requiere el consentimiento de todos los socios, salvo que se reconozca el derecho a separarse al socio que no hubiera votado a favor del acuerdo (art. 348 bis.2 de la LSC). Es también un derecho renunciabile. Además, es compatible con el ejercicio de las acciones de impugnación de acuerdos sociales y de responsabilidad contra los administradores.

17 La redacción del art. 348 bis de la LSC procedente de la Ley 11/2018 se aplica a las juntas generales celebradas a partir del 30 de diciembre de 2018.

18 CERDÁ ALBERO, F., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Ed. Tirant lo Blanch, 2021.

19 *Ibidem*.

20 La sentencia del Tribunal Supremo 104/2021, de 25 de febrero, aclara que el derecho de separación del socio por falta o insuficiencia de distribución de dividendos está vinculado a los beneficios del ejercicio inmediatamente anterior a la junta general y no a los beneficios de ejercicios precedentes, y ello sin perjuicio de que se sometan a la aprobación de una misma junta general las cuentas anuales de varios ejercicios.

ello. Por lo tanto, el único de los requisitos que hemos comentado anteriormente que, según la sociedad, no concurriría es la existencia de beneficios en el ejercicio en el que se ejercita el derecho de separación (2018).

Aunque en la junta general ordinaria de 2019 se aprobaron las cuentas anuales del ejercicio 2018 con un resultado positivo que se destinó íntegramente a reservas voluntarias, la sociedad demandada aduce que estas cuentas anuales fueron reformuladas y aprobadas en una junta general extraordinaria posterior. En todo caso, la sociedad no discute que la reformulación se llevó a cabo después de aceptar inicialmente el derecho de separación del Socio Afectado.

Por último, antes de entrar a analizar la reformulación de las cuentas anuales, conviene recordar que la jurisprudencia ha precisado que este derecho no es absoluto y debe ejercitarse conforme a las exigencias de la buena fe, de tal manera que su ejercicio con otros fines distintos de la protección del derecho al dividendo puede ser calificada como abusivo²¹.

4. Reformulación de las cuentas anuales

La sentencia de instancia niega cualquier valor a las cuentas anuales reformuladas, criterio que mantiene la Audiencia Provincial de Barcelona, señalando que, al margen del contexto en que tiene lugar la reformulación, que evidencia una actuación contraria a las exigencias de la buena fe, resulta evidente la inviabilidad jurídica y contable del proceder de la sociedad, y concluye que esta sí obtuvo beneficios legalmente repartibles en el ejercicio 2018, que no fueron destinados, al menos en un 25 %, al pago de dividendos a los socios, y, en definitiva, que el Socio Afectado ejercitó correctamente su derecho de separación.

En este sentido, la reformulación de las cuentas anuales por los administradores es una situación excepcional que viene recogida en el art. 38 c) del Código de Comercio. Atendiendo al principio de prudencia valorativa, se contempla esta opción en los casos en los que se detecten riesgos que afecten de forma muy significativa a la imagen fiel de las cuentas anuales, durante el lapso de tiempo que va desde que las cuentas anuales son formuladas por los administradores hasta antes de su aprobación por la junta general.

En los supuestos en los que tras la formulación de las cuentas anuales, y antes de su aprobación, sean conocidos errores o riesgos que no sean de carácter excepcional y máxima relevancia en relación con la situación patrimonial de la empresa, no se debe proceder a esa reformulación, y deben ser contabilizados como errores en el ejercicio en el que se han advertido, siguiendo la norma de registro y valoración sobre cambios en criterios contables, errores y estimaciones contables del Plan General de Contabilidad ("PGC").

Es decir, en caso de querer subsanar un error contable incurrido en un ejercicio anterior, la normativa contable determina que se debe contabilizar en las cuentas anuales del ejercicio social en el que se advierte²². En el caso analizado en la SAP, es evidente que la reformulación no tuvo

21 La sentencia del Tribunal Supremo 38/2022, de 25 de enero, estimó que un socio ejercitó abusivamente su derecho de separación. La junta general acordó no repartir dividendos, con el voto en contra de un socio, pero convocó una nueva junta general para repartir dividendos que acordó el reparto, convocatoria que se realizó antes de que el socio disidente en la primera junta general comunicara que iba a ejercitar su derecho de separación. El socio no quiso cobrar el dividendo acordado en esta segunda junta general y presentó demanda de separación, pero el Tribunal Supremo consideró que no procedía este ejercicio abusivo del derecho a separarse.

22 Con respecto al momento en el que se pueden reformular las cuentas anuales, el criterio de la Audiencia Provincial de Barcelona es claro: no es posible reformular las cuentas anuales de ejercicios anteriores (ver también sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona 845/2024, de 26 de julio). En el mismo sentido podemos citar las sentencias del Tribunal

lugar en el periodo acaecido entre la formulación y la aprobación de las cuentas anuales, sino que sucedió con posterioridad a la aprobación, cuando el Socio Afectado rechazó la oferta que la sociedad le hizo sobre sus participaciones sociales.

Declarado, por lo tanto, que el Socio Afectado ejercitó correctamente el derecho de separación, tiene derecho a percibir el valor razonable de sus participaciones sociales.

5. Valor razonable de las participaciones sociales

De conformidad con lo dispuesto en el art. 356.1 de la LSC, el socio que decide separarse tendrá derecho a obtener el valor razonable de sus participaciones sociales o acciones en concepto de precio de las que la sociedad adquiere o de reembolso de las que se amortizan.

Con respecto al cálculo del importe al que tiene derecho el socio separado, en primer lugar, hay que estar a lo acordado²³ entre la sociedad y el socio que se separa²⁴, y, en defecto de acuerdo, la valoración se debe efectuar por un experto independiente designado por el registrador mercantil a solicitud de la sociedad o de cualquiera de los socios titulares de las participaciones sociales o de las acciones²⁵ objeto de valoración (art. 353.1 de la LSC)²⁶.

Se plantea la discusión de si es posible fijar en estatutos una forma de valoración de las participaciones sociales o acciones que permita no acudir a la valoración del experto independiente. En este sentido, la doctrina mayoritaria es contraria a esta posibilidad, ya que la ley establece un sistema imperativo en garantía del derecho del socio a obtener el valor razonable. Los estatutos pueden prever algún método de fijación del valor, pero, en todo caso, este valor ha de considerarse una propuesta para el socio, y, si este no la acepta, tendría derecho a acudir a la determinación por el experto independiente²⁷.

Centrándonos en el sistema de valoración por experto independiente, ya que en este caso las partes no alcanzaron un acuerdo con respecto a la valoración de las participaciones sociales del Socio Afectado, la designación del experto independiente corresponde al registrador mercantil del domicilio social a solicitud, como señalábamos anteriormente, de la sociedad o de cualquiera de los socios cuyas participaciones sociales o acciones han de valorarse.

Supremo 1258/2021, de 25 de octubre y 1095/2022, de 26 de julio, en las que también considera que no puede acudirse a la reformulación de las cuentas anuales ya aprobadas a fin de corregir el resultado contable de ejercicios anteriores. Sin embargo, en la práctica, algunas sociedades, al detectar la existencia de errores contables, proceden a lo que podríamos denominar como “rectificación” de las cuentas anuales. Esta práctica no está prevista en la normativa contable, pero hay sentencias recientes del Tribunal Supremo que parecen admitir esta posibilidad: sentencias 647/2024, de 16 de abril y 1540/2025, de 31 de octubre.

23 El acuerdo puede ser no sobre el valor razonable, sino sobre la persona que haya de valorar las participaciones sociales o acciones, o el procedimiento que se debe seguir.

24 Si bien tradicionalmente la mayoría de los autores y la doctrina registral sostenían que el “valor razonable” era una norma de orden público, inderogable por las partes, en la actualidad, la mayoría de la doctrina y la jurisprudencia consideran que la regla del valor razonable tiene naturaleza dispositiva o supletoria. Incluso la DGSJFP ha admitido cláusulas estatutarias de valoración distintas al valor razonable legal, siempre que no se trate de un pacto abusivo o irracional (resoluciones de 15 de noviembre de 2016 y de 28 de agosto de 2023).

25 Cuando las acciones cotizan en un mercado secundario oficial, el valor de reembolso será el del precio medio de cotización del último trimestre.

26 De acuerdo con la sentencia del Tribunal Supremo 4/2021, de 15 de enero, el momento que hay que tener en cuenta para la valoración de las participaciones sociales es cuando se ejercita el derecho de separación mediante la comunicación a la sociedad.

27 VALPUESTA GASTAMINZA, E., *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*, Ed. Aranzadi La Ley, 2025.

Una vez designado, el experto independiente debe calcular el valor razonable de las participaciones sociales o acciones del socio saliente y emitir el correspondiente informe en el plazo de dos meses a contar desde su nombramiento.

Sobre qué se debe considerar como valor razonable, el PGC define como valor razonable (apartado 6.º.2, primera parte):

[...] el precio que se recibiría por la venta de un activo o se pagaría para transferir o cancelar un pasivo mediante una transacción ordenada entre participantes en el mercado en la fecha de valoración. El valor razonable se determinará sin practicar ninguna deducción por los costes de transacción en que pudiera incurrirse por causa de enajenación o disposición por otros medios. No tendrá en ningún caso el carácter de valor razonable el que sea resultado de una transacción forzada, urgente o como consecuencia de una situación de liquidación involuntaria.

Este apartado del PGC señala, además, que “para aquellos elementos respecto de los cuales no exista un mercado activo, el valor razonable se obtendrá, en su caso, mediante la aplicación de modelos y técnicas de valoración”. En este sentido, la ley no define un método único de valoración, si bien, en la práctica, los expertos aplican criterios técnicos de valoración dinámicos, esto es, que tienen en cuenta la proyección futura de la empresa y sus expectativas de negocio²⁸. Más adelante veremos cómo el perito designado por el Socio Afectado para determinar el valor razonable de sus participaciones sociales, ante la imposibilidad del experto independiente nombrado por el registrador mercantil para ello, opta por un método conocido como “valor teórico contable corregido”.

Este informe se unirá a la escritura de separación y se debe depositar en el Registro Mercantil. Según la DGSJFP, la valoración del experto independiente es suficiente por sí para ejecutar el acuerdo de separación una vez pagado o consignado el valor fijado (resolución de 25 de noviembre de 2014). En cualquier caso, tanto la sociedad como el socio pueden impugnar judicialmente la valoración emitida por el experto independiente a través de la correspondiente acción declarativa, si bien esto no paralizaría la separación.

Conviene recordar, sobre todo teniendo en cuenta los antecedentes del caso, que, para la realización de este informe, el art. 354.1 de la LSC expresamente faculta al experto independiente para recabar de la sociedad todas las informaciones y documentos que considere útiles y proceder a todas las verificaciones que estime oportunas. La sociedad, por su parte, está obligada a procurarle toda la información y documentación solicitada²⁹.

Volviendo al caso enjuiciado en la SAP, esta señala que no es controvertido que el Socio Afectado presentó solicitud de nombramiento de experto independiente al Registro Mercantil para que determinase el valor razonable de sus participaciones sociales, solicitud a la que se opuso la sociedad, si bien finalmente el Registro Mercantil acabó designando a un experto independiente.

Tampoco se discute que el experto independiente no pudo realizar su informe de valoración, hecho que el Socio Afectado atribuye a la actitud obstativa de la sociedad. En efecto, la sociedad admite implícitamente en su recurso que no facilitó al experto independiente la

28 *Memento Sociedades Mercantiles*, Ed. Lefebvre, 2025.

29 CERDÁ ALBERO, F., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Ed. Tirant lo Blanch, 2021.

información necesaria para acometer el encargo, ya que considera que la impugnación ante los tribunales de la resolución de la DGSJFP en virtud de la cual se corrobora el nombramiento del experto independiente realizado por el Registro Mercantil legitima su actuación (sobre esto retomaremos en el apartado siguiente).

Ante esta situación, como señalábamos, el Socio Afectado encargó la valoración de sus participaciones sociales a otro auditor, el cual emitió su informe. La sentencia de instancia aceptó la valoración realizada por este nuevo experto. En su informe, este auditor describe los distintos métodos de valoración, optando por el método del “valor teórico contable corregido”, por ser el utilizado habitualmente por las empresas inmobiliarias, método que tiene en cuenta el valor de mercado de los activos y pasivos del balance.

Pues bien, la Audiencia Provincial de Barcelona da la razón al Socio Afectado al considerar que la valoración de sus participaciones sociales no se pudo realizar por la negativa, sin causa legítima, de la sociedad. Declarado el derecho de separación, el Socio Afectado tiene derecho a percibir el valor razonable de sus participaciones sociales.

Y, en este sentido, la Audiencia Provincial de Barcelona, teniendo en cuenta que la sociedad imposibilitó al experto independiente realizar la valoración, que no se opuso en la contestación a las conclusiones del perito designado por el Socio Afectado, y que estima ajustado el método de valoración utilizado por este, da por válida la valoración del perito, desestimando el recurso y confirmando la sentencia apelada.

6. Excepción de litispendencia

La sociedad insiste en que concurre la excepción de litispendencia y que debe acordarse el sobreseimiento del proceso o, en su caso, la suspensión por prejudicialidad civil, ya que el nombramiento del experto independiente está siendo cuestionado ante el juzgado de lo mercantil competente.

La Audiencia Provincial de Barcelona coincide con los argumentos del juez de instancia que desestimó la excepción. En efecto, mientras que el procedimiento ante el juzgado de lo mercantil enfrenta a la sociedad y a la DGSJFP, en el procedimiento objeto de la SAP, las partes son el Socio Afectado y la propia sociedad. Además, el objeto del procedimiento de impugnación de la resolución de la DGSJFP y el propio expediente de nombramiento del experto independiente es más limitado y tiene distinta naturaleza del proceso declarativo dirigido a hacer efectivo el derecho de separación.

En definitiva, concluye la Audiencia Provincial de Barcelona, el procedimiento seguido ante el juzgado mercantil ni interfiere ni condiciona el resultado de este pleito.

IV. Conclusiones

La Audiencia Provincial de Barcelona desestima el recurso de apelación interpuesto por la sociedad y confirma la sentencia apelada, con imposición a la sociedad de las costas del recurso y pérdida del depósito.

En concreto:

- i) Con respecto al derecho de separación por falta o insuficiencia de distribución de dividendos, considera que se han dado todos los presupuestos legales para su ejercicio, al considerar, entre otras cuestiones, que la sociedad efectivamente obtuvo beneficios en el ejercicio en el que se ejercita el derecho de separación.
- ii) Considera que la sociedad obtuvo beneficios en el ejercicio en el que se ejercita el derecho de separación porque se niega cualquier valor a las cuentas anuales reformuladas, tomando en consideración únicamente las cuentas anuales aprobadas en la junta general ordinaria de junio de 2019. Recordemos que la reformulación de las cuentas anuales es una situación excepcional y que se contempla únicamente en los casos en los que se detecten riesgos que afecten de manera muy significativa a la imagen fiel de las cuentas anuales y durante el periodo de tiempo que va desde la formulación de las cuentas anuales hasta su aprobación por la junta general. Es decir, el límite temporal de la reformulación se encuentra en la aprobación de las cuentas anuales.
- iii) Declarado el derecho de separación, el Socio Afectado tiene derecho a percibir el valor razonable de sus participaciones sociales. Ante la imposibilidad del experto independiente designado por el Registro Mercantil de calcular el valor razonable de las participaciones sociales del Socio Afectado por la falta de colaboración de la sociedad, este designó a otro auditor para ello. Este nuevo auditor emitió el correspondiente informe, en el que describe los distintos métodos de valoración, optando por el método del “valor teórico contable corregido”, método que la Audiencia Provincial de Barcelona considera ajustado, dando por válida, por lo tanto, la valoración del perito.
- iv) Finalmente, se considera que no concurre la excepción de litispendencia, y que el procedimiento seguido ante el juzgado de lo mercantil entre la sociedad y la DGSJFP por el nombramiento del experto independiente no interfiere ni condiciona el resultado del pleito entre la sociedad y el Socio Afectado por el derecho de separación.

Los fideicomisos inmobiliarios en México

María Teresa Paillés

Socia de Pérez-Llorca

INMOBILIARIO

MEXICO CITY

| | |
|--|------------|
| I. Introducción | 106 |
| II. Aspectos generales | 106 |
| 1. Partes | 106 |
| 2. Fines | 107 |
| 3. Patrimonio | 107 |
| III. Características | 107 |
| 1. Revocables o irrevocables | 107 |
| 2. Derechos de reversión-traslativos de dominio | 107 |
| 3. Fideicomisarios sustitutos | 107 |
| 4. Fideicomisarios designados después de la constitución | 108 |
| 5. Responsabilidad respecto de los bienes y derechos aportados | 108 |
| 6. Vigencia | 108 |
| IV. Tipos de fideicomisos inmobiliarios | 108 |
| 1. Administración de bienes y derechos | 108 |
| 2. Desarrollo de un proyecto inmobiliario | 108 |
| 3. Zona restringida | 109 |
| 4. Garantía fiduciaria | 109 |
| 5. Fuente de pago | 109 |
| 6. Ingresos pasivos-rentas | 109 |
| 7. Actividades empresariales | 110 |
| 8. Fibras | 110 |
| V. Formalidades | 110 |
| 1. Forma de constituir un fideicomiso | 110 |
| 2. Registros públicos | 111 |
| VI. Comité técnico | 111 |
| 1. Designación de miembros y votación | 111 |
| 2. Relación con el fiduciario | 111 |
| VII. Responsabilidad fiduciaria | 112 |
| VIII. Terminación del fideicomiso | 112 |
| IX. Beneficios de utilizar un fideicomiso | 112 |



Fecha de recepción
7 de octubre de 2025



Fecha de aceptación
13 de noviembre de 2025



Resumen: El artículo “Los Fideicomisos Inmobiliarios en México” contiene una mirada general sobre los aspectos más importantes de esta institución legal y entender cómo funcionan los fideicomisos inmobiliarios, incluyendo sus características, las formalidades para su constitución y registro, así como otros aspectos importantes como son el comité técnico, la responsabilidad fiduciaria y la forma en que se pueden terminar. Incluye una breve descripción de los fideicomisos inmobiliarios más comunes que son: de administración de bienes y derechos, para el desarrollo de proyectos inmobiliarios, de zona restringida para beneficiarios extranjeros, de garantía fiduciaria, de fuente de pago, con ingresos pasivos, con actividades empresariales y las Fibras. Analiza de manera sucinta los beneficios de utilizar fideicomisos en México para realizar negocios inmobiliarios.

Abstract: The article “Real Estate Trusts in Mexico” provides a general overview of the most important aspects of this legal institution and explains how real estate trusts work, including their characteristics, the formalities required for their creation and registration, as well as other relevant elements such as the technical committee, fiduciary responsibilities, and the manner in which trusts may be terminated. It includes a brief description of the most common types of real estate trusts, which are: asset and rights management trusts, trusts for the development of real estate projects, “restricted zone” trusts for foreign beneficiaries, fiduciary guarantee trusts, source of payment trusts, passive income trusts, trusts with business activities, and Fibras (Real Estate Investment Trusts). It succinctly analyzes the benefits of using trusts in Mexico to conduct real estate business.



Palabras clave: Fideicomisos inmobiliarios; responsabilidad fiduciaria; constitución y registro; características de fideicomisos inmobiliarios.

Key words: Real estate trusts; fiduciary responsibilities; creation and registration; characteristics of real estate trusts; real estate businesses through trusts.

Los fideicomisos inmobiliarios en México

I. Introducción

En México, los fideicomisos son un vehículo comúnmente utilizado para implementar negocios inmobiliarios, ya que permiten establecer las reglas bajo las cuales se va a llevar a cabo el negocio, que las distribuciones y beneficios a los fideicomitentes y fideicomisarios se hagan libremente sin que tengan que ser proporcionales a las aportaciones realizadas por los fideicomitentes, aislar los bienes y derechos aportados al fideicomiso de ciertos riesgos legales, y otorgar garantías de fácil ejecución en caso de incumplimiento, entre otras cuestiones.

II. Aspectos generales

En general, los fideicomisos están regulados por la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito ("**LGTyOC**"), por la Ley de Instituciones de Crédito ("**LIC**"), y por la Circular 1/2005¹ ("**Circular**") emitida por el Banco de México, que establece ciertas reglas de operación que deberán cumplir las entidades autorizadas para actuar como fiduciarias. Además, los fideicomisos de inversión en bienes raíces ("**Fibras**") están sujetos a la Circular Única de Emisoras y, en particular, a su Anexo AA.

El art. 381 de la LGTyOC establece que:

[...] por virtud del fideicomiso, el fideicomitente transmite a una institución fiduciaria la propiedad o la titularidad de uno o más bienes o derechos, según sea el caso, para ser destinados a fines lícitos y determinados, encomendando la realización de dichos fines a la propia institución fiduciaria.

El fideicomiso se constituye mediante la celebración de un contrato, que es de tracto sucesivo y que crea un patrimonio de afectación. El fideicomiso no tiene personalidad jurídica.

1. Partes

Son partes de un fideicomiso:

- i) El o los fideicomitentes, quienes aportan o se obligan a aportar en un futuro bienes y derechos al patrimonio del fideicomiso. Los fideicomitentes pueden ser personas físicas, morales u otros fideicomisos, ya sean mexicanos o extranjeros, con ciertas limitaciones para cierto tipo de inversiones.

¹ Reglas a las que deberán sujetarse las instituciones de crédito, casas de bolsa, instituciones de seguros, instituciones de fianzas, sociedades financieras de objeto limitado y la financiera rural en las operaciones de fideicomiso.

- ii) El fiduciario, que solo podrá ser una persona moral autorizada por la ley para actuar como fiduciario, y que, para fideicomisos inmobiliarios, son instituciones de crédito (bancos).
- iii) El o los fideicomisarios, que podrán ser los mismos fideicomitentes u otras personas, físicas o morales u otros fideicomisos, ya sea mexicanos o extranjeros. Los fideicomisarios podrán ser designados en un acto posterior a la constitución del fideicomiso.

2. Fines

Los fines de un fideicomiso pueden ser la realización de cualquier acto o actos siempre y cuando sean lícitos. Derivado de que no existen limitaciones a los fines de un fideicomiso, es que estos se utilizan por sus fideicomitentes para realizar todo tipo de negocios y actividades, incluyendo negocios inmobiliarios. Es importante señalar que los fines del fideicomiso deben ser detallados y explícitos, ya que el fiduciario solo puede llevar a cabo los fines pactados en él. Si hay algún acto que no esté contemplado en un contrato de fideicomiso, entonces se tendría que modificar el contrato para incluir dicho fin.

3. Patrimonio

Los fideicomitentes pueden aportar a un fideicomiso cualesquiera bienes y derechos de los que sean titulares, menos los que conforme a la ley se consideran estrictamente personales.

III. Características

1. Revocables o irrevocables

Los fideicomisos pueden ser revocables por parte del fideicomitente o irrevocables. Cuando un fideicomiso se constituye con partes no relacionadas, lo usual es que sea irrevocable, para garantizar que ninguna de las partes podrá terminar de manera unilateral el contrato para recibir los bienes o derechos fideicomitados.

2. Derechos de reversión-traslativos de dominio

Los bienes o derechos aportados a los fideicomisos se pueden aportar reservándose el fideicomitente que los aporta el derecho de revertirlos, lo que implica que para efectos fiscales no ha habido una enajenación y no se genera ningún pago de impuesto sobre la renta ni impuestos de traslado de bienes inmuebles; por lo tanto, esta característica permite una eficiencia fiscal que no sucede con otras instituciones legales. En cambio, si el fideicomitente no se reserva el derecho de reversión y se designa a uno o más fideicomisarios distintos del fideicomitente, se entenderá que el bien aportado sí se considera enajenado y puede dar lugar al pago de impuesto sobre la renta y del impuesto de traslado de dominio si se aportan bienes inmuebles.

3. Fideicomisarios sustitutos

Las personas físicas que sean fideicomitentes y/o fideicomisarios de un fideicomiso pueden designar a personas que los sustituyan él, en caso de su fallecimiento, lo que permite dar

continuidad al fideicomiso sin que sea necesario esperar a que sea designado un heredero y a que los derechos fideicomisarios le sean adjudicados.

4. Fideicomisarios designados después de la constitución

Cuando se designan fideicomisarios con posterioridad a la celebración de un fideicomiso, es importante desde su constitución identificar si dicha designación genera efectos traslativos de propiedad que pudieran implicar el pago de impuestos.

5. Responsabilidad respecto de los bienes y derechos aportados

Los fideicomitentes que aportan bienes y derechos a un fideicomiso son responsables del saneamiento en caso de evicción, así como de la legitimidad de la aportación, tanto frente a las otras partes del fideicomiso como frente a terceros que pudieran adquirir algunos de los bienes aportados al fideicomiso o una parte de ellos. Es decir, frente a terceros, el responsable de indemnizar es el fideicomitente y no el fiduciario, y así debe quedar asentado tanto en el fideicomiso como en el convenio que da lugar a la obligación de indemnizar.

6. Vigencia

Los fideicomisos tienen una vigencia máxima de 50 años según el art. 394, fracción III, de la LGTyOC; sin embargo, se puede pactar desde un inicio su prórroga por plazos iguales, o las partes también lo podrán prorrogar antes de que concluya el plazo original.

IV. Tipos de fideicomisos inmobiliarios

Aunque la LGTyOC no establece un listado de tipos de fideicomisos, salvo por los de garantía, que tienen una regulación particular en la misma legislación, en la práctica comercial se reconocen varios tipos de fideicomisos inmobiliarios. Además de los fideicomisos que se describen a continuación, existen otros tipos, como los fideicomisos de control accionario, los fideicomisos testamentarios, los fideicomisos públicos en los que participan entidades gubernamentales en su carácter de autoridad, los fideicomisos de inversión, etc., que no son objeto de este análisis, por no ser esencialmente para realizar negocios inmobiliarios.

1. Administración de bienes y derechos

En general, todos los fideicomisos se consideran de administración, ya que la intención de los fideicomitentes y fideicomisarios es llevar a cabo la administración del patrimonio del fideicomiso para los fines pactados en dicho contrato.

2. Desarrollo de un proyecto inmobiliario

Un fideicomiso para el desarrollo inmobiliario comúnmente se utiliza para que un desarrollador pueda desarrollar un inmueble, que es propiedad de un tercero, quien lo aporta al fideicomiso, con el único objeto de que el desarrollador obtenga los permisos y licencias y lleve a cabo la construcción del proyecto, en el entendido de que la venta de las unidades privativas que se construyan (apartamentos, casas-habitación, locales comerciales, oficinas, etc.) se produzca fuera del fideicomiso, ya que, si se venden a través del fideicomiso, entonces este se considera

un fideicomiso con actividades empresariales. El objetivo de estos fideicomisos es que el inmueble no esté sujeto a los riesgos o contingencias a las que estaría sujeto si se mantuviera en propiedad del fideicomitente aportante, ya que, al estar fideicomitado, en caso de una demanda o acción de un tercero, el inmueble quedaría fuera del alcance de un embargo o gravamen.

3. Zona restringida

En la Constitución de los Estados Unidos Mexicanos existen ciertas zonas del territorio que no pueden ser propiedad directa de extranjeros si el destino de los inmuebles ahí ubicados es para fines residenciales. Dichas zonas, que se extienden 100 kilómetros desde las fronteras terrestres y 50 kilómetros desde las costas, se conocen como “zona restringida”. Sin embargo, si un extranjero desea adquirir un inmueble ubicado en la zona restringida, lo puede hacer mediante la constitución de un fideicomiso que adquiere el inmueble para beneficio del extranjero. Esto permite al extranjero usar y gozar del inmueble, y, en caso de que lo desee enajenar o vender, lo podrá hacer mediante instrucciones al fiduciario y recibir el producto de la venta.

4. Garantía fiduciaria

Los fideicomisos de garantía son los que tienen como fin dar en garantía fiduciaria todos o algunos de los bienes que conforman el patrimonio del fideicomiso, usualmente para garantizar el pago de créditos. En el contrato de fideicomiso se pacta un procedimiento extrajudicial para que, en caso de incumplimiento de las obligaciones garantizadas, el fiduciario lleve a cabo la venta extrajudicial de los bienes objeto de la garantía, observando las condiciones y reglas de dicho procedimiento, que debe cumplir las disposiciones establecidas en la LGTyOC. Una garantía respecto de un fideicomiso inmobiliario no se considera una garantía real para efectos de prelación frente acreedores, como sí lo son la hipoteca y la prenda; sin embargo, al estar los bienes inmuebles afectos a un fideicomiso, no están sujetos a la prelación frente acreedores del o los fideicomitente(s) y/o fideicomisario(s).

5. Fuente de pago

Los fideicomisos de fuentes de pago son en los que el fideicomitente aporta derechos de cobro de contratos, valores u otros derechos para que sean destinados a pagar a un fideicomisario. Estos fideicomisos requieren la notificación a quien está obligado a pagar dichos derechos de cobro para hacerle saber de la existencia del fideicomiso y de que, a partir de la aportación de los derechos, el obligado debe pagar a las cuentas del fideicomiso y no al fideicomitente. Este tipo de fideicomisos es común para garantizar créditos otorgados para el desarrollo y la construcción de hoteles, así como otros inmuebles que generan rentas y permiten al acreedor cobrar directamente de los pagos realizados por terceros al deudor.

6. Ingresos pasivos-rentas

Es común que los inmuebles que están dados en arrendamiento a terceros se aporten a un fideicomiso, ya sea como terreno para desarrollar un proyecto inmobiliario, ya como inmueble construido y rentado. Esta estructura es más usual cuando son varios los dueños del inmueble, que requieren poder facturar a los arrendatarios las rentas bajo una sola factura y que se pague en una sola cuenta la renta para cumplir con ciertos requisitos fiscales, para lo cual estos fideicomisos obtienen un registro fiscal (“RFC”) ante la autoridad fiscal mexicana. Este fideicomiso es transparente para efectos fiscales, lo que permite a sus fideicomitentes, que son personas físicas y residentes fiscales en México, tener el beneficio fiscal de lo que se conoce como

“deducción ciega”, es decir, que pueden tomar como deducible el equivalente al 35 % de la renta recibida y solo pagar el impuesto sobre la renta sobre la diferencia.

7. Actividades empresariales

Un fideicomiso también puede ser constituido para ser una “empresa” y realizar actividades comerciales, como podría ser la venta de inmuebles desarrollados o construidos, u otras negociaciones inmobiliarias, como un hotel o un tiempo compartido, o cualquier otro negocio inmobiliario.

8. Fibras

Las fibras son fideicomisos inmobiliarios que emiten valores (certificados bursátiles fiduciarios inmobiliarios [“CBFI”]) que se cotizan en las bolsas de valores mexicanas y cuyo patrimonio consiste sustancialmente en inmuebles que generan rentas. Los CBFI otorgan a sus tenedores el derecho de recibir rentas en proporción a su tenencia del total de CBFI emitidos en su totalidad, de manera periódica, ya que, por ley, las fibras deben distribuir a los tenedores de los CBFI emitidos el 95 % de las utilidades de la fibra por lo menos una vez al año, aunque algunas de las fibras que actualmente cotizan en el mercado bursátil lo hacen trimestral o mensualmente. Actualmente existen 14 fibras que cotizan en las bolsas de valores mexicanas desde que se colocó la primera fibra en 2011. El mercado de fibras en México ha permitido invertir en inmuebles de manera diversificada y con rendimientos pagadores de manera periódica.

Los últimos tres tipos de fideicomisos, por estar registrados para efectos fiscales y tener un RFC, requieren contratar a terceros contadores que lleven la contabilidad del fideicomiso, así como a auditores que auditen anualmente la información financiera del fideicomiso, lo que garantiza a las partes que el vehículo cumpla con sus obligaciones fiscales establecidas en diversa regulación.

V. Formalidades

1. Forma de constituir un fideicomiso

- i) Escritura pública: lo más común es que un contrato de fideicomiso al que se aportarán bienes inmuebles se firme en escritura pública ante notario público, ya que la aportación de los inmuebles se considera una transmisión de propiedad para efectos civiles, y en dicho sentido requiere cumplir con ciertas formalidades de derecho administrativo que lleva a cabo un notario público. El convenio de aportación posterior a la constitución del fideicomiso mediante el cual se aporte un bien inmueble debe ser otorgado en escritura pública.
- ii) Contrato privado: cuando las partes del fideicomiso acuerdan que la aportación de los inmuebles se haga en documento por separado, el contrato de fideicomiso se puede firmar en documento privado, aunque es recomendable, en este caso, que las firmas de las partes sean ratificadas frente a notario público para poder evidenciar la fecha cierta del contrato para efectos ante terceros y fiscales. Sin embargo, no se recomienda celebrar los fideicomisos en contratos privados cuando se vaya a tramitar un RFC para el

fideicomiso, ya que las autoridades fiscales requieren que el fideicomiso esté constituido en escritura pública, sin que esto sea un requisito legal.

2. Registros públicos

Los fideicomisos que tienen en su patrimonio bienes inmuebles o los convenios de aportación de inmuebles deben ser inscritos en el registro público de la propiedad del lugar de ubicación de cada inmueble, ya que, para efectos ante terceros, a partir de su aportación al fideicomiso, su propietario es el fiduciario, aunque la propiedad que tiene el fiduciario es una propiedad limitada, en cuanto al ejercicio de los derechos, a los fines establecidos en el fideicomiso.

Los fideicomisos que sean de garantía se deben inscribir en el registro único de garantías mobiliarias, ya que la garantía que se otorga es un derecho personal (no un derecho real) para que la garantía surta efectos frente a terceros.

VI. Comité técnico

Aunque el fideicomiso es un patrimonio de afectación para la realización de ciertos fines a cargo del fiduciario, la realidad es que el fiduciario no realiza ninguna actividad más allá de celebrar contratos y convenios, abrir cuentas bancarias, y recibir y distribuir recursos monetarios, así como otorgar poderes a personas que materialmente realicen los fines del fideicomiso. Los fideicomisos pueden tener empleados, pero esto no sucede salvo de manera muy excepcional, por lo que los fiduciarios requieren que el cumplimiento material de los fines del fideicomiso lo realicen los fideicomitentes, los fideicomisarios o terceros contratados para lo anterior.

Derivado de lo anterior, y de que el cumplimiento de los fines requiere actividades continuas y materiales, así como tomar decisiones particulares sobre dichos fines, la mayoría de los contratos de fideicomiso inmobiliarios incluyen la designación de un comité técnico, un órgano colegiado conformado por personas físicas, mexicanas o extranjeras, que instruye al fiduciario cómo debe actuar para dar cumplimiento a los fines del fideicomiso.

1. Designación de miembros y votación

El contrato de fideicomiso debe establecer la existencia del comité técnico, cómo se designan a sus miembros por parte de los fideicomitentes y, en su caso, cómo se sustituye a los previamente designados, así como sus facultades y forma de reunirse y tomar decisiones. Las resoluciones del comité técnico se deben asentar en actas que se levanten para evidenciarlas o, si son totalitarias, pueden ser resoluciones por escrito firmadas por todos los miembros.

2. Relación con el fiduciario

El fiduciario puede comparecer a las sesiones del comité técnico con voz, pero sin voto. Las resoluciones del comité técnico deben ser notificadas al fiduciario para que este cumpla con las instrucciones aprobadas por el comité técnico. Es importante incluir reglas de comunicación y notificación que se puedan realizar por medios electrónicos, ya que la administración de un fideicomiso requiere agilidad y rapidez.

VII. Responsabilidad fiduciaria

En términos de la Circular, los contratos de fideicomiso deben establecer claramente los límites de responsabilidad de los fiduciarios para que los fideicomitentes, fideicomisarios y terceros reconozcan que el fiduciario solo responde de sus obligaciones como fiduciario con el patrimonio del propio fideicomiso, salvo que el fiduciario actúe con dolo o mala fe en el desempeño de su cargo. Asimismo, el fiduciario tiene obligaciones relativas a la identificación de los fideicomitentes y fideicomisarios para prevenir operaciones ilícitas o con recursos ilícitos, que incluyen la identificación de los beneficiarios últimos de las partes, hasta llegar a las personas físicas. El incumplimiento de estas obligaciones puede dar lugar a multas y sanciones altísimas, por lo que los fiduciarios han incrementado sus procesos de identificación de sus clientes y, en consecuencia, encarecido los honorarios fiduciarios por las inversiones que han tenido que realizar en la automatización de ciertos procesos.

VIII. Terminación del fideicomiso

Cuando así lo acuerden los fideicomitentes y fideicomisarios de un fideicomiso, podrán darlo por terminado anticipadamente, para lo cual deberán instruir al fiduciario a realizar los actos tendientes a entregar los bienes y derechos fideicomitados a las partes conforme lo acuerden, o- si así lo establecen los fines- enajenar los bienes y derechos que conforman el patrimonio fideicomitado en los términos acordados, y que dichas transmisiones se formalicen en los términos requeridos en la normatividad aplicable, y entregar el producto de la venta a los fideicomitentes y/o fideicomisarios.

Además del acuerdo entre las partes, el art. 392 de la LGTyOC establece que en los siguientes supuestos se darán por terminados los fideicomisos: (a) por haberse cumplido sus fines o por ser estos imposibles de realizar; (b) si el fideicomiso se hubiere constituido sujeto a una condición suspensiva, esta no se cumple en un plazo de 20 años o en el plazo pactado para dichos efectos; (c) por haberse cumplido la condición resolutoria al que fue sujeta su constitución; (d) por revocación del fideicomitente, si se reservó dicho derecho; (e) por haberse constituido en fraude de terceros, o (f) cuando no se paguen honorarios al fiduciario durante más de tres años.

IX. Beneficios de utilizar un fideicomiso

El uso de fideicomisos en operaciones inmobiliarias permite a los inversionistas los siguientes beneficios, entre otros:

- i) Cuando el proyecto se lleva a cabo por parte de dos o más partes, limitar y detallar el alcance y las reglas de operación del proyecto inmobiliario, y contar con un tercero (el fiduciario) que solo va a actuar en términos específicos de los fines y como buen padre de familia, que es la obligación intrínseca de cualquier fiduciario.
- ii) Controlar el uso y aplicación de los recursos del proyecto, así como una distribución distinta a la distribución que aplicaría tratándose de una sociedad (en la proporción del

capital social), sin que sea necesario que la distribución se haga una vez que se hayan acreditado las utilidades mediante la aprobación de estados financieros y otras formalidades que se requieren en una sociedad mercantil.

- iii)** Ejercer ciertos beneficios fiscales por la naturaleza de transparencia fiscal del fideicomiso, como puede ser recibir rentas por parte de personas físicas que son residentes fiscales en México, que no se pueden obtener si el negocio inmobiliario se realiza por medio de una sociedad mercantil.
- iv)** Aislar el patrimonio del fideicomiso de los riesgos que pudieran afectar a las otras partes del negocio frente a otros acreedores.
- v)** En caso de disputa, aplicar y/o enajenar el patrimonio del fideicomiso por parte del fiduciario, por ser un tercero, sin que sea necesaria la intervención de las autoridades judiciales.

Do apagão às soluções: o lugar do armazenamento e dos serviços de sistema na política energética portuguesa

Débora Melo Fernandes

Partner at Pérez-Llorca

PUBLIC LAW AND REGULATORY

LISBOA

Mariana Santos

Lawyer at Pérez-Llorca

PUBLIC LAW AND REGULATORY

LISBOA

| | | |
|------|---|-----|
| I. | O apagão de 28 de abril de 2025 e o processo europeu de investigação – em concreto, o Factual Report on the Grid Incident in Spain and Portugal on 28 April 2025, de 3 de outubro de 2025 | 116 |
| II. | A reação portuguesa – o “Plano de Reforço da Segurança do Sistema Elétrico Nacional” | 118 |
| III. | Armazenamento e Serviços de Sistema: de conceitos técnicos a instrumentos jurídicos | 119 |
| | 1. Armazenamento e <i>black-start</i> entram em ação no dia 28 de abril | 119 |
| | 2. Da prática ao enquadramento jurídico | 121 |
| | 3. Serviços de sistema | 123 |
| IV. | Conclusão: resiliência e segurança da RESP | 124 |



Fecha de recepción
3 de noviembre de 2025



Fecha de aceptación
12 de noviembre de 2025



Resumo: O apagão de 28 de abril de 2025 revelou vulnerabilidades estruturais no sistema elétrico ibérico. Em Portugal, o evento trouxe à tona um debate que já existia: como garantir a resiliência da rede num contexto de forte penetração das renováveis e de crescente interdependência com o sistema elétrico espanhol. Meses volvidos, o essencial já não é discutir apenas as causas técnicas do evento, mas refletir sobre as medidas de resposta anunciadas, os desafios ainda em aberto e, sobretudo, o papel que o enquadramento jurídico deve desempenhar na construção de soluções duradouras. Mais do que recordar o apagão, importa agora avaliar de que forma esse evento pode ser um catalisador de reformas estruturais, sob o ponto de vista legislativo e regulatório.

Este artigo analisa as medidas anunciadas pelo Governo português após o apagão de 28 de abril de 2025, detendo-se sobre o papel do armazenamento e dos serviços de sistema na política energética portuguesa e o seu enquadramento jurídico.

Abstract: The blackout of 28 April 2025 revealed structural vulnerabilities in the Iberian electricity system. In Portugal, the event brought to the fore a debate that already existed: how to guarantee the resilience of the network in a context of strong penetration of renewables and growing interdependence with the Spanish electricity system. Months on, the essential thing is no longer just to discuss the technical causes of the event, but to reflect on the response measures announced, the challenges still open and, above all, the role that the legal framework must play in building lasting solutions. More than recalling the blackout, it is now important to assess how this event can be a catalyst for structural reforms, from a legislative and regulatory point of view.

This article analyses the measures announced by the Portuguese government following the blackout of 28 April 2025, focusing on the role of storage and system services in Portuguese energy policy and their legal framework.



Palavras-chave: Apagão, armazenamento, serviços de sistema, *black-start*, segurança, resiliência, Sistema Elétrico Nacional.

Key words: Black-out, energy storage, ancillary services, black-start, security of supply, resilience, National Electricity System.

Do apagão às soluções: o lugar do armazenamento e dos serviços de sistema na política energética portuguesa

I. O apagão de 28 de abril de 2025 e o processo europeu de investigação – em concreto, o *Factual Report on the Grid Incident in Spain and Portugal on 28 April 2025*, de 3 de outubro de 2025

No dia 28 de abril de 2025, um evento súbito deixou sem energia elétrica a Península Ibérica e algumas zonas do sul de França, obrigando à ativação dos planos de restabelecimento¹ e dos procedimentos de arranque autónomo² (**black-start**³), e forçando a contar com o apoio das interligações existentes com França e Marrocos. Este evento marcou um ponto de viragem na política energética portuguesa e espanhola.

De acordo com o “*Factual Report on the Grid Incident in Spain and Portugal on 28 April 2025*”, de 3 de outubro de 2025, elaborado pelo Painel de Peritos criado pela Rede Europeia de Operadores de Redes de Transporte de Eletricidade (“**Relatório Factual**”), o apagão ibérico foi classificado pela Rede Europeia de Operadores de Redes de Transporte de Eletricidade (“**REORT**”) como um incidente de nível ICS-3 – Blackout, o mais grave na escala comum de classificação de incidentes (*Incident Classification Scale*)⁴.

De acordo com o Regulamento (UE) 2017/1485 da Comissão, de 2 de agosto de 2017, que estabelece orientações sobre a operação de redes de transporte de eletricidade (“**Regulamento 2017/1485**”), uma rede de transporte está no “estado de apagão” com a verificação de, pelo menos, uma das seguintes condições: (i) a perda de mais de 50% do consumo na zona de controlo do Operador da Rede de Transporte (“**ORT**”) em causa (ou seja, na prática: mais de 50% das pessoas “ficarem sem luz”); ou (ii) a ausência total de tensão durante, pelo menos, três minutos na zona de controlo do ORT em causa, traduzida no desencadeamento de planos de restabelecimento⁵. Ora, segundo a informação disponível no Relatório Factual, Portugal e Espanha registaram uma perda total de procura nas redes de transporte,

1 Correspondem a “todas as medidas técnicas e organizativas necessárias para o restabelecimento do estado normal da rede” - Cf. parágrafo 5) do art. 3.º do Regulamento (UE) 2017/2196 da Comissão de 24 de novembro de 2017, que estabelece um código de rede relativo aos estados de emergência e de restabelecimento em redes de eletricidade.

2 A capacidade de arranque autónomo corresponde à “capacidade de restabelecimento de um módulo gerador de uma paragem total, através de uma fonte de energia auxiliar a isso destinada, sem qualquer alimentação de energia elétrica exterior à instalação geradora” —cf. parágrafo 45) do art. 2.º do Regulamento (UE) 2016/631 da Comissão de 14 de abril de 2016 que estabelece um código de rede relativo a requisitos da ligação de geradores de eletricidade à rede [“**Regulamento 2016/631**”]—.

3 É um serviço de sistema, que, em Portugal, se define como “serviço de sistema não associado à frequência” —cf. parágrafo ii) da alínea b) do n.º 2 do art. 49.º do Regulamento de Operação das Redes da ERSE, aprovado pelo Regulamento n.º 816/2023, publicado no Diário da República, 2.ª Série, n.º 145, de 27 de julho de 2023 [“**ROR**”]—.

4 A escala comum de classificação de incidentes deve ser adotada pela REORT —cf. alínea i) do n.º 1 do art. 30.º do Regulamento (UE) 2019/943 do Parlamento Europeu e do Conselho de 5 de junho de 2019, relativo ao mercado interno da eletricidade—, e anualmente (até 30 de setembro) deve tal entidade publicar um relatório anual baseado na referida escala (cf. n.º 1 do art. 15.º do Regulamento (UE) 2017/1485 da Comissão, de 2 de agosto de 2017, que estabelece orientações sobre a operação de redes de transporte de eletricidade - “**Regulamento 2017/1485**”). A REORT publicou a metodologia da escala comum de classificação de incidentes, a qual está disponível na respetiva página de internet, sendo tal metodologia a referência para a classificação e reporte de incidentes nas redes e para a organização da investigação de tais incidentes (“*ICS Methodology*”).

5 Cf. n.º 4 do art. 18.º do Regulamento 2017/1485.

correspondendo a 100% da carga abastecida nos dois países no momento do apagão (concretizando: a carga perdida foi de 5.900MW para Portugal e 25.638MW para Espanha⁶); e sofreram também uma ausência total de tensão⁷. Assim, verificaram-se, naquele dia 28 de abril de 2025, as duas condições previstas no Regulamento 2017/1485 – ocorreu um “estado de apagão”. Em contraste, França registou uma perda marginal de apenas 7MW (0,01% da procura), classificada como um incidente de nível 1 na escala de incidentes (sobretensão).

A natureza inédita do apagão reside no seguinte: de acordo com o Relatório Factual, é a primeira vez que uma série em cascata de desconexões de componentes de produção de energia, associada a aumentos de tensão (sobretensão), originou um apagão na rede europeia⁸. O que aconteceu na prática: a sobretensão desencadeou a desconexão automática, em cadeia, de várias centrais de energia renovável (principalmente solares e eólicas), como peças de dominó a cair⁹. Esta cascata de desconexões agravou a perda de controlo de tensão na rede¹⁰, que acabou por colapsar e separar-se da rede europeia¹¹.

A dimensão e natureza do evento obrigou a uma resposta coordenada sem precedentes. A 12 de maio de 2025, e ao abrigo do Regulamento 2017/1485¹² e da *ICS Methodology*¹³, a REORT criou um Painel de Peritos (“**Painel**”), para investigar as causas do incidente, produzir uma análise abrangente e apresentar recomendações através de um relatório final a publicar¹⁴. O Painel é composto por representantes dos ORT, da Agência de Cooperação dos Reguladores da Energia (“**ACER**”), das entidades reguladoras nacionais, e dos Centros Regionais de Coordenação, sendo liderado por peritos de ORT não diretamente afetados pelo apagão e incluindo peritos de ORT tanto afetados, como não afetados pelo apagão. Em paralelo, no nosso país, a Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos (“**ERSE**”), nos termos do Regulamento de Qualidade de Serviço dos setores elétrico e do gás (“**RQS**”)¹⁵, acompanhou o incidente ao abrigo das suas competências legais de supervisão da qualidade de serviço, na medida em que todos os incidentes considerados de grande impacto devem ser objeto de relatórios a apresentar à ERSE¹⁶. Assim, existiu, pela primeira vez, uma articulação entre processos de investigação nacional e europeia em matéria de segurança elétrica.

Após a publicação do Relatório Factual seguir-se-á o relatório final, o qual deve incluir uma análise mais detalhada dos acontecimentos de 28 de abril, em concreto: as causas (as quais ainda não estão identificadas), o controlo da tensão, o comportamento dos diferentes intervenientes durante o incidente e as avaliações adicionais. Além disso, o Painel irá também apresentar

6 Isto é: antes do apagão, Portugal estava a consumir 5.900MW de eletricidade e Espanha 25.638MW – os dois países perderam 100% dessa energia, portanto ambos ficaram completamente “às escuras”.

7 Cf. ponto 7.1 da página 256 do Relatório Factual.

8 Cf. página 259 do Relatório Factual.

9 Cf. páginas 10-11 do Relatório Factual.

10 Cf. páginas 11 e 112 do Relatório Factual.

11 Cf. página 114 do Relatório Factual.

12 Cf. n.º 5 do art. 15.º do Regulamento 2017/1485.

13 Cf. ponto 6 da ICS Methodology. Disponível em: chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://eepublicdownloads.entsoe.eu/clean-documents/SOC%20documents/Incident_Classification_Scale/IN_USE_FROM_JANUARY_2020_191204_Incident_Classification_Scale.pdf.

14 De acordo com o ponto 6.2 da ICS Methodology, a criação de um painel de peritos é obrigatória perante a ocorrência de um incidente nas escalas 2 e 3.

15 Regulamento n.º 826/2023, publicado no Diário da República, 2.ª Série, n.º 146, de 28 de julho, da ERSE, entretanto alterado pela Diretiva n.º 21/2024, publicada no Diário da República, 2.ª Série, n.º 240, de 11 de dezembro de 2024.

16 Cf. n.º 2 do art. 16.º do RQS.

conclusões quanto ao comportamento do sistema elétrico ibérico nos dias que antecederam o apagão, bem como apresentar recomendações no sentido da prevenção de incidentes semelhantes no futuro. Apesar de meramente indicativo, o prazo de entrega do relatório final é de 4 meses após a publicação do Relatório Factual – aproximadamente em fevereiro de 2026.

II. A reação portuguesa – o “Plano de Reforço da Segurança do Sistema Elétrico Nacional”

Três meses depois do apagão ibérico, a 28 de julho, o Governo português apresentou o “**Plano de Reforço da Segurança do Sistema Elétrico Nacional**”, composto por 31 medidas para reforçar a segurança do Sistema Elétrico Nacional (“**SEN**”), organizadas em 5 áreas de atuação: a resiliência e segurança do SEN; o planeamento de rede célere e eficaz; a aceleração das energias renováveis; a capacidade de resposta de infraestruturas críticas; e a colaboração internacional. Um mês antes, o Governo espanhol avançou igualmente com um conjunto de medidas com o mesmo fim, mas o plano espanhol foi reprovado no Parlamento.

Começando pela rede: destaca-se o investimento previsto da REN no reforço da segurança da rede elétrica, aplicando 137 milhões de euros em vários equipamentos para controlo de tensão, regulação de potência e limitação de desvios de frequência. Adicionalmente, e no âmbito da gestão da rede elétrica, o Governo anunciou o aumento de duas para quatro centrais com capacidade de *black-start* em cenário de apagão – ou seja, o pretendido é que tal serviço continue a ser prestado pela Central Hidroelétrica de Castelo de Bode e pela Central de Ciclo Combinado a gás natural da Tapada do Outeiro, a que se somam as Centrais Hidroelétricas de Baixo Sabor e do Alqueva.

Quanto aos serviços de sistema, está previsto um leilão para remuneração da prestação de serviços de sistema por projetos de baterias, com uma capacidade de, pelo menos, 750MVA. Segundo anunciado pelo Governo português, tal leilão será lançado até janeiro de 2026.

No que respeita à aceleração das energias renováveis e à simplificação administrativa, o Governo assume o compromisso de acelerar a instalação de projetos de energias renováveis, apresentando um estudo de avaliação ambiental estratégica para zonas privilegiadas de energia verde (com licenciamento facilitado), e isentando de avaliação ambiental alguns projetos de armazenamento.

Adicionalmente, está previsto o apoio a projetos de micro-redes e de sistemas de segurança para infraestruturas críticas. A partir de fundos europeus, serão disponibilizados 25 milhões de euros para a instalação de painéis solares e baterias em tais instalações.

A grande questão quanto ao plano apresentado pelo Governo português é: para quando a implementação das medidas anunciadas?

Nesta data, o Governo português já deu os primeiros passos no que respeita à “aceleração das energias renováveis” – no passado dia 3 de outubro, foi submetido a consulta pública um projeto de decreto-lei que transpõe, parcialmente, a Diretiva 2023/2413, do Parlamento Europeu e

do Conselho, de 18 de outubro de 2023 (“**Diretiva RED III**”)¹⁷, e que procede a uma alteração ao Decreto-Lei n.º 15/2022, de 14 de janeiro (“**DL n.º 15/2022**”)¹⁸. Tal alteração ao DL n.º 15/2022 pretende assegurar a criação de condições para que os projetos no domínio das energias renováveis tenham uma concretização célere e efetiva, entre outros aspetos. Destacamos, nesse projeto de diploma, as zonas de aceleração que se caracterizam por serem particularmente adequadas para a implantação de projetos de energia renovável. Por outro lado, outro dos aspetos destacados pelo Governo português no seu Plano, e já refletido no projeto de decreto-lei de alteração do DL n.º 15/2022, é o reforço do conteúdo do relatório de monitorização da segurança de abastecimento a elaborar pela Direção-Geral de Energia e Geologia (“**DGEG**”), o qual se propõe que passe a conter uma análise de segurança operacional da Rede Elétrica de Serviço Público (“**RESP**”).

No entanto, a calendarização de parte significativa das 31 medidas apresentadas pelo Governo português permanece por definir. Esta ausência de prazos não significa inação, mas cria incerteza sobre o ritmo de implementação.

III. Armazenamento e Serviços de Sistema: de conceitos técnicos a instrumentos jurídicos

O Plano de Reforço da Segurança do Sistema Elétrico Nacional apresentado pelo Governo português reconhece e reforça a urgência e relevância da atividade de armazenamento e dos serviços de sistema como instrumentos de segurança.

Mas o que é o “armazenamento” e o que são os “serviços de sistema”? E como podem contribuir para a segurança do SEN e, conseqüentemente, para prevenir eventos como o apagão de 28 de abril?

1. Armazenamento e *black-start* entram em ação no dia 28 de abril

Progressivamente integrados na lógica de mercado —através de mecanismos concorrenciais de atribuição de capacidade e da forma como são remunerados—, quer o armazenamento quer os serviços de sistema desempenham uma função estrutural de segurança no SEN. O apagão de 28 de abril mostrou que estes instrumentos são componentes essenciais da infraestrutura invisível da segurança elétrica, a qual assegura a estabilidade e continuidade do fornecimento elétrico.

1.1. O papel do armazenamento

De acordo com o Relatório Factual, antes do incidente, estavam conectadas 5.129 MW de unidades de armazenamento por bombagem (3.031 MW na rede espanhola e 2.098 MW na rede portuguesa)¹⁹.

17 Altera a Diretiva (UE) 2018/2001, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de dezembro de 2018, o Regulamento (UE) 2018/1999, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de dezembro de 2018, e a Diretiva 98/70/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de outubro de 1998 no que respeita à promoção de energia de fontes renováveis e que revoga a Diretiva (UE) 2015/652 do Conselho, de 20 de abril de 2015.

18 Estabelece a organização e o funcionamento do Sistema Elétrico Nacional, transpondo a Diretiva (UE) 2019/944 e a Diretiva (UE) 2018/2001.

19 Cf. página 176 do Relatório Factual.

Estas unidades estavam, naquele momento, a consumir eletricidade da rede para bombear água. Ora, recordam-se das centrais de produção e da comparação a peças de dominó que fizemos na Secção 1? Como as centrais de produção de energia começaram a desconectar-se, deixou de existir produção suficiente para satisfazer o consumo (desequilíbrio). Segundo o Relatório Factual, tal situação conduziu ao seguinte cenário: 2.756 MW de armazenamento por bombagem desconectaram em Espanha e 2.098 MW de armazenamento por bombagem desconectaram em Portugal, com uma potência total de 4.854 MW, para apoiar a restauração do equilíbrio produção-consumo (procura). Na prática, isto significa que as unidades de armazenamento se desligaram automaticamente, deixando de consumir 4.854 MW – o equivalente a “libertar” essa capacidade para ajudar a estabilizar a rede.

A dupla função exercida pelas instalações de armazenamento —consumir quando há excesso de energia e deixar de consumir quando há escassez— confere ao armazenamento, em todas as suas formas, um papel crítico na estabilização da rede. Durante o apagão, estas unidades desconectaram-se automaticamente para contribuir para a restauração do equilíbrio. Ainda que tal não tenha sido suficiente para evitar o colapso total, as instalações de armazenamento demonstraram ser parte essencial da infraestrutura de segurança. A dupla função destas instalações permite confirmar que o armazenamento pode funcionar como infraestrutura crítica de segurança.

1.2. O papel dos serviços de sistema

Já quanto aos serviços de sistema, começámos este artigo por fazer referência ao serviço de sistema que se destacou no restabelecimento da rede após o apagão – o *black-start*. Como referimos, é um serviço de arranque automático, através do qual a capacidade de uma instalação de produção arranca automaticamente, sem necessidade de alimentação externa da rede, permitindo “ressuscitar” a rede após um colapso total (como o apagão). O *black-start* é um contrato de disponibilidade permanente, não de prestação pontual, sendo remunerado “seja ou não ativado”, residindo o seu valor na garantia de disponibilidade, não na utilização efetiva – um pouco como os seguros, pagamos pela segurança, não pelos sinistros.

Contudo, o *black-start* distingue-se dos outros serviços de sistema por ser essencialmente contratual e facultativo²⁰. Ao contrário do que acontece com outros serviços críticos²¹, não existe obrigação legal de prestação de *black-start* – trata-se de contratos entre o Gestor Global do SEN (“**GGG**”)²² e as centrais de produção de energia, com remuneração pela disponibilidade. É, assim, uma realidade que contrasta com o regime jurídico de outros serviços de sistema em Portugal, relativamente aos quais

20 Cf. parágrafo i) da alínea a) do n.º 5 do art. 15.º do Regulamento 2016/631.

21 O ROR estabelece como serviços de sistema de prestação obrigatória os seguintes: Reserva de Contenção da Frequência, para os geradores classificados como tipo D, ou equiparáveis, na dimensão da banda de potência prevista na Portaria n.º 73/2020, de 16 de março; Reserva de Restabelecimento da Frequência com ativação automática, para os geradores pré-qualificados e classificados como tipo D, ou equiparáveis, na capacidade disponível não contratada noutros mercados ou mecanismos no mercado; Reserva de Restabelecimento da Frequência com ativação manual e Reserva de Reposição, para os geradores pré-qualificados e classificados como tipo D, ou equiparáveis, e para os geradores sujeitos a obrigação por via da lei ou das respetivas licenças, nos termos aí definidos e, supletivamente, no Manual de Procedimentos da Gestão Global do Sistema; e Regulação de tensão e gestão de potência reativa, nos termos do Regulamento das Redes e do Manual de Procedimentos da Gestão Global do Sistema (cf. n.º 5 do art. 49.º do ROR).

22 Atividade desenvolvida pela REN – Rede Elétrica Nacional, S.A., enquanto titular da concessão da rede de transporte de eletricidade.

existe obrigação legal de prestação²³ —como é o caso da Reserva de Contenção da Frequência, Reserva de Restabelecimento da Frequência com ativação automática, Reserva de Restabelecimento da Frequência com ativação manual e Reserva de Reposição, e a Regulação de tensão e gestão de potência reativa—, estando estipuladas consequências para o incumprimento dessa obrigação: desde logo, o Manual de Procedimentos da Gestão Global do Sistema do setor elétrico (“MPGGS”)²⁴ estabelece penalizações específicas para a não prestação dos serviços de sistema obrigatórios.

Esta dualidade de regimes levanta questões sobre a natureza jurídica do *black-start*. Por um lado, a aposta no modelo contratual permite garantir flexibilidade, ajustando o número de instalações conforme a evolução das necessidades do SEN, e assegura remuneração adequada. Por outro, a sua importância crítica, revelada pelo apagão, sugere que este serviço tem também uma dimensão de segurança pública, a conciliar com a lógica contratual adotada. O Regulamento 2016/631 reconhece esta tensão quando prevê que, no que respeita à capacidade de arranque autónomo, os Estados-Membros têm o direito de introduzir regras obrigatórias para garantir a segurança da rede²⁵. Neste contexto, Portugal optou por manter o modelo contratual direto, reforçando-o: anunciou o aumento de duas para quatro as centrais com capacidade de *black-start*, aumentando a redundância, sem alterar a natureza facultativa do serviço, exceto para as instalações contratualizadas²⁶.

Um outro serviço de sistema que também teve o seu destaque no apagão foi a regulação de tensão. Como referimos antes, a sobretensão terá desencadeado a cascata de desconexões, o que conduziu ao colapso do sistema. Com efeito, este serviço assumiu uma importância relevante para efeitos da estabilidade da rede. Ora, o serviço de regulação de tensão é um serviço de sistema de prestação obrigatória, mas não remunerado²⁷.

2. Da prática ao enquadramento jurídico

O apagão de 28 de abril evidenciou que a segurança elétrica não depende apenas da capacidade de produção ou da robustez das redes —apesar de essenciais—, mas também de um conjunto de infraestruturas e mecanismos de suporte, como o armazenamento e os serviços de sistema, cuja atuação foi determinante na estabilização do sistema ibérico.

Estes instrumentos, embora tecnicamente distintos, têm em comum o facto de constituírem atividades previstas no SEN e na regulamentação aplicável, sujeitas a regras próprias de acesso, exploração e supervisão.

Nos dois pontos seguintes, analisa-se a forma como o ordenamento português enquadra juridicamente estas infraestruturas da segurança elétrica.

23 Cf. n.º 5 do art. 49.º do ROR.

24 Diretiva n.º 9/2025 publicada no Diário da República, 2.ª Série, n.º 175, de 11 de setembro, da ERSE.

25 Cf. parágrafo i) da alínea a) do n.º 5 do art. 15.º do Regulamento 2016/631.

26 Note-se que, de acordo com o previsto no DL n.º 15/2022, no âmbito da norma relativa à crise energética e às medidas de emergência, devem existir, no SEN, pelo menos dois centros eletroprodutores ligados à Rede Nacional de Transporte com capacidade de arranque autónomo (cf. n.º 5 do art. 101.º).

27 Cf. n.º 2 do art. 132.º do MPGGS.

2.1. O armazenamento de energia

O armazenamento de energia é uma atividade do SEN²⁸, independente das restantes atividades, como a produção, autoconsumo, transporte, distribuição, agregação e comercialização de eletricidade, que consiste na: “[T]ransferência da utilização final de eletricidade para um momento posterior ao da sua produção através da sua conversão numa outra forma de energia, designadamente química, potencial ou cinética”²⁹.

Trata-se de uma atividade que preserva a disponibilidade da energia, não cria energia.

O armazenamento pode ser autónomo, quando “a instalação tenha ligação direta à RESP e não esteja associada a centro eletroprodutor ou Unidade de Produção para Autoconsumo (**“UPAC”**)”³⁰; ou colocalizado, quando a instalação é “combinada com um centro eletroprodutor de fonte renovável ou UPAC, ligados no mesmo ponto de acesso à rede”³¹.

A atividade é exercida em regime de livre acesso, estando sujeita:

- i) A obtenção de licença de produção e de exploração (regime mais exigente)³² – nos casos de armazenamento de eletricidade com potência instalada superior a 1 MW, armazenamento sujeito ao procedimento de Avaliação de Impacte Ambiental (**“AIA”**) ou de avaliação de incidências ambientais, bem como em todas as situações não abrangidas pelos regimes previstos nas alíneas seguintes ou pelo regime de isenção de controlo prévio³³; ou
- ii) A registo prévio e certificado de exploração (regime intermédio)³⁴ – nos casos de armazenamento de eletricidade com potência instalada igual ou inferior a 1 MW e de projetos de investigação e desenvolvimento, demonstração e teste, em ambiente real, de tecnologias, produtos, serviços, processos e modelos inovadores, no âmbito da atividade de armazenamento com capacidade instalada superior a 30 kW; ou
- iii) A comunicação prévia (regime simplificado)³⁵ – nos projetos de investigação e desenvolvimento, demonstração e teste, em ambiente real, de tecnologias, produtos, serviços, processos e modelos inovadores, no âmbito da atividade de armazenamento com potência instalada superior a 700 W e igual ou inferior a 30 kW.

Nos casos em que a produção de eletricidade é acompanhada de armazenamento (armazenamento colocalizado), o procedimento de controlo prévio aplicável à produção integra a atividade de armazenamento, não sendo exigido título autónomo³⁶. Quando o armazenamento é adicionado a um centro eletroprodutor já existente, aplica-se o controlo prévio correspondente à instalação de armazenamento, sendo o respetivo título averbado à licença preexistente do

28 Cf. n.º 1 do art. 2.º e alínea b) do n.º 1 do art. 6.º, ambos do DL n.º 15/2022.

29 Cf. alínea d) do art. 3.º do DL n.º 15/2022.

30 Cf. subalínea i) da alínea qq) do art. 3.º do DL n.º 15/2022.

31 Cf. subalínea ii) da alínea qq) do art. 3.º do DL n.º 15/2022.

32 Cf. n.º 2 do art. 11.º do DL n.º 15/2022.

33 Cf. n.º 5 do art. 11.º do DL n.º 15/2022.

34 Cf. n.º 3 do art. 11.º do DL n.º 15/2022.

35 Cf. n.º 4 do art. 11.º do DL n.º 15/2022.

36 Cf. n.º 1 do art. 79.º do DL n.º 15/2022.

centro eletroprodutor³⁷. Já o armazenamento autónomo —isto é, exercido de forma independente da produção— segue procedimento próprio de controlo prévio, nos termos em que vimos *supra*³⁸.

As instalações de armazenamento que carregam energia a partir da RESP estão sujeitas a verificação prévia da capacidade de carregamento (art. 79.º do DL n.º 15/2022). Este procedimento visa garantir que o carregamento ocorre em condições de segurança: o operador de rede competente e o GGS avaliam a capacidade da rede e determinam a potência máxima de carregamento permitida, a fixar no título de exploração.

3. Serviços de sistema

Os serviços de sistema são:

[O]s meios e contratos, utilizados pelo gestor global do SEN, necessários para o acesso e a exploração em condições de segurança de funcionamento da rede, nomeadamente os serviços de balanço, a gestão de congestionamentos e os serviços de sistema não associados à frequência³⁹.

São mecanismos de fiabilidade e continuidade de serviço, que asseguram o equilíbrio entre produção e consumo de eletricidade.

Os serviços de sistema estão divididos entre⁴⁰:

- i) Serviços de sistema normalizados associados à frequência ou serviços de balança normalizados: respondem a desvios de frequência em tempo real, equilibrando a produção e o consumo segundo a segundo [como a reserva de contenção da frequência (“**FCR**”), a reserva de restabelecimento da frequência (“**FRR**”) – com ativação automática (“**aFRR**”) ou manual (“**mFRR**”) –, e a reserva de reposição (“**RR**”)]; e
- ii) Serviços de sistema não associados à frequência⁴¹: são ativados quando inexistente frequência —isto é, a rede está “morta”—, como a regulação de tensão e gestão de potência reativa na rede de transporte e o arranque autónomo (o *black-start*).

A gestão dos serviços de sistema, incluindo a operacionalização de um mercado de serviços de sistema e a contratação de serviços de sistema, é uma das atribuições do GGS na coordenação sistémica das infraestruturas que constituem o SEN⁴². As atribuições do GGS relacionadas com serviços de sistema incluem, nomeadamente: a gestão dos serviços de sistema necessários ao equilíbrio entre produção e consumo e à operação em segurança do sistema elétrico; a identificação das necessidades de serviços de sistema; a gestão da contratação de serviços de sistema através de mecanismos eficientes, transparentes e competitivos, incluindo

37 Cf. n.º 8 do art. 11.º do DL n.º 15/2022.

38 Cf. n.º 2 do art. 79.º do DL n.º 15/2022.

39 Cf. alínea ooo) do art. 3.º do DL n.º 15/2022.

40 Cf. n.º 2 do art. 49.º do ROR.

41 Cf. alínea ppp) do art. 3.º do DL n.º 15/2022 (“serviço utilizado pelo gestor global do SEN ou pelo gestor integrado das redes de distribuição para controlo de tensão em estado estacionário, injeções rápidas de corrente reativa, inércia para a estabilidade do sistema elétrico, corrente de curto-circuito, capacidade de arranque autónomo e capacidade de funcionamento isolado”).

42 Cf. alínea b) do n.º 2 do art. 11.º do ROR.

mercados organizados ou contratação bilateral, que possibilitem a participação da produção e do consumo, e a compensação dos desvios de produção e de consumo de energia elétrica, assegurando a respetiva liquidação; e a gestão dos mecanismos de resolução de congestionamentos na rede de transporte e nas interligações⁴³.

Os serviços de sistema são prestados por todos os agentes de mercado habilitados⁴⁴, incluindo, entre outros, os produtores associados a centros eletroprodutores que produzam eletricidade a partir de fontes de energia renovável, os titulares de instalações de armazenamento⁴⁵, os autoconsumidores, os titulares de instalações de consumo e os agregadores. Tais agentes de mercado devem obter o respetivo estatuto de *Balancing Service Provider* ("**BSP**")⁴⁶ junto do GGS, nos termos do MPGGS⁴⁷.

A prestação de serviços de sistema depende sempre da pré-qualificação das unidades ou grupos de unidades prestadoras do serviço⁴⁸, embora tal não implique necessariamente a obrigação de prestar o serviço, salvo nos casos de serviço de prestação obrigatória previstos na regulamentação aplicável e anteriormente referidos.

IV. Conclusão: resiliência e segurança da RESP

O sistema ibérico foi restabelecido em cerca de 12 horas, mas a atuação do pós-apagão continua em discussão e em fase de implementação.

O apagão operou uma transformação fundamental no discurso político e regulamentar.

O Governo português apresentou o "**Plano de Reforço da Segurança do Sistema Elétrico Nacional**", e o Governo espanhol, apesar do desfecho, apresentou também um plano de medidas. Ambos reconheceram que o armazenamento e os serviços de sistema são infraestruturas críticas de segurança. Este reconhecimento político reflete a crescente valorização do armazenamento e dos serviços de sistema como componentes essenciais da segurança elétrica.

Portugal já deu passos concretos. A ampliação de duas para quatro centrais com capacidade de *black-start* já terá sido contratualizada e recentemente foi iniciada a consulta pública de um projeto de decreto-lei que transpõe parcialmente a Diretiva RED III e procede a uma alteração do DL n.º 15/2022, demonstrando que o processo legislativo está em curso.

De um ponto de vista jurídico, as medidas anunciadas representam avanços significativos: o reconhecimento da responsabilidade pública na segurança do SEN (através de investimentos da REN), a contratualização de disponibilidade permanente (o *black-start* remunerado, seja ou não ativado, de mais duas centrais), e a inovação regulamentar, através do primeiro leilão de baterias especificamente para serviços de sistema (previsto para janeiro de 2026).

43 Cf. n.º 4 do art. 11.º do ROR.

44 Cf. n.º 4 do art. 167.º do DL n.º 15/2022.

45 Cf. n.º 1 do art. 80.º do DL n.º 15/2022.

46 Corresponde ao agente de mercado habilitado a participar nos serviços de balanço e outros serviços de sistema.

47 Diretiva n.º 9/2025 publicada no Diário da República, 2.ª Série, n.º 175, de 11 de setembro, da ERSE.

48 Cf. artigo 51.º do ROR.

O apagão ibérico revelou a importância da resiliência como atributo essencial do SEN. De um ponto de vista técnico, a resiliência é a capacidade do sistema de absorver perturbações e recuperar em tempo útil. Já de um ponto de vista jurídico, a resiliência está associada à garantia de continuidade de serviço e à segurança do abastecimento.

Nesta perspetiva, o armazenamento e os serviços de sistema assumem um papel determinante: são mecanismos que, em situação de perturbação, contribuem para a estabilização da rede e para assegurar o seu restabelecimento. São, por isso, pilares da segurança elétrica e elementos estruturais da resiliência do SEN, cujo enquadramento jurídico e regulatório deve refletir a centralidade que ocupam na segurança do SEN.

