

# La financiación inmobiliaria alternativa en España



**Jesús Varela Fernández**

Socio de Pérez-Llorca

INMOBILIARIO

<b>I. Negocio inmobiliario, prestamistas no bancarios y financiación alternativa</b>	<b>50</b>
1. Negocio inmobiliario y financiación "directa" (apalancamiento)	50
2. Prestamistas no bancarios	52
3. Financiación alternativa ¿a qué?	52
<b>II. El marco regulatorio de la financiación alternativa en España</b>	<b>59</b>
1. El préstamo (o crédito) como negocio no regulado	59
2. Prestamista profesional en forma societaria, entidad de crédito, entidad financiera, entidad supervisada	60
3. Financiación hipotecaria a particulares	68
4. Los financiadores alternativos como titulares de hipotecas	69
5. Implicaciones fiscales	71
6. La frontera del <i>loan sharking</i>	72
<b>III. Las modalidades de la financiación alternativa</b>	<b>76</b>
1. Financiación puente	76
2. <i>Mezzanine</i>	76
3. Super senior	77
4. Financiación para comprar o refinanciar deuda existente	78
5. Financiación para la adquisición de acciones o participaciones sociales ( <i>share deals</i> )	78
6. Otras modalidades de la financiación alternativa	79
<b>IV. El contrato de financiación</b>	<b>80</b>
1. Ley aplicable, formato y otras implicaciones	80
2. Cláusulas específicas de los contratos de financiación alternativa	82
<b>V. Las garantías y otras soluciones</b>	<b>84</b>
1. Con o sin hipoteca	84
2. La apropiación ( <i>by way of appropriation</i> )	90



**Fecha de recepción**  
25 de octubre de 2023



**Fecha de aceptación**  
2 de noviembre de 2023

---



**Resumen:** En este artículo se analiza el fenómeno del *alternative* o *direct lending* en el sector inmobiliario español, a sus protagonistas (los prestamistas no bancarios), sus modalidades o productos, su marco regulatorio y sus novedades e innovaciones en el ámbito de las garantías.

**Abstract:** This article analyses the phenomenon of alternative or direct lending in the Spanish real estate sector, the main players (non-bank lenders), its characteristics and products, its regulatory framework and its new features and innovations in the area of guarantees.



**Palabras clave:** Financiación alternativa; prestamistas no bancarios; marco regulatorio; ejecución mediante apropiación; Real Decreto 5/2005; *double LuxCo*; alternativas a la hipoteca; LMA Standard; *equity-like*; financiación puente para suelo; *mezzanine*; super senior.

**Key words:** Alternative financing; non-bank lenders; regulatory framework; execution by appropriation; Royal Decree 5/2005; double LuxCo; alternatives to mortgages; LMA Standard; equity-like; bridge financing for land; mezzanine; super senior.

## La financiación inmobiliaria alternativa en España

### I. Negocio inmobiliario, prestamistas no bancarios y financiación alternativa

*"There has never been a better time to be a lender."*

Daniel Pietrzak, KKR Private Credit, LinkedIn, mayo de 2023

*"We are content in debt and not willing to move further up in the capital stack"*

Un participante anónimo en PERE Europe Forum, Londres, mayo de 2023

#### 1. Negocio inmobiliario y financiación "directa" (apalancamiento)

En España, invertir en la propiedad de un inmueble ha tenido tradicionalmente un claro aspecto aspiracional. Convertirse en el propietario de una primera vivienda, y luego quizás de una segunda (y más allá) ha sido el objetivo de ahorro e inversión de individuos y familias durante generaciones. El ordenamiento jurídico ha generalizado el pleno dominio sobre los inmuebles<sup>1</sup>, mientras que su arrendamiento ha sido accesorio, más bien complementario, y ha tenido que ser fomentado por el legislador<sup>2</sup>. Culturalmente, "el inmobiliario" ha constituido un activo accesible para la inversión de los particulares, un depósito de valor, y la más recurrente fórmula de ahorro familiar<sup>3</sup>.

Los bancos y cajas facilitaban el acceso a la propiedad a través de la hipoteca como producto financiero estrella. Las promociones residenciales se financiaban sobre la base de que los compradores finales de las viviendas se subrogarían en el préstamo concedido al promotor mediante hipotecas *retail* a largo plazo. Así conseguían los bancos y cajas fidelizar a su clientela y, al mismo tiempo, financiar la oferta de viviendas. De modo que el sector inmobiliario español ha estado tradicionalmente basado en el acceso a la propiedad a través de la financiación hipotecaria y la promoción inmobiliaria financiada (también con hipoteca) por los bancos<sup>4</sup>.

---

1 **Un ordenamiento que ha favorecido el pleno dominio (¿hasta ahora?).** Nuestro ordenamiento jurídico, por su origen romano-germánico y su tradición europea continental, consagra la primacía del pleno dominio sobre bienes inmuebles. En otros sistemas, el inglés, por ejemplo, se mantiene la distinción altomedieval entre el dominio directo o *freehold* y el dominio útil o *leasehold*. Invertir en un inmueble en Londres, por ejemplo, implica adquirir un *leasehold* o arrendamiento a largo plazo en la mayoría de los casos (el régimen de *freehold* y la posibilidad de adquirirlo es residual allí). Con esto quiero decir que la aspiración tradicional española por adquirir la propiedad, el pleno dominio sobre un inmueble está histórica y jurídicamente justificada; en otros sistemas, no podría adquirirse ese pleno dominio, aunque se quisiera.

2 **La Ley de Vivienda y el acceso a la vivienda en alquiler.** La nueva y controvertida Ley 12/2023, de 24 de mayo, por el derecho a la vivienda, no es ni mucho menos una iniciativa aislada ni una novedad en cuanto al fomento público del acceso a la vivienda en régimen de alquiler. Lleva décadas intentándose, con el propósito de generar un mercado tanto privado como institucional de arrendamiento residencial, equiparable al de otros países (culturalmente distantes en este aspecto).

3 **Comprar en vez de alquilar.** La inclinación tradicional que se ha venido dando en ciertos mercados (entre ellos, el español) por comprar inmuebles (residenciales o no) en propiedad en lugar de alquilarlos no está exenta de críticas, y se ha utilizado para explicar algunas crisis, entre ellas el llamado credit crunch de 2008: *"the [ ] and [ ] economies turned their populations into highly leveraged speculators in a fixed asset that dominates most portfolios and impairs personal mobility"* Martin Wolf, Fixing Global Finance, John Hopkins University Press (2008).

4 **Los bancos (y cajas) como market makers del sector inmobiliario.** Es necesario apuntar el papel determinante de las

El acceso a la financiación es un factor determinante de cualquier mercado inmobiliario. Y la disponibilidad de financiación bancaria ha sido un factor determinante del mercado inmobiliario español durante décadas. Para el comprador de vivienda, el acceso a financiación hipotecaria *retail* a largo plazo convierte su inversión en un producto financiero que le permite ahorrar, bajo la premisa incuestionada de que el valor de su inversión nunca baja a largo plazo. Al promotor le permite diversificar y multiplicar el producto que ofrece (residencial o terciario); con los mismos fondos propios, un promotor inmobiliario con acceso a financiación puede incrementar su oferta en un múltiplo suficiente para crear la economía de escala que le permite crecer (todos los promotores aspiran a crecer). Al inversor más institucional, la financiación le permite mejorar el retorno de su inversión por el efecto del apalancamiento financiero sobre los fondos propios invertidos; pero al mismo tiempo, ese apalancamiento financiero aumenta su exposición al riesgo de insolvencia (en la medida en que los ingresos que genere su inversión inmobiliaria no sean suficientes para cubrir el servicio de la deuda).

Sin acceso a la financiación no hay mercado inmobiliario. Si no existe un acceso generalizado (a partir de un nivel de ingresos estándar) a la hipoteca *retail*, por los motivos que sean (demográficos, regulatorios, de pérdida de poder adquisitivo de la población, etc.) no existe un mercado de vivienda en propiedad. Si los promotores inmobiliarios no tienen acceso a financiación, se encoge la producción y la oferta y se estresa la demanda. Si los inversores inmobiliarios no pueden apalancarse, se frena la inversión. Equiparar el mercado inmobiliario y sus vicisitudes a las condiciones de acceso a la financiación no parece una mala simplificación.

La ruptura de los mercados financieros en 2008 tuvo un determinante origen inmobiliario (las llamadas hipotecas *subprime*) y su rebrote de 2012 en forma de crisis europea de deuda puso de manifiesto los riesgos adquiridos por los bancos y cajas españoles por su sobreexposición al inmobiliario. A partir de entonces, se inicia una reforma sucesiva y no siempre coherente del sistema bancario español y de sus normas de contabilidad específicas<sup>5</sup>. Esa reforma culmina con un mal menor, el exigente mandato que impone el Memorando de Entendimiento (*MoU*) de 20 de julio de 2012 en contrapartida a la liquidez que reciben los bancos y cajas supervivientes de la llamada "*troika*" (la UE, el BCE y el FMI actuando como prestamistas de último recurso o *lenders of last resort*); ese Memorando ordena y activa la limpieza de balance y la venta ordenada de activos por parte de nuestras entidades rescatadas<sup>6</sup>.

---

entidades bancarias (concepto que incluye a las desaparecidas cajas de ahorro) en la formación del mercado inmobiliario español, que ha sido prácticamente equivalente al mercado hipotecario *retail* y casi exclusivamente financiado por bancos y cajas durante generaciones. Pero además, por continuar con el apunte (que alguien debería desarrollar suficientemente, quizás a través de una tesis doctoral), antes de la formación del mercado actual de *build-to-rent*, que ha puesto en manos de fondos y aseguradoras un importante porcentaje de la vivienda nueva en alquiler de este país, los bancos han sido los primeros (y únicos) grandes arrendadores institucionales de vivienda en España durante décadas y terminaron convirtiéndose, a su pesar, en sus principales propietarios institucionales a través de las viviendas adjudicadas tras la crisis de 2008/2012.

**5 Contabilidad del Banco de España.** Me refiero en particular a los dos Reales Decretos-ley llamados "Guindos 1" y "Guindos 2" que reformaron radicalmente la Circular de Banco de España 4/2004, de 22 de diciembre, que gobernaba hasta entonces, muy amablemente, las provisiones específicas que aplicaban a los bancos y cajas de ahorros españoles. Se trata, más exactamente, del Real Decreto-Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, y del Real Decreto-Ley, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero (este último Real Decreto-Ley se consolida posteriormente mediante la Ley 8/2012, de 30 de octubre, del mismo título).

**6 NPLs en España.** En el prólogo de una obra colectiva que tuve la suerte de dirigir y coordinar, el Manual de Compra de Deuda en España (Aranzadi Thomson Reuters, Segunda edición 2019), intento explicar el proceso de desvinculación de los activos inmobiliarios que se impone a los bancos y cajas rescatadas. La obra continúa explicando el nuevo mercado de

Ahí comienza un lento y contablemente doloroso proceso de desapalancamiento (*deleveraging*) y desafectación del negocio inmobiliario por parte de los bancos españoles. Ese proceso se completa con otro simultáneo de presión regulatoria en el sector bancario; como entidades sospechosas a las que se atribuye la crisis precedente, se redoblan los esfuerzos regulatorios y el rigor en la supervisión de la actividad de los bancos desde todas las instancias posibles (desde el Banco Central Europeo como última instancia supervisora, el Banco de España como responsable local, y todos los demás organismos legisladores y reguladores, con competencias o hasta sin ellas). Los bancos, *market makers* por antonomasia del sector inmobiliario, contraen su actividad prestamista y evitan la exposición a su activo favorito hasta ese momento: el ladrillo. El mercado inmobiliario español solo puede interpretarse, de 2012 en adelante, en clave de retirada de los bancos.

## 2. Prestamistas no bancarios

En 2013 escribí un artículo para el diario económico Expansión, que fue en cierto modo pionero, tratando de describir a los prestamistas alternativos a los bancos que nos miraban desde el barrio londinense de Mayfair<sup>7</sup>. Me refería a una comunidad de financiadores internacionales que empezaban a reemplazar a los bancos en su función (esencial) de proporcionar apalancamiento a los agentes del mercado inmobiliario. Se trataba de prestamistas que no son bancos, conocidos como “financiadores alternativos”. Son fondos, compañías aseguradoras y firmas de capital riesgo que empezaban a ocupar un sector del mercado (el inmobiliario) desalojado por los bancos, los prestamistas tradicionales del sector, y que terminarían siendo conocidos como “sector bancario en la sombra”. Empezaba entonces la tendencia global que se conoce como *direct lending* y también como *alternative lending* y aquí optaré por la denominación “financiación alternativa”, porque entiendo que explica mucho mejor de qué se trata, por lo menos en su versión española. Como abogado, voy a intentar resumir los principales productos y figuras legales que se utilizan en “financiación alternativa” en nuestro mercado inmobiliario. Voy a comenzar explicando por qué prefiero optar por la denominación de “financiación alternativa” (aunque el contenido de este artículo se refiere en realidad a la financiación alternativa y también “directa”, en el sentido de que voy a hablar siempre de prestamistas y prestatarios<sup>8</sup>) para luego referirme a sus principales características, figuras e instituciones legales.

## 3. Financiación alternativa ¿a qué?

¿Esta financiación a los agentes del mercado inmobiliario sería “alternativa” a qué, exactamente?

---

compraventa de préstamos fallidos (*NPLs*) y activos adjudicados que se abre a continuación y que perdura hasta ahora, con los bancos y su participada SAREB como vendedores y una comunidad variopinta de fondos y otros inversores (incluidos bancos) como compradores.

<sup>7</sup> **Mayfair Lenders**. <https://www.expansion.com/2013/08/28/juridico/1377712206.html>

<sup>8</sup> **Financiación alternativa y directa entre profesionales del sector inmobiliario**. Refiriéndome a financiación “alternativa” y “directa” excluyo otras fórmulas y productos de financiación como las plataformas de *crowdfunding*, determinadas iniciativas de *fintech* y ciertas modalidades de aportación de fondos a través de cuentas en participación, etc. De modo que me estoy ocupando de prestamistas profesionales que no son bancos y que estructuran sus financiaciones como préstamos o créditos garantizados a favor de prestatarios también profesionales del sector inmobiliario.

### 3.1. A la financiación bancaria

Los financiadores alternativos compiten con los bancos y seguirán haciéndolo, pero no necesariamente en todo el espacio que ocupaban bancos y cajas en el mercado inmobiliario español. Los alternativos huyen de la regulación, en general, y no existe (por el momento) una alternativa suficiente a los bancos en torno a la financiación hipotecaria a los compradores (individuos y familias) de vivienda. Esos clientes son consumidores financieros y están protegidos por la Ley de Crédito Inmobiliario y demás normativa protectora (de la que me ocuparé más adelante). Actualmente, son muy pocos los fondos que financian a consumidores financieros en España, y menos aún en el sector inmobiliario y en el segmento de la financiación hipotecaria para la compra de primera vivienda (o de vivienda en general). A medio y largo plazo, es previsible que los fondos de deuda alternativa se retiren aún más del mercado de crédito al consumo: el Consejo de la Unión Europea acaba de aprobar (con fecha 9 de octubre de 2023) la nueva Directiva (UE) 2023/2225, relativa a los contratos de crédito al consumo y por la que se deroga la anterior Directiva 2008/48/CE. Esta norma establece una nueva regulación para negocio de crédito a consumidores financieros, relativamente más estricta que la derogada, en materia de publicidad e información precontractual, y se remite a las legislaciones nacionales para que sean los Estados miembros quienes regulen los requisitos de autorización o registro (o las exenciones a estos requisitos) que estimen convenientes para ejercer la actividad. Se generaliza así la reserva de actividad para el crédito al consumo que ya existe en otros países de la Unión Europea (como Italia, Portugal, Alemania, Francia, Polonia, Bélgica y Reino Unido)<sup>9</sup>.

La competencia entre bancos y financiadores alternativos se produce en los segmentos “desregulados” de la financiación inmobiliaria en España. En la medida en que los bancos han ido retirándose del inmobiliario terciario (oficinas, comercial, logístico, etc.) y han limitado su exposición al negocio inmobiliario, los prestamistas alternativos han ido ocupando ese espacio.

La “financiación alternativa” no bancaria se centra por lo tanto en productos del mercado inmobiliario<sup>10</sup> que los bancos no financian en la actualidad, o que los comités de riesgos de los bancos no aprueban, generalmente. Y en este momento de mercado, tras años de limpieza de balance, los bancos españoles e internacionales siguen teniendo aversión al “ladrillo” y no financian salvo que ese “ladrillo” esté arrendado y generando rentas o pre-vendido (y, en ambos casos, hasta niveles

---

9 **Nueva Directiva sobre el Crédito al Consumo.** Mis compañeros de Pérez-Llorca Josefina García Pedroviejo y Enrique Hernández han publicado una Nota Jurídica extraordinariamente didáctica sobre el contenido de esta Directiva y sus efectos inmediatos. Está disponible en la página web del despacho y en LinkedIn.

10 **Direct Lending en general.** En este trabajo me referiré siempre, por defecto, a la financiación alternativa en nuestro sector inmobiliario. Es importante indicarlo porque el *direct lending* o *alternative lending* no tiene, en general, un exclusivo enfoque inmobiliario, sino que intenta aprovechar las ineficiencias del mercado bancario para ofrecer financiaciones a empresas (o sea, el *direct lending* como concepto es un tipo de financiación corporativa, una alternativa al capital social o *equity*). Véase como referencia bibliográfica uno de los pocos manuales publicados (de hecho, el único que yo conozco y manejo) sobre la materia, “Private Debt, Opportunities in Corporate Direct Lending” de Stephen L. Nesbitt, publicado en 2019 por Wile Finance Series. Esta obra resume los temas fundamentales, tanto financieros como estructurales y legales, de la financiación alternativa como fórmula corporativa, casi exclusivamente, y no contempla su evidente ramificación inmobiliaria; con esto quiero decir que, académicamente, la financiación alternativa y directa en el sector inmobiliario sigue siendo un terreno ampliamente inexplorado.

máximos del 50% o el 60% de su valor de mercado o adquisición, lo que se conoce como *loan to value* o *loan to cost*). Más allá de esos criterios tan estrictos (que claramente he simplificado), los bancos no financian, y eso abre una ventana de oportunidad para que los financiadores alternativos financien compras de suelo, promociones en un estadio previo a las pre-ventas, compras de inmuebles, o apalancamientos sobre los mismos, por encima del 50% o 60% de *loan to value* o *loan to cost*. Además de estos ejemplos básicos, los prestamistas alternativos pueden financiar la compra de acciones de una sociedad inmobiliaria (*share deals*), la compra de otros préstamos o instrumentos de deuda (*loan-on-loan*) y ofrecer otros productos creativos y, normalmente, de mucho mayor riesgo y remuneración que los que ofrecen los bancos a los actores en el mercado inmobiliario; también me referiré más tarde a estas modalidades más características de la financiación alternativa inmobiliaria.

Sería correcto afirmar que existe una financiación no bancaria alternativa a la bancaria en el segmento terciario del mercado inmobiliario español (esta afirmación define, además, el alcance de este trabajo) pero no sería completo, sin decir además, que los bancos también se dedican a la financiación alternativa, de alguna manera.

Existen unidades de negocio en los bancos (sobre todo en los internacionales), los llamados equipos de *special situations*, que financian en condiciones comparables a las de los auténticos prestamistas alternativos: son empleados del banco, integrados en la organización, pero menos regulados, con procesos de aprobación alternativos al de los comités de riesgos convencionales y con canales para la toma de decisiones también distintos de los del negocio bancario convencional. Estos equipos de *special situations* están más pendientes de la normativa internacional que limita o condiciona el negocio que los bancos pueden o no hacer desde su balance<sup>11</sup> que de las normas y criterios internos que regulan las financiaciones que el banco puede o quiere hacer en cada momento; de hecho, ha podido darse el caso, no sé hasta qué punto excepcional, de que un equipo de *special situations* lleve a cabo una financiación, en condiciones "alternativas" (en cuanto a remuneración en función del riesgo) que el comité de riesgos de ese mismo banco había rechazado anteriormente.

También se está produciendo un fenómeno más evidente de huida de la regulación por parte de los bancos para competir con los financiadores alternativos con sus mismas armas: recientemente, algunos bancos españoles han constituido sus propias gestoras de productos alternativos y ofrecen financiaciones inmobiliarias alternativas desde fuera de su balance. Aprovechando la experiencia y el conocimiento de mercado de sus equipos de financiación inmobiliaria (generalmente

---

<sup>11</sup> La prohibición del *proprietary trading*. La Volcker Rule (la interpretación por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América de la llamada Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010 que aplica directamente a los bancos estadounidenses) limita el negocio de *special situations* de los bancos internacionales (en la medida en que todos ellos tienen matrices o filiales en los Estados Unidos) al prohibir el uso de los fondos propios del banco, para invertir en productos especulativos o de alto riesgo (el llamado *proprietary trading*) que no beneficiarían, de acuerdo con esa interpretación, a los clientes del banco.

integrados en los departamentos llamados de “financiaciones estructuradas”) algunos bancos están constituyendo gestoras de fondos de deuda para financiar operaciones inmobiliarias que el propio banco no aprobaría. Esos fondos de deuda, o “fondos de fondos”, captan capital de un público limitado, normalmente a través de los equipos de banca privada o *private wealth management*, o levantan capital institucional en los mercados de capitales, para constituir vehículos dedicados a la financiación inmobiliaria que no consolidan ni contable ni regulatoriamente con el banco, pero se gestionan desde el propio banco a cambio de interesantes honorarios (más interesantes que los propios del negocio bancario convencional, quiero decir)<sup>12</sup>.

### 3.2. A la inversión en capital

Estos prestamistas que no son bancos tienen un marcado rasgo común, que es su necesidad de invertir y recibir una alta rentabilidad por su inversión. A lo primero se refieren como *equity deployment*, y resume esa necesidad de desplegar, invertir el capital que sus inversores finales les han confiado. A lo segundo, como *cost of capital*, que se traduce en el coste del capital que tienen que invertir, que es muy alto, más alto por supuesto que el de cualquier banco<sup>13</sup>, porque sus inversores finales les exigen una muy alta rentabilidad por ese capital que aportan. Pues bien, aunque se dediquen a ofrecer crédito, analizan, estructuran y conceden muchas de estas financiaciones como inversiones en capital (para ellos, sus préstamos a los agentes del mercado inmobiliario en España son o deberían ser “*equity-like*”, esto es, similares en rentabilidad a la inversión de los socios capitalistas que comprometen recursos en una compañía, en busca de una rentabilidad mayor que la perseguida por un financiador “normal”). En el fondo, se trata de un capital que se pone a funcionar y del que se espera una remuneración acorde con las altas expectativas de los inversores finales, pero que quiere estructurarse con las cautelas, protecciones y garantías que normalmente caracterizan a un financiador estándar<sup>14</sup>.

---

12 **Financiación alternativa gestionada por bancos.** Un par de ejemplos recientes, públicos y fácilmente accesibles sobre el negocio “alternativo” de algunos bancos, que incluye por supuesto la financiación inmobiliaria.

Ver: Santander Asset Management lanza su nueva gestora de fondos de inversión alternativos.

Ver: Bankinter Investment lanza el primer fondo de gestión delegada sobre activos alternativos para importes a partir de 10.000 euros.

13 **Coste de capital.** De acuerdo con el balance clásico de los bancos (aunque esto seguramente esté cambiando o haya cambiado ya, tras la derogación en 2017 de la famosa Circular 4/2004, del Banco de España y, en general, dada la complejidad de la regulación bancaria), un banco se financia fundamentalmente con el dinero de sus clientes depositantes (que, como bien sabemos dichos depositantes, tiene como remuneración un “coste de capital” muy bajo), a través del mercado interbancario (lo que la gente en España equipara, creo que instintiva pero correctamente, con el Euríbor) y, en tercera instancia, con el capital que aportan sus accionistas. De modo que, en este esquema clásico, el llamado “coste de capital” de un banco es muy inferior al de cualquier fondo o firma de capital riesgo (los financiadores alternativos que nos ocupan).

14 **Equity-like.** Muchos de los fondos internacionales que invierten en el mercado inmobiliario español estructuran su inversión como financiación directa (y no como inversión directa en el capital de sus potenciales clientes), en torno a esta idea de que sus financiaciones son *equity-like*. La expresión, la idea, da cabida a todo tipo de estructuras (por eso son tan entretenidas estas operaciones para los abogados). La idea es bastante básica: el fondo necesita retornos de doble dígito que solo se obtienen con cargo al beneficio del negocio de promoción (o venta); el promotor local necesita los fondos, pero no quiere diluirse ni ser rehén de unos desconocidos que lo aparten de la dirección de su negocio de toda la vida. El fondo renuncia entonces a la estructura clásica de invertir en el capital y hacerse con el control, y estructura su inversión como una financiación, pero esperan rentabilidades de *equity*. A partir de ese híbrido, las estructuras son de lo más variado, pero todas comparten ideas comunes:

(i) **La remuneración variable.** El *equity-like* parte de la base de que una remuneración fija no es suficiente, ni siquiera una remuneración variable al uso. El fondo se ha conformado con quedarse como prestamista porque el promotor español no lo tolera como socio, pero busca una remuneración de socio. O el mejor de los dos mundos: una parte fija, protegida por la documentación del préstamo y unas garantías sólidas sobre el colateral inmobiliario, y otra variable que le permita

Entre los promotores españoles que necesitan fondos para crecer, pero quieren mantener su estructura (muchas veces de negocio familiar) también se ha asumido la financiación alternativa (y su alto coste) como una alternativa no sólo a los bancos, sino también a la de integrar a un socio en su capital y compartir con él la toma de decisiones, con el nivel de injerencia y escrutinio que puede esperarse de un socio capitalista. De modo que, también estos potenciales clientes de los financiadores alternativos, los prefieren como prestamistas, aunque caros, que como socios con quienes hay que consultar y compartir decisiones.

### 3.3. A la financiación hipotecaria

En el sector inmobiliario, la financiación ha sido tradicional y generalmente hipotecaria. De hecho, ambos términos (financiación inmobiliaria y financiación hipotecaria) han venido a ser intercambiables. Cualquiera que haga negocios en este sector relaciona inmediatamente la existencia de una financiación con su correspondiente hipoteca. La actividad de estos prestamistas alternativos ha propiciado que ese reflejo, ese automatismo, necesite una revisión permanente. No todas las financiaciones inmobiliarias son hipotecarias, y eso es un cambio muy relevante, muy radical, al que el mercado tiene que adaptarse. En España no existe una figura o institución legal que garantice como una hipoteca la deuda de un tercero contra un activo, reservando el valor del activo para repagar la deuda y asegurando que esa reserva de valor “viaje con el activo” cuando éste pase a manos de un tercero. Pero en España (y me consta que en otras jurisdicciones no es así) la constitución de una hipoteca resulta cara, y ese coste frustra en ocasiones la rentabilidad que los prestamistas alternativos esperan obtener. De modo que se renuncia a la hipoteca y se opta por otras garantías, de menor coste sin duda, y casi seguramente de menor eficacia jurídica (ya adelanto ahora que ninguna garantía o figura equivalente consigue la protección legal que la hipoteca asegura a su beneficiario). Me referiré

---

beneficiarse del éxito del negocio. Y en torno a esta idea básica, se ve de todo: desde la simplicidad de un préstamo participativo (no hace falta ser socio o accionista para prestar bajo la fórmula del préstamo participativo) hasta financiaciones estructuradas en varios tramos y precios (*senior, mezzanine, junior*), pero todos tienen ese elemento de remuneración variable (*profit sharing, equity kicker*).

- (ii) **La conversión.** Estas financiaciones también tienen un elemento importante de *PIK (payment in kind)* o *Pay-if-you-can*, que va un poco más allá de los más convencionales préstamos *bullet* (en los que no se paga principal hasta el final) o *balloon* (en los que la mayor parte del principal se repaga al final). Aquí se incluye la posibilidad de canjear deuda por capital como forma de repago, la amortización de deuda mediante daciones en pago o entregas de activos, etc. Este elemento de conversión, la posibilidad de que el prestamista cobre con algo que no sea dinero en efectivo también es característico del *equity-like*.
- (iii) **El colateral (o la falta de él).** En este tipo de estructuras *equity-like* el gran problema siempre es el de encontrar una garantía, un colateral, suficiente. En algunos casos, el tramo senior de una financiación *equity-like* puede llevar una segunda o tercera hipoteca sobre algún activo que ya estará hipotecado a favor de un banco, o de un socio. Pero la financiación *equity-like* asume muchas veces la necesidad de aceptar un colateral corporativo (prendas sobre el capital del propio prestatario, etc) o más bien teórico (prendas sobre el beneficio futuro del prestatario...)
- (iv) **El control.** El prestamista *equity-like* también aspira a un cierto nivel de control sobre la sociedad a la que está prestando. A veces se consigue de forma dominical (el prestamista se queda con un porcentaje mínimo del capital, para no incurrir en *equitable subordination*, que le da derecho a un consejero y a cierto control político a través del voto). Otras veces, se usan figuras como la del “observador en el consejo”, el “monitor”, el “asesor independiente”, etc.
- (v) **La liquidez.** Los que se dedican a prestar en el sector inmobiliario desde un fondo saben perfectamente que se están dedicando a *illiquid credit*, y así se refieren a su negocio. Financian contra un activo ilíquido, “el” activo ilíquido por excelencia, y su riesgo está concentrado en el valor de ese inmueble ilíquido. Pero el sistema legal no les garantiza siquiera el acceso inmediato a ese activo, la posibilidad de controlar ese activo para gestionarlo o venderlo y generar esa liquidez. El riesgo del prestamista alternativo se traduce en eso, en iliquidez, lo que explica su interés en generar soluciones que le permitan convertir su préstamo impagado en un activo inmobiliario a la venta o en las acciones o participaciones sociales de la sociedad propietaria de ese activo.

más adelante a esas garantías complementarias o alternativas, y de otras protecciones a favor del prestamista que no son garantías sino prohibiciones y limitaciones, los llamados *negative pledges*, y otros mecanismos que funcionan en muchos aspectos como “pseudo garantías”, sin llegar a sustituir ni equivaler a la hipoteca inmobiliaria.

### 3.4. A la financiación en el mercado de capitales (*bond financing*)

Desde la reforma de 2015 de la Ley de Sociedades de Capital<sup>15</sup>, todas las sociedades de capital pueden emitir instrumentos de deuda para financiarse. Sin embargo, el acceso al mercado de capitales sigue estando muy intermediado y los costes transaccionales de emitir deuda son muy altos, de modo que en España sólo algunas de las inmobiliarias cotizadas se financian mediante el *bond financing*. Para todas las demás, que son la mayoría, sólo está razonablemente disponible el *loan financing*. En este sentido, la financiación “directa y alternativa” es la única opción para la mayoría de los promotores e inversores inmobiliarios profesionales si los bancos no están dispuestos a financiar.

En el marco de las posibilidades de financiación en el mercado de capitales, aparte de la emisión de deuda (*bond financing*), las compañías inmobiliarias españolas que se dedican fundamentalmente a la explotación de inmuebles urbanos en arrendamiento pueden acogerse al régimen especialísimo de la Ley SOCIMIs. Este régimen, comparable al de las sociedades cotizadas inmobiliarias de otras jurisdicciones (los *real estate investment trusts* o *REITs*), favorece la salida a cotización de estas sociedades (necesariamente anónimas), ya sea en el mercado continuo español (o en cualquier mercado bursátil de la Unión Europea, como Euronext) o en sistemas multilaterales de negociación (como BME Growth, el antiguo Mercado Alternativo Bursátil), y así conseguir financiación a través de la colocación de sus acciones (idealmente, a inversores particulares, para crear un cierto “capitalismo popular” en el sector inmobiliario español) y beneficiarse de un régimen fiscal especial y privilegiado. Este régimen fiscal, y no tanto la posibilidad de financiar su crecimiento a través de la salida a cotización, es el que explica en buena parte la existencia de las SOCIMIs en España; muchas de ellas son vehículos de inversión de fondos y otros inversores, nacionales e internacionales, que se benefician de una tributación muy favorable en España si esos vehículos cumplen con los requisitos del régimen de SOCIMI (y uno de esos requisitos es cotizar). Pero podríamos afirmar que, en general, la mayoría de las sociedades que cotizan bajo el régimen de la Ley SOCIMIs no buscan financiarse a través de la cotización, sino más bien beneficiarse de esa tributación favorable.

---

<sup>15</sup> El *bond financing* es accesible a todas las sociedades de capital. La Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial derogó el artículo 402 de la Ley de Sociedades de Capital (que prohibía a la sociedad de responsabilidad limitada acordar o garantizar la emisión de obligaciones u otros valores negociables agrupados en emisiones) y reformó el artículo 401, para permitir que todas las sociedades de capital (anónimas, comanditarias por acciones y de responsabilidad limitada) puedan emitir series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda.

### 3.5. A la financiación indirecta (sobrevenida)

La financiación alternativa también es una alternativa a la financiación existente, particularmente en un contexto de mercado en el que abunda la financiación indirecta (y sobrevenida) como consecuencia del ya largo proceso de limpieza de balance o *deleveraging* por parte de los bancos españoles y de su filial SAREB.

Me refiero a las operaciones de compraventa de carteras de préstamos fallidos o *NPLs* (*non performing loans*) que han tenido lugar en los últimos años, casi siempre con un fondo oportunista especialista en este tipo de *debt trades* en el lado comprador. A través de estas operaciones, estos fondos se han convertido, indirectamente, en prestamistas sobrevenidos de numerosas, diría que casi todas, las compañías inmobiliarias y promotoras de este país, reemplazando a los bancos como prestamistas originales (y originadores) de los que esas inmobiliarias y promotoras habían sido “clientes” y prestatarios. La Directiva NPLs establece el marco legal y regulatorio de estos prestamistas sobrevenidos y de sus gestores o *servicers* (administradores de créditos, en la terminología de la Directiva NPLs), caracterizándolos como prestamistas profesionales y estableciendo una mínima regulación habilitadora (que no podría considerarse ni reserva de actividad ni auténtica supervisión).

Muchos de esos fondos compradores de NPLs también son financiadores alternativos. Pero ese fenómeno de las compraventas de carteras de préstamos fallidos<sup>16</sup> ha dado lugar a financiaciones que han protagonizado en gran medida otros fondos equivalentes (o los mismos, en relación con las carteras de las que son titulares otros). Esas financiaciones para comprar carteras de deuda fallida se denominan *loan-on-loan financings* y están protagonizadas, de una u otra manera, por financiadores alternativos.

Los prestatarios agrupados en esas carteras, a su pesar, se encuentran ahora con un prestamista sobrevenido (el comprador de la cartera) cuyo plan de negocio no es el del banco prestamista original, sino que tiene una estrategia decidida de maximizar su inversión recobrando el préstamo o adjudicándose el inmueble a corto plazo (estamos en el sector inmobiliario y esos préstamos están garantizados contra un inmueble). En esa tesitura, el prestatario puede intentar refinanciar su deuda fallida con un tercero (otro financiador alternativo), negociar idealmente un descuento con el nuevo titular del préstamo, o sustituirlo por un prestamista que ha financiado un DPO (*debt purchase opportunity*).

---

<sup>16</sup> *Debt Portfolio Trades como compraventas (¿?) de créditos*. En rigor, no debería referirme a compraventas sino a cesiones de posición contractual a título oneroso, pero intento hacerme entender y el término compraventa no es tan ajeno y me ayudará a lograrlo.

## II. El marco regulatorio de la financiación alternativa en España

*“What we call “regulatory arbitrage” \_ namely, the attempt by financial practitioners to evade regulation \_ turns out to be as old as the law itself”*

Edward Chancellor “The Price of Time. The Real Story of Interest”

Atlantic Monthly Press, New York 2002, página 9

### 1. El préstamo (o crédito) como negocio no regulado

Prestar dinero no es, en sí misma, una actividad regulada en España. El préstamo es, desde un punto de vista legal, un negocio jurídico regulado someramente en el Código Civil<sup>17</sup> y, por lo tanto, privado y civil en su origen. Históricamente el negocio de prestar se ha dado entre particulares, y ha sido privado y no regulado<sup>18</sup>. Todos podemos ser prestamistas al amparo del Código Civil; si alguna vez prestamos dinero a alguien y esperamos una remuneración y la devolución del capital prestado, ya somos prestamistas, siquiera privados. Todavía existen prestamistas individuales, personas físicas que prestan profesionalmente; se hacía tradicionalmente y se sigue haciendo en la actualidad (no sabría decir en qué medida)<sup>19</sup>. A fecha de hoy, para prestar sigue sin ser necesaria una licencia bancaria (sólo se requiere licencia bancaria para captar depósitos del público). Ese parece ser también el caso en otros países, y esto explica (junto con el exceso de liquidez del que disponen los inversores) el auge de la financiación alternativa en casi todas partes. ¿Cuáles son entonces las limitaciones legales, y también prácticas, con las que se encuentra un inversor que quiera invertir su dinero prestando en el sector inmobiliario español? Estas limitaciones legales, en su acepción de marco regulatorio para la actividad de préstamo inmobiliario, determinan el espacio que pueden ocupar estos prestamistas en el mercado.

---

<sup>17</sup> **El préstamo en el Código Civil.** Los artículos del Código Civil que regulan el contrato de préstamo se encuentran en su Título X, son pocos (literalmente, el 1.740 que funciona como disposición general para el préstamo y el comodato y, a continuación, y en relación con el préstamo exclusivamente, los artículos 1.753, 1.754, 1.755, 1.756, y 1.757). No han cambiado desde 1889.

<sup>18</sup> **El prestamista privado.** Tradicionalmente, en España y otros países, la figura del prestamista privado, del individuo que presta a sus vecinos del pueblo o el barrio, ha sido habitual y conocida. Como personaje, abunda en la literatura, e internacionalmente también ha sido así; los prestamistas de los folletines dickensianos son el estereotipo, pero dentro de mi limitada cultura literaria creo que nadie ha dibujado al personaje como Frank McCourt con su Mrs Brigid Finucane en su novela “Angela’s Ashes”, de 1998. Incluso a fecha de hoy, no es insólita la figura del prestamista privado. Conocidos empresarios, presidentes de clubes de fútbol y otros personajes socialmente relevantes se han dedicado a prestar dinero y continúan haciéndolo en España en la actualidad. Personas físicas menos populares siguen prestando y el nivel de sofisticación, en términos de márketing, etc. es notable y puede comprobarse en los cientos de anuncios publicados en internet por distintos prestamistas que se promocionan como “privados” y, a partir de esa premisa, de muchas otras maneras (algunos dicen estar “supervisados y regulados por el Banco de España”). Su importancia puede ser muy reducida o relativa en la actualidad, pero sus competidores (los bancos) se los toman muy en serio, y ofrecen servicios de financiación *retail* a particulares en clara competencia con esos prestamistas privados, de quienes dicen precisamente que “no están supervisados ni regulados por el Banco de España”.

<sup>19</sup> **Prestamistas privados en España.** No me consta que existan estadísticas oficiales, ni oficiosas, sobre la cuota de mercado de los prestamistas particulares, las personas físicas que pueden dedicarse a prestar profesionalmente en España. Seguramente, será un porcentaje reducido, quizás anecdótico o residual. Pero no está medido. En otros países, esa actividad prestamista entre particulares (o de particulares a empresas) parece ser o haber sido muy relevante. El 22 de mayo de 2008, The Economist publicaba “*Lenders of First Resort: Japan’s moneylenders offer banks a lesson in risk management*” un artículo sobre la importancia de la deuda originada por prestamistas particulares en Japón (los llamados *sarakin*), que sumaba entonces más de cien mil millones de yenes; según el artículo, en torno a su fecha de publicación, más de 14 millones de japoneses eran deudores de un prestamista privado o *sarakin*.

## **2. Prestamista profesional en forma societaria, entidad de crédito, entidad financiera, entidad supervisada**

### **2.1. Son prestamistas profesionales en forma societaria que prestan a profesionales**

Hemos hablado del préstamo como negocio privado y rememorado la figura del prestamista privado, que aún existe y en muchos casos sigue presente en el sector inmobiliario. Pero el prestamista profesional alternativo a los bancos que nos interesa está organizado en forma societaria, es una sociedad. Por varios motivos, pero muy decisivamente por un motivo fiscal al que nos referiremos en el próximo apartado 2.5, esa sociedad, cuyo objeto social y negocio es el de prestar, puede estar constituida y domiciliada fuera de España (general, pero no necesariamente, en algún otro Estado de la Unión Europea). De modo que la desregulación que interesa a los prestamistas alternativos va a venir dada por esa deslocalización, por el hecho de tratarse de sociedades extranjeras, a las que aplicaría la legislación sectorial de la Unión Europea, la legislación del Estado en que están domiciliadas y sólo parcialmente la legislación española (en lo que se refiere al negocio jurídico de prestar y a las garantías constituidas sobre activos en España).

Y así podría terminar, elegantemente, este ejercicio de clasificación, diríamos que entomológico, de los prestamistas alternativos. Diciendo que se trata de prestamistas profesionales, que se dirigen a prestatarios también profesionales, organizados (salvo casos residuales y ya pintorescos) como sociedades prestamistas constituidas y domiciliadas en alguna jurisdicción extranjera, y a quienes aplica su legislación de origen en cuanto a autorización y supervisión (atención a estos dos conceptos, que volverán) y la legislación española en cuanto a su actividad prestamista en España y las garantías constituidas a su favor en el contexto de esa actividad sobre activos españoles, actividad para la que, en España, no necesitan licencia bancaria. Y con esto, habré cumplido con los dos o tres miembros de mi familia que puedan estar leyéndome, y en particular con aquellas más directas en línea ascendente que siempre me han recomendado no meterme en líos.

Pero creo que necesito precisar alguna simplificación y adelantarme a una problemática, de modo que voy a profundizar en el análisis.

### **2.2. No son entidades de crédito**

Decir que no se necesita una licencia bancaria para prestar profesionalmente en España es otra simplificación. Los prestamistas alternativos que nos ocupan no son bancos (son una alternativa, "la alternativa", a los bancos); pero eso no es muy preciso, tendríamos que decir que el prestamista alternativo que estamos diseccionando no es una entidad de crédito (ellos dirían, muy aliviados, que no necesitan serlo). El concepto de entidad de crédito está definido en el artículo 4.1.1 del Reglamento CRR como "una empresa cuya actividad consista en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables, y en conceder créditos por cuenta

propia<sup>20</sup>. Los prestamistas alternativos no reciben depósitos del público; generalmente gestionan capital aportado por inversores institucionales. El artículo 1 de la LOSSEC<sup>21</sup> confirma la definición del Reglamento CRR, con una adición inquietante y un *numerus clausus* quizás no muy acertado<sup>22</sup>. Pero el concepto de entidad de crédito es lo suficientemente claro y unívoco para asegurar que eso es, precisamente, lo que los prestamistas alternativos no son (ni ganas).

### 2.3. ¿Son entidades financieras?

A partir de este principio (los prestamistas alternativos no son entidades de crédito), el mercado en general se conforma con considerarlos “entidades financieras”. Un concepto sin duda más amplio, que englobaría al prestamista profesional sin titubeos: todos los prestamistas profesionales (por lo menos los organizados en forma societaria) serían “entidad financiera”<sup>23</sup>. Aunque la idea resulta tranquilizadora, lo cierto es que el ordenamiento resulta ser mucho más complejo en cuanto a lo que es o no una “entidad financiera”.

En mi práctica profesional, me han interesado dos definiciones legales de “entidad financiera”. Ahora que estoy haciendo este esfuerzo académico que espero que alguien valore, tengo que distanciarme de ambas, elevarme sobre ellas y buscar un concepto canónico, pero no es fácil dar con él. Mis dos definiciones de referencia son las del RDL 5/2005, una norma muy relevante porque sigue regulando el acceso a las garantías financieras en España, y las menciones, más que verdadera definición, que se encuentran en la Ley Concursal. Voy a partir de cada una de ellas y veremos a dónde llego.

El artículo 4.1 del RDL 5/2005<sup>24</sup> determina su alcance subjetivo (a quién es aplicable) y termina refiriéndose a “otras entidades financieras” según se definen en el

---

20 **Definición de Entidad de Crédito en el Reglamento CRR.** Artículo 4.1.1 (Definiciones), Apartado 1, subapartado 1; “Entidad de crédito: una empresa cuya actividad consista en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder préstamos por cuenta propia”.

21 **Definición de Entidad de Crédito en LOSSEC.** Artículo 1 (Entidades de Crédito):

1. “Son entidades de crédito las empresas autorizadas cuya actividad consiste en recibir del público depósitos y otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia.
2. Tienen la consideración de entidades de crédito:
  - (a) Los bancos;
  - (b) Las cajas de ahorro;
  - (c) Las cooperativas de crédito;
  - (d) El Instituto de Crédito Oficial.”

22 **Diferencias entre Reglamento CRR y LOSSEC (“autorizadas” y el ICO).** Respecto de su normativa matriz, el Reglamento CRR, la LOSSEC introduce (en su apartado 1) el adjetivo “autorizadas” en la definición genérica de entidades de crédito y una lista de “empresas” (en su apartado 2) que se consideran entidades de crédito y constituye un, quizás innecesario, *numerus clausus* por el empeño del legislador español en incluir al ICO.

23 **Entidades financieras NO prestamistas.** Existirían “entidades financieras” que no serían prestamistas. Por ejemplo, las sociedades de garantía recíproca, que son entidades financieras por su ley de creación (la Ley 1/1994) pero tienen prohibido prestar, sin perjuicio de que puedan llegar a tener posiciones acreedoras porque un tercero ejecute la garantía que prestan a sus socios.

24 **“Otras entidades financieras” según el Artículo 4.1 RDL 5/2005.** 1. Este capítulo será aplicable a los acuerdos de compensación contractual financieros y a los acuerdos de garantías financieras cuando las partes intervinientes estén incluidas en una de las categorías siguientes:

- a) Entidades públicas.

apartado 5 del artículo 4 de la Directiva 2006/48, que dice (decía) lo siguiente: “empresa distinta de una entidad de crédito cuya actividad principal sea una o varias de las que se enumeran en los puntos 2 a 12 del Anexo 1”<sup>25</sup>. Aunque sea por remisión a esa Directiva, y que la Directiva se remita a su vez a un anexo, la definición de “entidad financiera” que encontramos en el RDL 5/2005 es satisfactoria en la medida en que (i) se limita a empresas (es decir, sobreentendiéndose la forma societaria), (ii) se refiere a las entidades de crédito como una clase, entre otras, de entidades financieras<sup>26</sup>, y (iii) a través de la referencia a las actividades de ese Anexo 1, incluye a las que se dedican a prestar. Pero esa Directiva está derogada. La sustituyeron en 2013 la Directiva CRD y su Reglamento CRR, con un enfoque distinto en cuanto al concepto de “entidad financiera”.

La Directiva CRD se remite al Reglamento CRR a efectos de esta definición; las actividades del Anexo 1 de la derogada Directiva 2006/48 se mantienen en el casi idéntico Anexo 1 de la nueva Directiva CRD. El Reglamento CRR, que se refiere a “entidad financiera” como una “empresa, distinta de una entidad<sup>27</sup>, cuya actividad principal consista [...] en ejercer una o varias actividades de las que se recogen en el anexo I, puntos 2 a 12 y punto 15, de la Directiva 2013/36/UE”. Pero la definición de “entidad financiera” del Reglamento CRR va más allá de ese listado de actividades<sup>28</sup> y apunta hacia un concepto de entidad financiera distinto de las entidades de crédito (esta no es gran novedad) pero también de las empresas de inversión, porque tanto el Reglamento CRR como su Directiva CRD anuncian ocuparse de

- 
- b) El Banco Central Europeo, el Banco de España, los bancos centrales de los Estados miembros de la Unión Europea, los bancos centrales de terceros Estados, el Banco de Pagos Internacionales, los bancos multilaterales de desarrollo, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Europeo de Inversiones.
  - c) Las entidades de crédito; las empresas de servicios de inversión; las entidades aseguradoras; las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios y sus sociedades gestoras; los fondos de titulización hipotecaria, los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización; los fondos de pensiones, y otras entidades financieras, según se definen en el apartado 5 del artículo 4 de la Directiva 2006/48 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.
  - d) Los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales o de los sistemas multilaterales de negociación y las sociedades que gestionan sistemas de compensación, liquidación y registro de valores e instrumentos financieros, así como a las entidades de contrapartida central, agentes de liquidación o cámaras de compensación a que se refiere la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, y las entidades similares que actúen en los mercados de opciones, futuros y derivados, así como los miembros y entidades participantes de todas las anteriores infraestructuras cuando actúen en su condición de tales.

**25 Anexo 1 a la Directiva 2006/48 (DEROGADA).** El punto 2 de ese Anexo 1 se refiere a préstamos, incluidos, en particular, el crédito al consumo, el crédito hipotecario, el factoring con o sin recurso y la financiación de transacciones comerciales (incluido el forfaiting).

**26 Entidades financieras vs entidades de crédito.** El artículo 4.1 de RDL 5/2005, en su apartado b), cita a las entidades de crédito en primer lugar, continúa con otras empresas y entidades y termina refiriéndose a otras entidades financieras, de modo que implica que todas las anteriormente citadas (incluyendo a las entidades de crédito) ya son entidades financieras, aunque haya otras (las entidades de crédito serían una clase de las entidades financieras). Sin embargo, la Directiva 2006/48 considera a las entidades financieras como algo distinto de las entidades de crédito (empresa distinta de una entidad de crédito) de modo que las entidades de crédito no serían entidades financieras, lo cual no parece tener mucho sentido).

**27 El concepto de Entidad en el Reglamento CRR.** Artículo 4.1. 3) "Entidad": una entidad de crédito o una empresa de inversión.

**28 El concepto de Entidad Financiera en el Reglamento CRR.** La definición completa de entidad financiera en el Reglamento CRR sería la siguiente: “una empresa, distinta de una entidad [de crédito], cuya actividad principal consista en adquirir participaciones o en ejercer una o varias actividades de las que se recogen en el anexo I, puntos 2 a 12 y punto 15, de la Directiva 2013/36/UE, incluyendo las sociedades financieras de cartera, sociedades financieras mixtas de cartera, entidades de pago en el sentido de la Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior y sociedades de gestión de activos, pero excluyendo las sociedades de cartera de seguros y las sociedades mixtas de cartera de seguros tal como se definen en el artículo 212, apartado 1, letra g), de la Directiva 2009/138/CE”

“las entidades de crédito y las empresas de inversión<sup>29</sup>”, como “entidades”. Las “entidades financieras” no serían “entidades” a los efectos de la Directiva CRD y del Reglamento CRD, sino una subcategoría de un nuevo concepto, el de “ente financiero”, que incluye a las “entidades” (entidades de crédito y empresas de inversión) y separadamente a las entidades financieras, entre otras<sup>30</sup>.

El legislador español ha seguido esta tendencia de diferenciar perfectamente a las entidades de crédito, a todos los efectos, y referirse a las entidades financieras como una clase o tipología de ente paralelo a aquéllas. En el ámbito de la Unión Europea, la Directiva CRD y su Reglamento CRR consagraron la idea del “ente financiero” que incluye tanto a las entidades de crédito y a las empresas de inversión (las “entidades”), como a las entidades financieras (entre otras), que ya no serían “entidades” pero sí “entes financieros”; la intención parece ser la de embridar (“prudencialmente”) a las dos primeras (las entidades de crédito y empresas de inversión; ambas, las “entidades”). En Derecho español, esa intención ha sido parecida, y tiene que ver con el mismo interés legislativo (primero en Derecho europeo, luego en lo que ha resultado de su transposición) por el capital riesgo y los fondos en general.

---

**29 El Concepto de empresa de inversión.** Efectivamente, tanto la Directiva CRV como el Reglamento CRR tienen por objeto las entidades de crédito y las empresas de inversión, definidas estas últimas en la Directiva 2004/39 (derogada). La Directiva 2004/39 (de nuevo, derogada) definía “empresa de inversión” en su Artículo 4.1.1 como sigue:

Empresa de inversión: toda persona jurídica cuya profesión o actividad habituales consisten en prestar uno o más servicios de inversión o en realizar una o más actividades de inversión con carácter profesional a terceros.

Los Estados miembros podrán incluir en la definición de empresa de inversión a empresas que no sean personas jurídicas, siempre que:

- a) su estatuto jurídico garantice a los intereses de terceros un nivel de protección equivalente al que ofrecen las personas jurídicas, y
- b) sean objeto de una supervisión prudencial equivalente y adaptada a su forma jurídica.

No obstante, cuando una persona física preste servicios que impliquen la tenencia de fondos o valores negociables pertenecientes a terceros, sólo podrá considerarse empresa de inversión con arreglo a la presente Directiva si, sin perjuicio de las demás exigencias de la presente Directiva y de la Directiva 93/6/CEE, reúne las condiciones siguientes:

- a) que estén protegidos los derechos de propiedad de terceros sobre sus instrumentos y fondos, en particular en caso de insolvencia de la empresa o de sus propietarios, embargo, compensación o cualquier otra acción emprendida por acreedores de la empresa o de sus propietarios;
- b) que la empresa de inversión esté sujeta a normas que tengan por objeto supervisar su solvencia y la de sus propietarios;
- c) que las cuentas anuales de la empresa estén auditadas por una o varias personas facultadas para auditar cuentas con arreglo a la legislación nacional;
- d) cuando una empresa tenga un solo propietario, que éste adopte medidas para la protección de los inversores en caso de cese de las actividades de la empresa por causa de fallecimiento, incapacidad o circunstancias similares.

**30 El Concepto de Ente Financiero en el Reglamento CRR.** Artículo 4.1. 27) “Ente del sector financiero”:

- a) una entidad [es decir, una entidad de crédito o una empresa de inversión];
- b) una entidad financiera;
- c) una empresa de servicios auxiliares incluida en la situación financiera consolidada de una entidad;
- d) una empresa de seguros;
- e) una empresa de seguros de un tercer país;
- f) una empresa de reaseguros;
- g) una empresa de reaseguros de un tercer país;
- h) una sociedad de cartera de seguros;
- i) una sociedad mixta de cartera;
- j) una sociedad mixta de cartera de seguros tal como se define en el artículo 212, apartado 1, letra g), de la Directiva 2009/138/CE;
- k) una empresa excluida del ámbito de aplicación de la Directiva 2009/138/CE, de acuerdo con el artículo 4 de esa Directiva;
- l) una empresa de un tercer país cuya actividad principal sea equiparable a la de cualquiera de las entidades enumeradas en las letras a) a k).

El artículo 7 de la vigente Ley de Capital Riesgo<sup>31</sup> contiene la definición canónica, digamos, de entidades financieras en Derecho español, con el propósito fundamental de distinguir a las entidades financieras de las “empresas no financieras”. Este artículo 7 no hace ninguna referencia expresa a que las empresas o entidades que se dediquen a prestar sean “entidades financieras”; la lista contenida en este artículo combina conceptos consolidados (el de entidad de crédito, por ejemplo), formas societarias de ciertas sociedades gestoras (SGIIC, SCR, SICC y SGEIC) y determinados negocios, entre los que no está, por lo menos explícitamente, el de prestar. Pero esta lista no satisface al entomólogo, en la medida en que no define como “entidad financiera” a aquella empresa que se dedique a prestar profesionalmente en algún sector o en el mercado en general. Sí considera entidades financieras a las que “de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, ejerzan las actividades típicas de las anteriores” (lo cual está muy bien, porque nuestro objeto de análisis suele ser una sociedad que presta desde el extranjero, pero de nuevo, las actividades “anteriores” no incluyen la de prestar, o por lo menos no claramente).

El concepto de entidad financiera también me ha parecido relevante a los efectos de nuestra Ley Concursal. Antes de su reforma mediante la Ley 38/2011, uno de sus aspectos más controvertidos tenía que ver, precisamente, con el concepto de entidades financieras como sujetos a quienes se aplicaban las mayorías de arrastre (*cram down*) bajo las homologaciones judiciales. Voy a explicarlo de otra manera: antes de esa reforma, la posibilidad de imponer un acuerdo de reestructuración y homologarlo judicialmente aplicaba a esas “entidades financieras”, que eran por lo tanto vulnerables a determinados acuerdos y mayorías cualificadas bajo lo que se dio en llamar el “*Spanish scheme*”. Antes de la reforma de la Ley 38/2011, no estaba claro del todo si se trataba de “entidades de crédito” o de cualquier otra entidad financiera<sup>32</sup>. Desde la Ley 38/2011, y más todavía desde la reforma posterior

---

**31 El concepto de Entidades Financieras en la Ley de Capital Riesgo.** Artículo 7 de la Ley de Capital Riesgo:

1. A los efectos de esta Ley, tendrán la consideración de entidades financieras aquellas que estén incluidas en alguna de las siguientes categorías:
  - (a) Entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito.
  - (b) Las empresas a las que se refiere el artículo 1.1 de la Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito.
  - (c) Empresas de servicios de inversión.
  - (d) Entidades aseguradoras y reaseguradoras.
  - (e) Sociedades de inversión colectiva, financieras o no financieras.
  - (f) SGIIC y sociedades gestoras de fondos de pensiones o de fondos de titulización.
  - (g) SCR, SICC y SGEIC.
  - (h) Entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones, emitidas por entidades financieras, tal y como se definen en este apartado.
  - (i) Las sociedades de garantía recíproca.
  - (j) Las entidades de dinero electrónico.
  - (k) Las entidades de pago.
  - (l) Los FCR, los FICC, los fondos de inversión de tipo abierto, los fondos de pensiones y los fondos de titulización.
  - (m) Las entidades extranjeras, cualquiera que sea su denominación o estatuto, que, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, ejerzan las actividades típicas de las anteriores.
2. A los efectos de esta Ley, tendrán la consideración de empresas no financieras, además de aquellas que no queden incluidas en las categorías previstas en el apartado anterior, las entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones emitidas por empresas pertenecientes a sectores no financieros.

32 **Spanish Scheme (antes de la reforma de 2011).** El despacho Uría Menéndez resuelve esta indeterminación con mucha

operada por la Ley 16/2022, parece claro que el concepto de “entidad financiera” aplica a todos los prestamistas profesionales a (casi todos) los efectos previstos en la norma. La Ley Concursal considera “créditos financieros” aquellos que sean titularidad de entidades financieras<sup>33</sup> o los que tengan naturaleza financiera con independencia de quienes sean sus titulares<sup>34</sup>. Cosa distinta, y mucho más relevante, es si esas entidades financieras equiparables a los prestamistas profesionales, pueden o no ser titulares de verdaderas garantías financieras bajo la Ley Concursal, un extremo interesantísimo sobre el que la Ley Concursal no se pronuncia, asumiendo que de eso se ocupa otra legislación específica<sup>35</sup>.

He intentado clasificar a los prestamistas profesionales como entidades financieras desde dos puntos de vista personalísimos: si lo son a los efectos de las garantías financieras que (en España) gobierna el RDL 5/2005 y si lo son a los efectos de las importantes implicaciones que asigna a las entidades financieras, como clase acreedora, la Ley Concursal. De momento me conformo con una definición propia, seguramente inexacta, pero útil para avanzar: si un prestamista alternativo es o no entidad financiera, lo determinará la definición del Reglamento CRR y de las distintas leyes y normas sectoriales que regulen su objeto y actividad en su jurisdicción de origen (en España, la Ley de Capital Riesgo, y a sus efectos la Ley Concursal como hemos visto, pero también, por ejemplo, la Ley 1/1994 que regula las sociedades de garantía recíproca como “entidades financieras”, y así algunas otras). En definitiva, “entidad financiera” en Derecho español lo sería aquella que encaje en la definición del Reglamento CRR (y un prestamista profesional español sí encajaría) y cualquier otra entidad definida como tal en la legislación sectorial española.

## 2.4. ¿Autorizadas o supervisadas?

Si he comenzado este capítulo diciendo que el prestamista alternativo huye de la regulación, quizás merezca la pena terminar refiriéndome al concepto de entidad

---

claridad en su trabajo colectivo de divulgación de la reforma de la Ley Concursal operada por la Ley 16/2022, de 5 de septiembre (un trabajo publicado en su página web y muy fácilmente accesible y recomendable). “*Only financial entities were affected by the mechanism* [se refieren a la homologación judicial previa a la reforma de 2011] *and [...] it was unclear whether professional lenders (e.g. funds) other than credit institutions fell into this category.*” “*Under the former Insolvency Law* [se refieren a la Ley Concursal previa a la reforma de 2011] *homologación judicial applied to any creditor holding a financial claim (irrespective of whether the creditor was a regulated entity)*”.

**33 Concepto de Crédito Financiero en la Ley Concursal (1).** Artículo 623. Criterios generales de formación de clases [...] 4. Se consideran créditos financieros: [...] 2 Los que sean titularidad de entidades financieras, estén o no sujetas a supervisión prudencial, y con independencia de cuál sea el origen del crédito. [...]”

**34 Concepto de Crédito Financiero en la Ley Concursal (2).** Artículo 287. Subclasificación de los créditos privilegiados [...] 3. *Los créditos financieros. Se consideran créditos financieros los procedentes de cualquier endeudamiento financiero [...] con independencia de que los titulares de esos créditos estén o no sometidos a supervisión financiera.*”

**35 Garantías Financieras en la Ley Concursal.** No me refiero a los productos derivados (*hedging instruments*) que protagonizaron un debate muy extenso antes de las reformas de la Ley Concursal de 2011 y 2022, sino a las garantías financieras (que en España están reguladas, principalmente, en el RDL 5/2005) y su virtualidad bajo la Ley Concursal vigente. Sus titulares son inmunes a la negociación y efectos de los planes de reestructuración y a los *freeze periods* que afectan a otras garantías. La pregunta sigue siendo: ¿nuestros prestamistas profesionales pueden ser titulares de esas garantías financieras?

Art. 603. De la ejecución de garantías reales [...] 2. La comunicación [de apertura de negociaciones con los acreedores] no impedirá la ejecución de la garantía financiera sujeta al Real Decreto-Ley 5/2005 [...] ni afectará a la facultad de vencimiento anticipado de las obligaciones garantizadas, por la parte cubierta por la garantía.

Art. 619. Especialidades para determinados acuerdos de compensación contractual [...] 1. Lo previsto en el artículo anterior [que recoge el principio general de vigencia de los contratos] no será aplicable a los acuerdos de compensación contractual sujetos al Real Decreto-Ley 5/2005 [...] 2. En ningún caso quedará afectada por un plan de reestructuración la garantía financiera sujeta al Real Decreto-Ley 5/2005.

supervisada. ¿Son los prestamistas alternativos entidades supervisadas, o necesitan serlo?

La Directiva CRD tiene como objeto la “supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión”, y su Reglamento CRD se ocupa de los “requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión”. Siguiendo nuestra lógica argumental (si la hubiere), en la medida en que alguno de nuestros prestamistas profesionales tuviese la consideración de entidad de crédito (negamos rotundamente la mayor) o de empresa de inversión, estaría sujeto a esas y otras normas de supervisión prudencial o a esos requisitos prudenciales. Si se tratase, en cambio, de un prestamista profesional de otra naturaleza, calificado de refilón como entidad financiera por razón de su actividad prestamista (incluida en el Anexo 1 del Reglamento CRR), y a lo sumo como “ente financiero”, pero no como “entidad”, no parece nada evidente que su actividad y negocio vaya a estar sujeto a ninguna supervisión, prudencial o no.

Existen muchas otras referencias a esa supervisión en el ámbito del negocio financiero y de inversión. Mis dos referencias normativas del apartado anterior (el RDL 5/2005 y la Ley Concursal) contienen alguna de esas menciones. En el caso del RDL 5/2005, su exposición de motivos contiene una referencia fatídica a que “una de las partes (la beneficiaria de las garantías financieras objeto de esa norma, presumiblemente) ha de ser una entidad financiera, sujeta a autorización y supervisión pública”. Es una referencia puntual, porque no vuelve a hacerse ninguna referencia a tales “autorización y supervisión pública” en ningún otro lugar del RDL 5/2005, pero tiene una trascendencia definitiva, como intentaré explicar más adelante. En el caso de la Ley Concursal, la “supervisión” en lo que se refiere a las entidades financieras no tiene trascendencia alguna, el esforzado legislador español ha terminado por quitarse el problema de encima; en su artículo 623.4.2, la Ley Concursal considera créditos financieros (entre otros) aquellos “que sean titularidad de entidades financieras, estén o no sujetas a supervisión prudencial...”. Y esa solución la confirma el artículo 287.3. cuando define como créditos financieros a “los precedentes de cualquier endeudamiento financiero [...] con independencia de que los titulares de esos créditos estén o no sometidos a supervisión financiera”. Sin perjuicio de que, en España, las “empresas de inversión” sujetas a supervisión prudencial o a requisitos prudenciales de acuerdo con el Derecho europeo aplicable (principalmente, la Directiva CRD y el Reglamento CRR) tengan un régimen propio de regulación y supervisión, como entidades financieras definidas por la Ley de Capital Riesgo, y sometidas a sus propios *watchdogs*, a sus propios organismos de supervisión.

La conclusión sería que un prestamista profesional en España sólo estaría supervisado (prudencial, pública o financieramente) si se considera una “entidad” a los efectos del Derecho Europeo directamente aplicable, una “entidad financiera” bajo la Ley de Capital Riesgo española o, separadamente, una entidad sujeta a supervisión de acuerdo con su legislación de origen. Una definición aproximada podría ser la siguiente:

Una entidad supervisada, es aquella que, de conformidad con su legislación sectorial, está sujeta a la supervisión de (i) Banco de España-Eurosistema, (ii) la Comisión Nacional del Mercado de Valores o (iii) la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, o de supervisores equivalentes en otros Estados miembros de la Unión Europea, o de la propia Unión Europea o de terceros Estados, pero excluyendo a aquellas entidades que no sean entidades financieras de las anteriormente descritas, aunque sus títulos (u otros valores emitidos por las mismas) estuvieran admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, en un sistema multilateral de negociación o en un sistema organizado de contratación.

En este intento de definición me refiero sólo a entidades financieras (aunque no estoy seguro de que ayude en todos los casos, por mi desconfianza hacia las definiciones normativas de entidad financiera en relación con mis prestamistas profesionales); pero intento dejar de lado a otras entidades que pudieran estar sujetas a la supervisión de la CNMV. Tampoco quiero incluir en mi definición, que es interesada, a las entidades (financieras) que pueden estar muy especialmente supervisadas por la UE y otros terceros Estados (como las entidades de crédito sistémicas). Ni tampoco a entidades cotizadas (no financieras) que pueden estar sujetas a supervisión relativa, sin duda, pero que quiero excluir a mis efectos<sup>36</sup>.

A continuación, me referiré a determinadas obligaciones de registro y otras formalidades, sobre todo para aquellos prestamistas cuyos clientes sean consumidores financieros; muchos de ellos se anuncian (pomposa, pero creo que falazmente)

---

**36 La supervisión financiera o bancaria en la actualidad.** La crisis de deuda (*credit crunch*) de 2008 y su corolario en la Unión Europea (en forma de crisis monetaria y bancaria durante 2011 y 2012) exacerbó el celo regulatorio, y fueron ímprobos los esfuerzos por regular, autorizar y supervisar. Los años posteriores, con su abundancia de capital privado provocada (en muy buena parte) por el *quantitative easing* de los mismos reguladores, los tipos de interés reducidos o negativos, y la relativa estabilidad en la zona Euro, enfocaron el esfuerzo regulatorio en los bancos, establecimientos financieros de crédito (estos últimos, sólo en España) y empresas de inversión reguladas (fondos captadores de capital a través de *public placements*) y relajaron la tensión reguladora sobre otras entidades, entre ellas nuestros prestamistas profesionales. La supervisión recae actualmente sobre las entidades de crédito y asimiladas (las "empresas de inversión" del Reglamento RCD). El concepto de "supervisión prudencial", que sigue presente en importantes normas en vigor, parece superado en la práctica a favor de los de "supervisión directa", de la que es responsable el Banco Central Europeo / Mecanismo Único de Supervisión, y la "supervisión indirecta", responsabilidad de los bancos centrales de los Estados miembros. La lista de entidades supervisadas por BCE / MUS vigente en la actualidad (publicada el 1 de mayo de 2003 en [bankingsupervision.europa.eu](http://bankingsupervision.europa.eu)) recoge una relación de *credit institutions* (bancos), *financial holdings* (bancos y algunas aseguradoras) y *branches* (todas ellas bancarias) y, en relación con España, solo bancos y cajas de ahorros. El BCE/MUS es responsable de la supervisión directa de los primeros y el Banco de España sólo de la supervisión indirecta de los segundos. Más concretamente, Banco de España, según su normativa rectora, tiene facultades supervisoras sobre las siguientes entidades:

- (a) Entidades de crédito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito);
- (b) Entidades de dinero electrónico (reguladas en la Ley 21/2011, de 21 de julio);
- (c) Entidades de pago (reguladas en la Directiva (UE) 2015/2366, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, cuya trasposición no se ha completado, el Real Decreto-Ley 19/2018, de 23 de noviembre, y el Real Decreto 736/2019, de 28 de mayo);
- (d) Establecimientos financieros de crédito (regulados en la Ley 5/2015, de 27 de abril);
- (e) Los establecimientos de venta y compra de moneda extranjera (regulados en el Real Decreto 2660 /1998, de 14 de diciembre);
- (f) Las Sucursales de Entidades Extranjeras;
- (g) Las entidades que se dediquen a la intermediación financiera en el mercado de crédito (a las que se refiere la Ley 5/2019, que regula los contratos de crédito inmobiliario);
- (h) Entidades prestadoras de servicios y de información de cuentas (conforme al artículo 15 del Real Decreto-Ley 19/2018); y
- (i) Las Sociedades de Tasación Homologadas (reguladas en el Real Decreto 775/1997), las Sociedades de Garantía Recíproca y Afianzamiento (reguladas en la Ley 1/1994) y las oficinas de representación de entidades de crédito extranjeras no autorizadas en Estados miembros de la UE (ex Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero).

como “supervisados por Banco de España”. El tipo de prestamista profesional del que querría ocuparme no financia a personas físicas (el paradigma del consumidor financiero bajo nuestra normativa actual), pero puede necesitar cumplir con alguna obligación de registro para ser titular de hipotecas, por ejemplo. Eso no parece convertirlos en una “entidad supervisada”.

En resumen: nos ocupamos de prestamistas profesionales sofisticados, mayoritariamente sociedades extranjeras, que no son entidades de crédito, que parece razonable que sean entidades financieras según su legislación de origen y que tienen que cumplir con unas limitadas obligaciones de registro y formalidades administrativas en España, sin que éstas parezcan implicar ninguna supervisión financiera.

### 3. Financiación hipotecaria a particulares

Los prestamistas alternativos que protagonizan este trabajo son inversores profesionales, que se dirigen a promotores e inversores inmobiliarios que también lo son. La financiación alternativa rehúye la regulación, y el préstamo a particulares está regulado por la abundante legislación en materia de protección a los consumidores financieros<sup>37</sup> y por la normativa específica de protección en materia de crédito hipotecario, cuyo último hito legislativo es la vigente Ley de Crédito Inmobiliario, que impone un procedimiento previo a la contratación del préstamo (e.g. firma de la FEIN y demás documentación por el cliente), así como notables limitaciones a la facultad del acreedor de vencer el préstamo anticipadamente por impago del deudor<sup>38</sup>.

La Ley de Crédito Inmobiliario aplica a los prestamistas profesionales, efectivamente, pero siempre que el prestatario, o al menos uno de los garantes de la financiación, sea una persona física y, además, se cumpla una de las dos circunstancias siguientes:

- a) que el préstamo esté garantizado con una hipoteca o garantía real similar sobre una propiedad inmobiliaria de uso residencial (los trasteros y las plazas de aparcamiento se consideran inmuebles de uso residencial a estos efectos); o
- b) que la finalidad del préstamo sea adquirir o mantener la propiedad sobre terrenos u otros activos inmobiliarios (construidos o en construcción) y el prestatario o su garante puedan considerarse consumidores (de acuerdo con la propia Ley de Crédito Inmobiliario o cualquier otra normativa en materia de protección a los consumidores financieros).

---

**37 Normativa protectora de los consumidores financieros.** En el ámbito de la financiación inmobiliaria, la normativa española en materia de protección a los consumidores financieros se concentra básicamente en tres normas:

- (a) Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito;
- (b) el Real Decreto 106/2011, de 28 de enero, por el que se crea y regula el Registro estatal de empresas previsto en la Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito, y se fija el importe mínimo del seguro de responsabilidad o aval bancario para el ejercicio de estas actividades; y
- (c) Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario.

**38 Vencimiento por impago.** Cfr. artículo 24 de la Ley de Crédito Inmobiliario, que establece unos umbrales mínimos de impago por el prestatario para que el prestamista pueda declarar vencido el préstamo (3% del capital o 12 cuotas mensuales, en la primera mitad de duración del préstamo y 7% o 15 cuotas mensuales, en la segunda mitad de duración del préstamo).

## 4. Los financiadores alternativos como titulares de hipotecas

Desde un punto de vista más administrativo que regulatorio, los prestamistas alternativos pueden encontrarse con dos limitaciones relevantes como acreedores hipotecarios, una derivada de la aplicación más o menos extensiva de la normativa protectora a los consumidores y otra que prohíbe el acceso de estos prestamistas no bancarios a la hipoteca “flotante” (que simplifica las financiaciones estructuradas).

### 4.1. Registro

La Ley de Contratación con Consumidores Financieros de 2009 exigía a los prestamistas no bancarios que contratasen con consumidores el alta obligatoria en un registro especial, dependiente de AECOSAN (una agencia del actual Ministerio de Consumo). Ese registro y sus condiciones de acceso se regularon posteriormente mediante Real Decreto<sup>39</sup>. Además de este registro nacional o estatal, cada comunidad autónoma podía establecer su propio órgano regulador o registro equivalente, para el alta y supervisión de los prestamistas que se propusieran actuar únicamente en esa comunidad autónoma.

Posteriormente, la Ley de Crédito Inmobiliario estableció la obligatoriedad de inscribirse en un registro gestionado por el Banco de España<sup>40</sup> para los prestamistas sujetos a dicha ley que operen en todo el ámbito nacional, o en el ámbito territorial de más de una Comunidad Autónoma. Aquellos otros prestamistas alternativos que circunscriban su actividad a una única Comunidad Autónoma deberán inscribirse en el registro específico que dicha Comunidad Autónoma habilite para tal fin (en mi experiencia, los fondos de deuda que conceden préstamos sujetos a la Ley de Crédito Inmobiliario se inscriben en el registro del Banco de España).

---

**39 Registro de prestamistas no bancarios.** La Ley de Contratación con Consumidores Financieros de 2009 reguló por primera vez los préstamos hipotecarios al consumo, y establece una serie de requisitos para que las entidades no bancarias puedan otorgar préstamos hipotecarios a los consumidores. En resumen, estas entidades quedan obligadas a:

- (a) Solicitar el alta en un registro especial de prestamistas no bancarios. El organismo encargado de este registro (ante el cual se debe presentar la solicitud) es una agencia llamada “Aecosan”, que depende del Ministerio de Consumo. Además, cada Comunidad Autónoma tiene derecho a tener su propio órgano regulador, en el que podían registrarse los prestamistas que se propongan actuar únicamente en esa región; y
- (b) Contratar un seguro de responsabilidad civil o, alternativamente, un aval bancario para cubrir la responsabilidad en que pueda incurrir el prestamista frente a los consumidores por incumplimiento de contrato o incumplimiento de la normativa aplicable. El importe mínimo de la póliza de seguro o del aval bancario será:
  - a. de al menos 300.000 euros en el primer año de actividad. Esta cantidad deberá multiplicarse por el número de establecimientos desde los que la empresa desarrolla su actividad si éstos fueran superiores a uno; y
  - b. en los años siguientes, el importe total será el mayor de (i) el importe establecido en a) anterior, actualizado por CPI o (ii) el 30% de la facturación total de la empresa que esté directamente relacionada con la concesión de préstamos a los consumidores.

La Ley 2/2009 y su reglamento (Real Decreto 106/2011) prevén que el incumplimiento por parte de los prestamistas en cualquier momento de las disposiciones contenidas en la misma estará sujeto al régimen general sancionador previsto en la Ley de Consumo (con carácter general, multas que se moderarán en función de la materialidad del incumplimiento).

La Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública (la antigua Dirección General de los Registros y el Notariado) señaló en varias resoluciones (la primera de ellas, de 7 de julio de 2016) que los requisitos de la Ley 2/2009 también se aplicaban a los cesionarios de préstamos hipotecarios garantizados contra consumidores.

**40 Registro del Banco de España.** Puede consultarse toda la información en el siguiente enlace: Registro de intermediarios de crédito inmobiliario y prestamistas inmobiliarios.

Una duda frecuente en este punto es cuál debe ser la delimitación entre el ámbito de la Ley de Contratación con Consumidores Financieros de 2009 y el de la Ley de Crédito Inmobiliario de 2019. La relación es de especialidad: los contratos regulados por la segunda quedan excluidos del ámbito de aplicación de la primera. Es decir, las normas de la Ley de Contratación con Consumidores Financieros (y, por tanto, la obligación de inscribirse en el registro de AECOSAN) aplican únicamente a aquellos prestamistas que concedan créditos a consumidores que:

- i) no lleven aparejada garantía hipotecaria u otro derecho real de garantía sobre un inmueble de uso residencial; y que
- ii) no tengan por finalidad adquirir o conservar derechos de propiedad sobre terrenos o inmuebles construidos o para construir.

En otras palabras, y aun a riesgo de incurrir en una excesiva simplificación, podemos afirmar que a los prestamistas alternativos que prestan a consumidores sin garantía hipotecaria les es aplicable la Ley de Contratación con Consumidores Financieros de 2009. Por el contrario, aquellos que prestan a consumidores con garantía hipotecaria quedan sujetos a la Ley de Crédito Inmobiliario de 2019, y deben inscribirse en el registro previsto por esta última.

Estas obligaciones de registro aplican a cualquier prestamista no bancario que ofrezca financiación hipotecaria a consumidores financieros (y también a los intermediarios que actúen en la comercialización de este tipo de financiaciones)<sup>41</sup>. También aplican a cualquier cesionario posterior de préstamos sujetos a la Ley de Contratación con Consumidores Financieros y a la Ley de Crédito Inmobiliario<sup>42</sup>.

En el caso de financiaciones alternativas hipotecarias a consumidores financieros, los Registradores de la Propiedad no deben inscribir las hipotecas a menos que el prestamista acredite estar debidamente inscrito en el registro de Banco de España. Por lo tanto, si un préstamo hipotecario alternativo estuviera sujeto a la Ley de Crédito Inmobiliario y el prestamista no acreditara su registro en la escritura de constitución, la hipoteca no se consideraría válidamente constituida y el Registrador de la Propiedad debería rechazar su inscripción.

A pesar de que se trata de un requisito que aplica a la contratación de hipotecas con consumidores financieros, cada vez son más los Registros de la Propiedad que cuestionan la naturaleza “empresarial” de los empresarios y promotores inmobiliarios pequeños y medianos que configuran la clientela local de los prestamistas alternativos, y aplican por analogía la normativa de protección a la hora de autorizar la inscripción de hipotecas, lo cual confirma lo difuso de la línea que separa al pequeño empresario del consumidor financiero. Algunos Registros de la Propiedad

---

<sup>41</sup> **Concepto de intermediario.** Este concepto administrativo o regulatorio de intermediario se correspondería con cualquiera de las agencias de comercialización de créditos al consumo o, en el mercado de prestamistas y prestatarios profesionales, a la figura del asesor financiero (*debt adviser*) o del originador colocador financiero (*debt arranger*).

<sup>42</sup> **Cesionario de préstamos.** Esto ha sido confirmado por el propio Banco de España mediante varios documentos de *Frequently Asked Questions (“FAQ”)* publicados en los meses siguientes a la entrada en vigor de la Ley de Crédito Inmobiliario.

exigen acreditar que el prestamista está dado de alta en los registros como condición para inscribir la hipoteca a su favor, incluso en casos en los que el prestatario podría considerarse una pequeña y mediana empresa (pero empresa, al fin y al cabo) y no un consumidor financiero.

#### 4.2. Hipotecas “flotantes”

El artículo 153 (bis) de la Ley Hipotecaria regula una modalidad de hipoteca equivalente a la “*floating charge*” que existe en otras jurisdicciones, y que permite garantizar con esa única hipoteca más de una obligación garantizada (más de un préstamo u obligación financiera) frente a uno o varios deudores. Los prestamistas alternativos no pueden utilizar esta modalidad de hipoteca en España, porque la Ley Hipotecaria limita el uso de esta hipoteca “flotante” a determinadas entidades enumeradas con *numerus clausus* en la ya derogada Ley del Mercado Hipotecario (básicamente, bancos, las antiguas Cajas de Ahorros y organismos públicos). Parece incontrovertido que la limitación existe, y los Registros de la Propiedad actúan en consecuencia negándose a inscribir hipotecas de este tipo a favor de entidades distintas de las de la lista cerrada de la (ya derogada) Ley del Mercado Hipotecario. Además, los Registros de la Propiedad han adoptado como criterio general que cualquier cesionario de estas hipotecas (y no solo el originador de la financiación y acreedor hipotecario original) también debe estar comprendido en el ámbito de aplicación de la Ley del Mercado Hipotecario<sup>43</sup>.

### 5. Implicaciones fiscales

Prestar alternativamente en España tiene implicaciones fiscales específicas. Por un lado, financiar desde una sociedad de capital española no bancaria a una prestataria en España genera una retención a cuenta del impuesto de sociedades un tanto desventajosa comercialmente (no es el caso si el prestamista es una persona física, que ya he dicho que los hay). Por otro lado, el prestamista alternativo tiene que gestionar (en este caso sí, como si fuese un banco) la imputación del llamado impuesto AJD a su cliente prestatario, a sabiendas de que el sujeto pasivo del impuesto es, desde 2018, el prestamista beneficiario de la hipoteca que devenga ese AJD.

#### 5.1. Retención a cuenta del Impuesto de Sociedades

Los prestamistas alternativos no operan desde España, y no por ningún motivo legal o regulatorio. Simplemente, una sociedad de capital española no bancaria (al contrario que un o una prestamista persona física) que preste a otra sociedad española está sujeta a una retención del 19% sobre los pagos que reciba con cargo al préstamo. Esta retención fiscal a cuenta del Impuesto de Sociedades de la prestataria española, explica en buena parte, que los prestamistas alternativos operen desde sociedades luxemburguesas o irlandesas (o estadounidenses, domiciliadas

---

43 **Cesionario de hipotecas.** Este criterio, no obstante, resulta discutible, dado que el artículo 153 (bis) de la Ley Hipotecaria únicamente habla de la “constitución” de la hipoteca a favor de las entidades financieras y administraciones públicas, pero no prohíbe expresamente su cesión a otro tipo de entidades.

en Delaware) para evitar esta contingencia fiscal, que ellos llamarían *leakage* (filtración) en su retorno y resulta, por otra parte, una desventaja competitiva respecto de los bancos, que no están sujetos a esa retención.

## 5.2. Sujeto pasivo de AJD

Los prestamistas alternativos practican, como los bancos o incluso mejor, el *pass through*, el traslado a sus clientes (prestatarías y acreditadas) de todos los gastos y costes relacionados con su financiación; eso incluye los honorarios de los abogados que asesoran al prestamista en la operación, el coste de la tasación, los honorarios de notario y gastos de Registro, y cualquier otro coste, gasto o impuesto. Cuando el prestamista es además acreedor hipotecario, el impuesto más relevante es el AJD, que se devenga como consecuencia de la constitución de la hipoteca ya que se trata de un acto formalizado en escritura pública que (a) tiene un contenido económico; y (b) es inscribible en un registro público (el Registro de la Propiedad). Desde 2018, los prestamistas titulares o beneficiarios de la hipoteca son indubitablemente el sujeto pasivo del AJD. Sin embargo, la práctica en el negocio bancario y financiero es la de trasladar también el coste del AJD al prestatario; este es un factor determinante, que a veces explica por qué algunas financiaciones alternativas e inmobiliarias no lo son también hipotecarias, por qué en algunos casos puede llegarse a financiarse sin hipoteca: el coste de este impuesto es alto (varía, dependiendo de la Comunidad Autónoma donde se encuentra el inmueble hipotecado, entre el 0,5% y el 2% del importe garantizado por la hipoteca) y encarece la operación, aunque se traslade al prestatario. El pacto *pass through* es válido, el acuerdo que traslada el coste de AJD al prestatario es admisible salvo en el ámbito de aplicación de la Ley de Crédito Inmobiliario, con lo que nos encontramos con otra limitación regulatoria impuesta por la normativa protectora de los consumidores financieros.

## 6. La frontera del *loan sharking*

Anthony "Tony" Soprano, Jr:

*"Sil, break it down for 'em. What two businesses have traditionally been recession-proof since time immemorial?"*

Silvio Dante:

*"Certain aspects of the entertainment business and ... our thing."*

The Sopranos

El alto coste de capital de los fondos prestamistas se traslada a las condiciones de las financiaciones que ofrecen. En particular, al tipo de interés (ordinario y de demora), pero también a otras cláusulas que podrían entenderse como abusivas en algunas jurisdicciones. En España, los fondos de deuda son conscientes de su reputación de "fondos buitres" y también de la alerta que generan (aquí y en todas partes) determinadas cláusulas que ellos mismos denominan *predatory* y que pueden encontrarse en la frontera de lo reputacionalmente tolerable o de lo legalmente permitido.

## 6.1. Cláusulas abusivas

Ya hemos adelantado cómo la financiación alternativa es, por su propia naturaleza, más arriesgada que la financiación bancaria convencional, pues los prestamistas alternativos llegan donde los bancos no quieren (o no pueden) llegar. En aplicación de la máxima “a mayor riesgo, mayor rentabilidad”, esto se traduce en tipos de interés más elevados, y condiciones más onerosas para el prestatario.

Durante los últimos años se ha construido en nuestro país todo un *corpus* doctrinal (y, sobre todo, jurisprudencial) en torno a la abusividad de determinadas cláusulas que hasta tiempos recientes eran comunes en los contratos de préstamo hipotecario. La jurisprudencia reciente, tanto la europea como la local, consolida una doctrina favorable a los consumidores de productos financieros en cuestiones como las cláusulas suelo, los gastos de constitución de hipotecas o los tipos de interés abusivos en las que los Juzgados y Tribunales parecen favorecer claramente a esos consumidores.

A esto debemos sumar la reforma, en el año 2013, del artículo 695 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, para incluir como cuarta causa de oposición a la ejecución de hipotecas o prendas “el carácter abusivo de una cláusula contractual que constituya el fundamento de la ejecución o que hubiese determinado la cantidad exigible”. Esta nueva causa de oposición, ha conllevado un notable incremento de la duración media de las ejecuciones en España, dado el uso abusivo (permítase la ironía) que han hecho los ejecutados (tanto consumidores como no consumidores) de este motivo de oposición a la demanda.

A efectos de este trabajo, baste señalar que la abusividad es un concepto exclusivo de la normativa de consumo. Por lo tanto, las empresas que actúan dentro del ámbito de su objeto social (y que, por tanto, no son consumidores) no deberían poder impugnar la validez de determinadas cláusulas (por ejemplo, las cláusulas suelo) por abusivas<sup>44</sup>, tal y como han establecido a lo largo de estos últimos años numerosas resoluciones de la jurisprudencia menor (si bien sigue siendo inevitable, en la mayoría de los casos, la fijación de una vista de oposición, con el consiguiente retraso en la tramitación del procedimiento).

Por estas razones (además de las que se han expuesto antes con base en la Ley de Crédito Inmobiliario), los prestamistas alternativos procuran relacionarse con empresarios y profesionales que actúan dentro de su ámbito de actividad para evitar la aplicación de esta normativa y jurisprudencia adversa. En general, el cliente típico del prestamista alternativo es la pequeña y mediana empresa promotora (o inversora; el *family office* o empresa inmobiliaria familiar). Esa tipología de cliente (la PYME inmobiliaria, conocida por los prestamistas internacionales con las siglas

---

<sup>44</sup> **Ámbito de la abusividad.** El párrafo segundo del artículo 3 del TRLGDCU establece que “son también consumidores a efectos de esta norma las personas jurídicas y las entidades sin personalidad jurídica que actúen sin ánimo de lucro en un ámbito ajeno a una actividad comercial o empresarial”. Los únicos casos en los que se podría reconocer a entes distintos de personas físicas como consumidores son aquellos en los que el ámbito objetivo del negocio jurídico sea ajeno a la actividad empresarial de dichos entes (cfr. STS 367/2016, de 3 de junio).

*SME*, en inglés) aísla al prestamista de cualquier riesgo de resultar sujeto a la normativa y jurisprudencia que protegen, cada vez más, al consumidor financiero.

## 6.2. Intereses usurarios

*"Usury today is a dead issue."*

Page 1, Introduction / The Scholastic Analysis of Usury / John T. Noonan, Jr.  
Harvard University Press / Cambridge, Massachusetts, 1957

La ley española mantiene la prohibición de la usura, consagrada en la Ley de Usura (comúnmente conocida como Ley Azcárate)<sup>45</sup>. Se trata de una norma muy breve, que declara que cualquier acuerdo (ya sea un préstamo o un instrumento similar a un préstamo) es nulo y sin efecto si establece un tipo de interés notablemente superior al tipo de interés normal y manifiestamente desproporcionado. Esta prohibición de la usura es general; no se deriva de la doctrina sobre cláusulas abusivas. Por lo tanto, este principio aplica a todos los contratos, no sólo a aquellos celebrados con consumidores.

Aunque España tiene un sistema de Derecho civil (por oposición a los sistemas de *common law*), la definición de lo que constituye usura ha sido elaborada a lo largo de los años por la jurisprudencia (ya que la Ley de 1908 es especialmente genérica). El Tribunal Supremo ha aclarado que la consideración de usura depende de las circunstancias del caso concreto, como por ejemplo, que el tipo de interés sea sustancialmente superior al habitual en el contexto (económico y temporal) en que se celebró el contrato, o que el deudor se encuentre en una situación desesperada. Si un tribunal declara que se ha producido usura, el contrato se considerará nulo y sin efecto. Los efectos de dicha declaración son los siguientes:

- i) el deudor solo debe devolver el principal (sin ningún interés) y tiene derecho a recuperar todos los intereses pagados al prestamista;
- ii) el principal no tiene que ser pagado inmediatamente (como si el préstamo hubiera sido vencido anticipadamente) y se pagará en las fechas de reembolso acordadas; y
- iii) la garantía tomada por el prestamista se considera nula.

El criterio más relevante es, por lo tanto, el del Tribunal Supremo, ya que establece los criterios que son seguidos *de facto* por los tribunales inferiores para realizar la llamada prueba de la usura. En los últimos años, el Tribunal Supremo ha emitido tres decisiones históricas sobre usura, las tres en el contexto de las tarjetas de crédito *revolving* (ya que este es el producto que ha sido impugnado con mayor frecuencia por los denunciantes de usura, dadas las altas tasas de interés asociadas a ellas):

---

<sup>45</sup> **Prohibición de la usura en otros lares...** Inglaterra legalizó el préstamo con interés en 1527, durante el reinado de Isabel I, seguramente para homogeneizar su normativa con la legislación pionera de Holanda, su principal competidor financiero de la época. La legislación sobre usura se abolió en Inglaterra en 1854.

- i) Sentencia nº 149/2020 del Tribunal Supremo de 4 de marzo de 2020; rec. núm 4813/2019 [ECLI:ES:TS:2020:600]. Esta decisión se conoce como la “*Sentencia Wizink*”, ya que el demandado era Wizink Bank, S.A., una antigua filial de Banco Popular, que concentraba la mayoría de las demandas iniciadas por los deudores. El Tribunal Supremo desestimó la apelación de Wizink y dictaminó que un interés del 27,24% debía considerarse usurario para un préstamo otorgado en 2011. Sin embargo, el Tribunal Supremo no especificó un umbral exacto para la usura (solo declaró que la tasa de interés “normal” debe valorarse en el momento en que se originó el préstamo).
- ii) Sentencia nº 367/2022 del Tribunal Supremo de 4 de mayo de 2022; rec.núm 812/2019 [ECLI:ES:TS:2022:1763]. Esta decisión se refiere a un contrato de tarjeta de crédito *revolving* firmado en el año 2006 (cuando el interés medio para este tipo de productos era del 20%). El Tribunal Supremo dictaminó, que un interés del 24,50% (es decir, una desviación de 4,50 puntos porcentuales del promedio) no puede considerarse usurario. Según esta sentencia, las tasas que oscilaban entre el 23% y el 26% eran comunes entre los años 1999 y 2009.
- iii) Sentencia nº 258/2023 del Tribunal Supremo de 15 de febrero de 2023; rec. núm 5790/2019 [ECLI:ES:TS:2023:442]. El Tribunal Supremo ha dictaminado recientemente que el interés de una tarjeta *revolving* puede considerarse usurario si supera en más de 6 puntos porcentuales el tipo medio de mercado para ese tipo de producto en el momento de la originación. Se refería a tarjetas *revolving* con un interés del 23,9 por ciento, originadas por Barclays en 2004 y posteriormente cedidas a Estrella Receivable, que había reclamado al deudor el importe total adeudado.

Muchos tribunales inferiores (incluidas algunas audiencias provinciales) no han implementado la jurisprudencia más reciente del Tribunal Supremo de 2022, ya que continúan siguiendo la doctrina del caso Wizink (en resumen, las tasas de interés superiores al 20% son usurarias *per se*).

Sin embargo, parece que en los últimos meses la tendencia empieza a revertirse a favor del criterio más reciente del Tribunal Supremo. A modo de ejemplo, podemos citar:

- i) Sentencia del Juzgado de Primera Instancia e Instrucción nº 1 de Don Benito (27 de febrero de 2023). Se refiere a un préstamo firmado el 18 de junio de 2020, con un TAE del 23,75%. El Tribunal afirma que la tasa promedio para este tipo de productos fue del 18,06% en el año 2020. Considera que el interés efectivo no supera el promedio en más de 6 puntos y por lo tanto no es usurario según los criterios del Tribunal Supremo para las tarjetas *revolving*, por lo que la demanda fue desestimada; y
- ii) Sentencia del Juzgado de Primera Instancia e Instrucción nº 7 de San Cristóbal de la Laguna (14 de noviembre de 2022). Se refiere a un préstamo

firmado el 8 de octubre de 2021, con un TAE del 23,75%. El Juzgado considera que la tasa promedio para este tipo de productos fue del 18,51% en el año 2021 y concluye que el interés efectivo no supera el promedio en más de 6 puntos y por lo tanto no es usurario según los criterios del Tribunal Supremo para las tarjetas *revolving*, por lo que la demanda fue desestimada.

### III. Las modalidades de la financiación alternativa

Estos prestamistas alternativos, ¿qué ofrecen en el mercado inmobiliario español y a quién? Pues bien, básicamente ocupan los espacios y nichos de mercado en los que los bancos no están activos. Y se dirigen a los clientes de esos bancos que no reciben atención por parte de sus financiadores tradicionales.

#### 1. Financiación puente

Concretamente, el producto más característico es la financiación para comprar suelo (*land acquisition financing* o *bridge financing*, denominación esta última que refleja muy bien su naturaleza provisional, de "puente" entre el capital del promotor y el préstamo para la promoción mucho más asequible que se espera que termine ofreciendo algún banco). Este *bridge financing* se explica fácilmente; un promotor inmobiliario identifica un suelo, pero su banco de confianza no le financia la compra porque los bancos esperan un nivel mínimo de preventas (hablamos casi siempre de residencial) y a que se haya disipado el riesgo de planeamiento, es decir, a que el suelo o la promoción sobre el suelo cuente con todas las licencias necesarias para desarrollar una promoción. Hasta que eso llegue a ocurrir, los prestamistas alternativos ofrecen financiación "puente" para que el promotor pueda comprar el suelo, y ambos confían que esa financiación sea, efectivamente, "puente" y a corto plazo: el promotor, porque se trata de una financiación cara que necesita repagar lo antes posible, idealmente con cargo al préstamo promotor que le ofrecerá el banco cuando su promoción esté más madura; el prestamista alternativo, porque está asumiendo un riesgo muy alto de planeamiento (está financiando la compra de un suelo muy poco maduro urbanísticamente) y de comercialización (no se han iniciado las preventas, en la mayor parte de los casos). Ese corto plazo característico del *bridge financing* explica que los prestamistas quieran protegerse financieramente de esa amortización temprana, que perjudica su rentabilidad, y que los promotores (prestatarios) quieran evitar costes (incluyendo el de constituir una hipoteca).

#### 2. Mezzanine

Antes me refería a la prudencia de los bancos (o a lo disuasorias que resultan sus normas de contabilidad, provisiones y dotaciones de capital) a la hora de financiar un activo inmobiliario por encima de un determinado porcentaje de su valor o precio de compra. Ese porcentaje de apalancamiento, expresado como *loan to value* o *loan to cost* no suele superar en la actualidad el 50% o 60%. Pues bien, por encima de ese porcentaje cabe la financiación extra de un prestamista alternativo, en su modalidad mezzanine, porque como indica

esta palabra inglesa, esa financiación sirve de entreplanta entre la financiación senior del banco y el dinero que ha puesto el promotor o inversor (el *equity*).

La financiación *mezzanine* es menos común en nuestro sector inmobiliario que el *bridge financing* al que me he referido antes. Pero existe un mercado de *mezzanine* porque el apalancamiento es fundamental para conseguir rentabilidades en este sector, y el que ofrecen los bancos no es suficiente para los retornos que esperan obtener algunos inversores. La financiación *mezzanine* es en realidad un producto propio de la financiación corporativa (sin garantías hipotecarias), pero se ha trasladado al sector inmobiliario como una fórmula de apalancamiento adicional con garantías reales (el llamado *second-lien mezzanine*) o simplemente sin garantías, o sin garantías reales. Volveré sobre este tema cuando me refiera más tarde a la hipoteca (o a la ausencia de ella).

Desde un punto de vista registral, las hipotecas en garantía de deuda *mezzanine* no son sino hipotecas de rango posterior a una hipoteca de primer rango. Los pactos de ejecución incluidos en los *intercreditor agreements* tienen eficacia obligacional y no impiden la facultad del acreedor de primer rango de ejecutar su hipoteca, con consabido efecto de la purga de las cargas inferiores (artículo 674 de la Ley de Enjuiciamiento Civil). Del mismo modo, el acreedor de segundo rango que ejecute su hipoteca y se adjudique el bien adquiere éste gravado con las hipotecas de rango preferente.

A esta falta de eficacia tabular de lo pactado en los *intercreditor agreements*, hemos de sumar la reticencia de los bancos españoles titulares de hipotecas de primer rango sobre bienes inmuebles a tolerar nuevos gravámenes sobre dichos bienes. Esta negativa (a mi juicio poco justificada) supone un impedimento para el desarrollo en España de un mercado de deuda *mezzanine* (a pesar de que sí existen fondos dispuestos a prestar con hipotecas de segundo rango sobre activos con suficiente valor para “acomodar” a más de un acreedor hipotecario).

### 3. Super senior

Desde el punto de vista de la posición que ocupa el prestamista en el *capital stack* de un proyecto inmobiliario, la financiación super senior sería la interesante contrapartida al *mezzanine* o *second lien*. En España son pocas las oportunidades que tiene un prestamista para financiar en una posición mejor que la que ya tiene, o puede llegar a tener, un prestamista senior convencional. Esas oportunidades de ser *super senior* se reducen básicamente a dos:

#### 3.1. Low LTV/LTC

No abundan, pero tampoco son extraordinarias, las ocasiones en que un prestamista financia hasta niveles de un 20% o 30% contra el valor (acreditado mediante tasación o valoración) de un inmueble o el coste de su construcción. Se trata de escenarios de *low LTV* o de *low LTC* que sitúan al prestamista en una privilegiada posición en cuanto a capturar valor (el activo tendría que dejar de valer ese 20% o 30% de su valor original para que el prestamista estuviese financieramente

expuesto o *out of the money*) y en cuanto a rango de prelación de sus garantías y preferencia a efectos de su ejecución.

### 3.2. Financiación a una sociedad en pre-concurso (*interim financing*) o en concurso

La Ley Concursal favorece y privilegia en cuanto a rango de prelación a los financiadores sobrevenidos que prestan a la sociedad concursada o en pre-concurso. De este modo, a raíz de su reforma de 2022 (en virtud de la Ley 16/2022 de Reforma Concursal), la Ley Concursal acoge las figuras anglosajonas del *interim money* y *new money*, asegurando a los prestamistas que financien a la sociedad sujeta a un plan de reestructuración previo al concurso, o a la sociedad ya concursada, una protección especialísima frente al riesgo de rescisión (*claw back*), y un trato preferente a la hora de la amortización de este tipo de financiaciones (que podrían tener la consideración de crédito contra la masa hasta un 50% de su deuda pendiente y de crédito con privilegio general en cuanto al 50% restante). Esto genera una oportunidad de negocio para aquellos prestamistas que acepten el riesgo del concurso a cambio de una remuneración y una posición acreedora privilegiadas. Esta sería la segunda modalidad del *super senior* en España.

## 4. Financiación para comprar o refinanciar deuda existente

El mercado ofrece deuda inmobiliaria fallida o *distressed* desde hace años. Son precisamente los bancos (y la SAREB, participada por muchos de ellos) los oferentes de este producto de inversión. Del lado de la demanda, se encuentran muchos inversores oportunistas especializados en este tipo de producto (los *non-performing loans* o *NPLs* que en España han salido del balance de los bancos, y de la SAREB, mayoritariamente en forma de voluminosas carteras). La financiación alternativa ofrece modalidades de apalancamiento (*loan-on-loan*) para comprar esta deuda, y es el recurso más inmediato para aquellos prestatarios que quieren refinanciarse (a este recurso de acudir a un prestamista alternativo para refinanciar la deuda más o menos histórica que un prestatario le debe a un banco, o a la SAREB, se le llama un *DPO* o *debt purchase opportunity*, y se trata sin duda de oportunidades más que frecuentes).

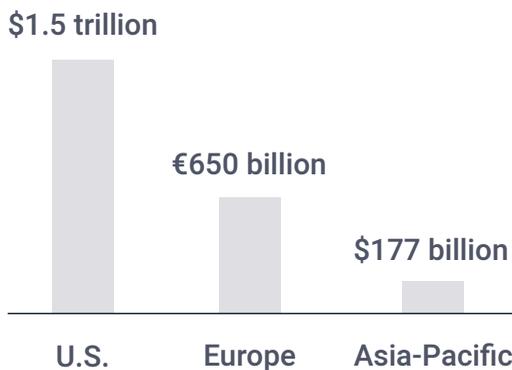
## 5. Financiación para la adquisición de acciones o participaciones sociales (*share deals*)

Otro producto bastante típico de la financiación alternativa es la deuda para la compra de las acciones (o casi siempre, participaciones sociales) de una sociedad propietaria o promotora de activos inmobiliarios. Esta modalidad de financiación para comprar tiene dificultades técnicas y riesgos legales (entre otros, el de la asistencia financiera que impide que el préstamo se garantice con activos de la sociedad cuyas acciones o participaciones se adquieren). Estos inconvenientes desalientan a menudo a los equipos de estructuración de los bancos (por lo menos, de los españoles). De modo que, quien quiera comprar una sociedad inmobiliaria, puede acudir a la banca internacional o a algún prestamista alternativo ágil y sofisticado que entienda y asuma esa modalidad de financiación y sus riesgos.

## 6. Otras modalidades de la financiación alternativa

Los ejemplos anteriores no abarcan toda la casuística de productos que ofrecen los prestamistas alternativos en el mercado inmobiliario español, pero en realidad todo termina siendo una variación o una desviación en la curva de riesgo de alguna de las modalidades anteriores. Quiero decir que algunos prestamistas se distinguen por ofrecer *bridge financing* para la compra de suelo, pero aceptan asumir el riesgo de promoción inicial y permanecer en el proyecto hasta que ya está muy avanzado y un banco acepta entrar con su financiación de promoción cuando todo está prácticamente vendido porque le interesa un último tramo que le permita ofrecer sus hipotecas *retail* a los compradores finales. También se han visto financiaciones *mezzanine* en el contexto de una financiación para la compra de acciones, en combinación con una financiación senior, ambas por parte de prestamistas alternativos. Pensemos en cualquier producto o nicho en el sector inmobiliario que el comité de riesgos de un banco descarte a la primera, y tendremos una aproximación bastante acertada de cuál es el mercado que cubren en la actualidad los prestamistas inmobiliarios alternativos<sup>46</sup>.

### We foresee a tsunami of real estate loans maturing through 2025:



Data compiled by PIMCO Real Estate Forum, June 2023. For illustrative purpose only.

<sup>46</sup> El tsunami de vencimientos de deuda bancaria no refinanciable. En la actualidad (octubre de 2023), la banca convencional empieza a cerrar el grifo a las refinanciaciones inmobiliarias (a la posibilidad de extender la vigencia de financiaciones sobre activos inmobiliarios, a cambio del pago de ciertas comisiones y de la modificación de ciertas condiciones a favor del banco). Esto empieza a ser muy evidente en relación con dos tipos de activos terciarios, los centros comerciales y las oficinas, considerados activos de riesgo (o, directamente, tóxicos) por buena parte del sector. Esta política tan restrictiva por parte de los bancos a la hora de refinanciar su propia deuda inmobiliaria abre una cuota de mercado interesantísima a la entrada de otros prestamistas sin tantos prejuicios. PIMCO publicaba en las redes sociales su propia estimación de la magnitud de esa deuda bancaria en el sector inmobiliario mundial que llega a su vencimiento en el corto/medio plazo.

## IV. El contrato de financiación

### 1. Ley aplicable, formato y otras implicaciones

#### 1.1. Contratos sujetos a Derecho inglés. El *LMA Standard*

Empiezo por ocuparme de la ley aplicable al contrato y por el formato de este. No es infrecuente que los prestamistas alternativos internacionales (es decir, la mayor parte de ellos) utilicen, o lo intenten, el Derecho inglés como ley aplicable al contrato de financiación y un formato llamado *LMA standard*. Las siglas "LMA" designan a la *Loan Market Association*, una institución con sede en Londres que, entre otros fines, se ocupa de homogeneizar los contratos de financiación más habituales, utilizando para ello medios propios y la ayuda de firmas de abogados que los preparan y actualizan con un marcado carácter pro-prestamista (porque tanto la propia *Loan Market Association* como sus abogados colaboradores trabajan para prestamistas). Estos contratos *LMA standard* y sujetos a Derecho inglés no son una novedad de la financiación alternativa, porque se utilizaban habitualmente para documentar grandes préstamos sindicados (y se siguen utilizando, en la medida en que el mercado de sindicaciones se cerró con la crisis de crédito de 2008 y está tardando en abrirse de nuevo). El idioma inglés puede ser un obstáculo, aunque existen versiones en español de alguno de los contratos *LMA standard*. Pero los usuarios de ese *LMA standard* de Derecho inglés en una sindicación eran o son distintos: hablamos de grandes bancos y aseguradoras internacionales prestando cantidades multimillonarias a corporaciones sofisticadas y empresas cotizadas. En el mercado inmobiliario español actual, el uso de material *LMA standard* y Derecho inglés no encuentra un acomodo tan fácil, porque las operaciones suelen ser de menos volumen, los prestatarios promotores inmobiliarios locales, y las condiciones de la financiación más sencillas que las que contiene, en páginas y más páginas de *covenants, undertakings and representations and warranties*, un contrato *LMA standard*. Desde un punto de vista legal, y más allá de la necesidad (y el coste de honorarios, para ambas partes) de involucrar abogados de Derecho inglés para negociar y documentar una financiación, es perfectamente legítimo sujetar un préstamo en España a Derecho inglés cuando se cumplen las condiciones de ley aplicable y ejecutabilidad que exige la normativa internacional (en concreto, el Reglamento Roma I). También es perfectamente posible, desde un punto de vista estrictamente legal, utilizar el formato que las partes consideren oportuno (con independencia de que ese formato sea más o menos manejable que otros y que recoja con mayor o menor fortuna los términos y condiciones de una operación concreta). De modo que se trata de un tema comercial: el prestamista tiene que convencer o imponerse al prestatario para utilizar ese Derecho extranjero y ese formato londinense, y también eso está amparado por el principio de libertad de las partes para contratar de esa forma.

Existen sin embargo implicaciones legales derivadas del uso del Derecho inglés, en combinación (siempre) con el *LMA standard*. No me extenderé sobre ellas, pero advierto simplemente de las más evidentes:

## 1.2. Agente, agente de garantías y *parallel debt*

La figura del agente de garantías (*security agent*), la llamada *parallel debt* y otras fórmulas fiduciarias son, hoy por hoy, incompatibles con la regulación de las garantías en Derecho español, pues el principio de accesoriedad impone que el beneficiario de la garantía haya de ser necesariamente el prestamista (o de uno de ellos) y no un tercero (el susodicho agente de garantías)<sup>47</sup>.

Con arreglo a la legislación española, la garantía es inseparable de la obligación garantizada (es decir, las hipotecas o las garantías son siempre accesorias al préstamo garantizado). A diferencia de otros sistemas jurídicos, en España no se reconocen las estructuras de “deuda paralela”. Por ejemplo: un agente de garantías en virtud de un acuerdo de financiación sindicada no puede constituir una garantía en nombre de los prestamistas, ya que el Registro de la Propiedad no puede inscribir una hipoteca a nombre de ninguna otra parte distinta del prestamista (o prestamistas) garantizados en virtud de los documentos de la financiación.

No obstante, los agentes de garantías (o *debt servicers* contratados por los prestamistas) sí pueden estar facultados por los prestamistas para iniciar ejecuciones hipotecarias en su nombre (o en nombre del sindicato de prestamistas), en virtud de los poderes especiales oportunos.

Por lo tanto, el vehículo utilizado como entidad prestamista tendría que tomar directamente toda la garantía que garantice los préstamos concedidos a entidades españolas (es decir, tendría que ser el beneficiario de toda la garantía). Si los préstamos se cedieran a un nuevo prestamista, la garantía tendría que cederse también (si la entidad originaria siguiese siendo titular registral de la garantía cedida, ello podría plantear problemas a la hora de ejecutar la hipoteca, salvo que la cesión se haya instrumentado como una titulización<sup>48</sup>). Téngase en cuenta que la cesión de una hipoteca devenga AJD (pagadero por el cesionario).

## 1.3. Acceso del contrato al Registro de la Propiedad

Durante los últimos años, varios Registros de la Propiedad han comenzado a exigir una versión íntegra (en español) del documento que recoge las obligaciones garantizadas por la hipoteca. Eso significa que el resumen del contrato de financiación que normalmente preparamos los abogados, con su términos y condiciones más elementales a efectos de la inscripción de la garantía, ha dejado de ser una práctica generalmente aceptada por los Registros (aunque no por todos). Esto es algo a tener en cuenta en cualquier financiación (en función del criterio del Registro competente, deberá traducirse al español el contrato *LMA standard* en su integridad).

---

<sup>47</sup> **Sobre la prohibición del *parallel debt***. Antonio García, “Los problemas del *law shopping* en las operaciones de financiación”. Diario La Ley, nº 9127, 26 de enero de 2018. Editorial Wolters Kluwer.

<sup>48</sup> **Ejecución de deuda hipotecaria titulizada**. Cfr. artículo 30 del Real Decreto 716/2009, de 24 de abril, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero. Este artículo concede expresamente acción ejecutiva al titular de la participación hipotecaria (además de a la entidad emisora, que permanece como titular registral).

## 1.4. Ejecutabilidad de ciertas cláusulas

Pueden darse algunos conflictos o problemas de adecuación a normas españolas o internacionales en los contratos de financiación, como los conflictos de jurisdicción en caso de elevación a público (el contrato suele estar sujeto a la jurisdicción de los Tribunales de Londres, pero la ejecución de su garantía hipotecaria corresponde al Juzgado del lugar donde se encuentra la finca hipotecada). Las expectativas del prestamista en Derecho inglés en cuanto a la ejecutabilidad en España de determinadas cláusulas del *LMA standard* pueden verse frustradas porque los procedimientos de ejecución sumaria de las garantías no pueden incoarse sobre la base de determinados incumplimientos de compromisos financieros (los *covenant breaches*) que son fundamentales en esos contratos; y la legislación y jurisprudencia españolas no admiten determinados efectos que estos contratos sí despliegan en Derecho inglés<sup>49</sup> (por ejemplo, la declaración de concurso del prestatario como supuesto de vencimiento anticipado, contraria al artículo 156 (antiguo 61.3º) de la Ley Concursal, o la aplicación de medidas frente a terceros, como la muy común sustitución de un contratista o proveedor de servicios a favor del prestamista mediante el *step-in right* de Derecho inglés, sin parangón en Derecho español).

Hay que tener en cuenta que la ejecución hipotecaria en España es un procedimiento eminentemente tabular (esto es, basado en cláusulas inscritas en el Registro de la Propiedad), dado que las posibilidades de defensa del ejecutado son limitadas y están tasadas en la ley (si bien esto es discutible hoy en día, dada la amplitud de la causa de oposición basada en cláusulas abusivas que hemos comentado anteriormente). La DGSJ y FP (antes DGRyN) ha declarado en varias ocasiones que muchos de los *covenant breaches* previstos en este tipo de contratos no resultan inscribibles como causas de vencimiento anticipados por carecer de trascendencia real conforme al artículo 12 de la Ley Hipotecaria, salvo alguna excepción, como el incumplimiento de la ratio *loan to value*, bajo determinadas condiciones (por analogía con la pérdida del beneficio del plazo para el deudor en caso de deterioro de las garantías establecido en el artículo 1129.3º del Código Civil).

## 2. Cláusulas específicas de los contratos de financiación alternativa

La casuística no es tan variada como para no poder apuntar ahora determinadas cláusulas típicas en los contratos de financiación alternativa, como las cuatro siguientes:

### 2.1. Cálculo, devengo y pago de intereses

La financiación alternativa es cara, porque responde a un nivel de riesgo alto. Los intereses de un préstamo o crédito alternativo son la base sobre la que se calcula y devenga la rentabilidad que recibe el prestamista. El tipo de interés en sí puede

---

<sup>49</sup> **Covenants sin trascendencia real y, por lo tanto, no inscribibles.** De hecho, alguno de los covenants, como el llamado *ICR* (*interest coverage ratio*) están encaminados a asegurar que la actividad del deudor –o del inmueble subyacente– genera unos ingresos periódicos que no descienden de un determinado múltiplo de los intereses a abonar durante el mismo periodo. El incumplimiento de un covenant como este, por ejemplo, no resultaría inscribible como causa de vencimiento anticipado, por carecer de trascendencia real.

ser fijo (el más común) o variable (el menos común, porque el capital con el que prestan estos prestamistas no tiene un elemento variable como los fondos con los que prestan los bancos, provenientes del mercado interbancario). Junto con este tipo de interés devengado y pagadero a lo largo del plazo del préstamo, los prestamistas aplican a menudo fórmulas alternativas, como el PIK (*payment in kind*) que en realidad refleja una remuneración más alta, fija o variable, que se devenga a lo largo del plazo del préstamo, pero se capitaliza y se paga al final, en la fecha de vencimiento acordada.

## 2.2. Las fórmulas típicas de amortización (*bullet y balloon*)

No son comunes los calendarios de amortización, sobre todo cuando el producto financiado (un suelo, una promoción en curso) no devenga ingresos para hacer frente a estas amortizaciones periódicas. El pago del principal (y del bastante común interés *PIK*) tiene lugar en la fecha de vencimiento. Ese pago total del principal (junto con sus intereses) al final del préstamo se denomina comúnmente *bullet repayment* y es sin duda el más típico. A veces existen pagos a cuenta, conforme a un calendario de amortización que asegura un repago mínimo del principal, de modo que la mayor parte queda pendiente a la fecha de vencimiento, en la que se amortiza entonces todo lo pendiente mediante un *balloon repayment*.

## 2.3. *Make whole*

El capital que despliegan los prestamistas alternativos (acudo de nuevo al concepto de *equity deployment*) requiere una rentabilidad de múltiplo junto con la que resulta de aplicar un interés determinado (fijo o variable, PIK o no). No voy a saber explicarlo en términos financieros, pero digamos que el interés proporciona una rentabilidad, pero no consigue el múltiplo del capital si se produce una amortización a corto plazo (y ya he intentado explicar que los clientes del prestamista alternativo intentan repagar lo antes posible, en cuanto consiguen financiación más barata). Así que en el contrato de financiación se intenta garantizar un múltiplo (el *equity multiple*) obligando al prestatario a reembolsar al prestamista la misma cantidad de dinero que se hubiese devengado si el préstamo se hubiese amortizado más tarde, a su vencimiento. El término importado es el de *make whole*, y en los contratos se instrumenta como una comisión de salida (*exit fee*), costes de ruptura (*break costs*) o concepto similar.

## 2.4. *Equity-like*

Es precisamente ese tipo de capital, poco conformista, el que espera en lo posible una remuneración variable relacionada con el éxito del proyecto financiado. Esta es, en buena medida, la gran paradoja de la financiación alternativa: se estructura y documenta como una financiación, para beneficiarse de la certidumbre y seguridad de un contrato de préstamo y sus garantías, pero en realidad tiene una vocación distinta, la de capital de alto coste que rehúye la incertidumbre de ser *equity* en un proyecto y estar sometido a su riesgo y ventura, pero aspira a la misma rentabilidad que el *equity*. En los contratos de financiación alternativa es frecuente por lo tanto

que se acuerde una remuneración extraordinaria, como interés variable (adicional al interés, fijo o variable, del que ya he hablado) o como alguna otra figura equivalente al *equity kicker* o el *profit sharing* de otros mercados. Estas tres denominaciones se refieren a formas de remuneración extraordinarias, no del todo idénticas, mediante las que un prestamista recibe su parte de los beneficios del proyecto que financia, como si contribuyese al capital social o a los fondos propios de la sociedad-vehículo que desarrolla el proyecto (*equity-like*).

## V. Las garantías y otras soluciones

*“Lending against long-dated and illiquid collateral was not a suitable business [...]”*

Edward Chancellor “The Price of Time. The Real Story of Interest”  
Atlantic Monthly Press, New York 2002, página 74

Las financiaciones alternativas inmobiliarias se estructuran sobre la base de un activo inmobiliario, productivo o no, cuyo valor garantiza la remuneración que el prestamista espera recibir. Ese activo ofrecido en garantía es el colateral, *the collateral*, la base de cualquier financiación inmobiliaria (bancaria o alternativa). Al prestamista le interesa garantizar su financiación con un conjunto de garantías que, solas o combinadas, le aseguren un acceso prioritario, exclusivo e idealmente ágil, al activo ofrecido en garantía. El paquete estándar de garantías (*standard security package*) se compone, esencialmente, de hipoteca inmobiliaria y prendas.

Pero la industria de la financiación alternativa no cesa en su búsqueda de alternativas a la hipoteca, ni de fórmulas de acceso a garantías financieras y pactos de atribución de liquidez, que superen los procedimientos de ejecución de las garantías estándar y permitan el acceso al activo en garantía a la mayor brevedad posible.

Sobre las garantías estándar (hipoteca y prendas) no diré más que algunos lugares comunes, porque existe doctrina de altísimo nivel que las explica<sup>50</sup>, aunque sí intentaré detenerme más en aquellas garantías que no son estándar o que ni siquiera son garantías, pero a las que acude la financiación alternativa para resolver sus problemas idiosincráticos en relación con las garantías, a saber: el coste de la hipoteca en España en proporción con el corto plazo de la financiación y la falta de acceso a una ejecución mediante adjudicación directa o apropiación del colateral.

### 1. Con o sin hipoteca

La financiación inmobiliaria (bancaria o alternativa) es fundamentalmente hipotecaria. La hipoteca es la gran garantía real. Sin embargo, en ocasiones los prestamistas alternativos renuncian a esta garantía por su alto coste impositivo o por otros motivos.

---

<sup>50</sup> **La doctrina sobre las garantías estándar.** Doctrina que, en algunos casos, es además extraordinariamente didáctica. Véase el *Tratado de las Garantías*, por Ángela Carrasco Perera, Encarna Cordero Lobato y Manuel Jesús Marín. Editorial Aranzadi, cuarta edición, 2022.

## 1.1. ¿Por qué la hipoteca?

Antes me he referido a alternativas a la hipoteca y lo cierto es que, como garantía real, no las hay. La hipoteca inmobiliaria combina dos efectos fundamentales: por un lado, el de gravar el inmueble frente a terceros con independencia de sus transmisiones y vicisitudes (*a mortgage travels with the property*, se dice coloquialmente en inglés); por otro lado, la hipoteca crea una reserva de valor a favor de su titular, por el importe de la responsabilidad hipotecaria (ese valor queda asegurado a favor del acreedor hipotecario, y nadie más puede acceder al valor de ese inmueble hasta que el titular de la hipoteca vea satisfecha su deuda hasta el máximo del importe garantizado por la hipoteca). Esas dos características convierten a la hipoteca en una garantía insustituible.

## 1.2. ¿Por qué sin hipoteca?

La financiación alternativa inmobiliaria es hipotecaria. Pero a veces se renuncia a la hipoteca. ¿Por qué motivos?

- i) Porque constituir una hipoteca en España implica honorarios de notario y Registro de la Propiedad y, mucho más relevante, el pago de un impuesto no financiable y no recuperable<sup>51</sup>, el llamado AJD. Dejando de lado el tema de a quién le corresponde el pago de este impuesto (desde 2018, el obligado legal es el prestamista), digamos que encarece la operación para ambas partes y, con las exigencias de rentabilidad del prestamista alternativo, puede hacerla inviable;
- ii) Porque a veces la financiación alternativa lo es a tan corto plazo que, para prestatario y prestamista, “no merece la pena”. Si estamos hablando de un préstamo puente o *bridge financing* para comprar un suelo e iniciar una promoción inmobiliaria que previsiblemente va a refinanciar un banco en cuestión de semanas o meses, ¿para qué la hipoteca? Por esta y otras razones de oportunidad, un prestamista puede aceptar momentos o “ventanas” temporales en las que su financiación inmobiliaria no tiene hipoteca (en su lenguaje cotidiano el prestamista se preocupará por los momentos en los que “esta” o “se queda” *unsecured* esto es, sin garantía);
- iii) Porque a veces sucede todo lo contrario y el coste total de la financiación alternativa puede dispararse hasta niveles que la hipoteca no puede garantizar. Un préstamo alternativo a medio o largo plazo puede acumular un saldo vivo, sobre todo si los intereses son *PIK* o *pay-when-you-can*, si se capitalizan o si empiezan a devengarse intereses de demora, que la responsabilidad hipotecaria predeterminada cuando se concedió la financiación se ve pronto superada por los intereses devengados, de modo que la garantía hipotecaria

---

<sup>51</sup> **Impuestos no recuperables.** El IVA, figura impositiva característica de muchas operaciones inmobiliarias, es financiable y recuperable. Los bancos (y algunos prestamistas alternativos) financian el IVA devengado por una operación y es un impuesto compensable (contra el IVA repercutible) y recuperable de la administración tributaria en la mayor parte de los casos. El AJD no es financiable ni recuperable.

no es suficiente para cubrir toda la deuda pendiente en un momento dado. La deuda alternativa a coste de doble dígito puede superar la responsabilidad cubierta por la hipoteca muy pronto (sobre todo si empiezan a devengarse intereses de demora) y termina “comiéndose” el valor del activo, algo que históricamente ha pasado en períodos de tipos de interés muy altos, como ya se lamentaba Francis Bacon en 1612<sup>52</sup>;

- iv) Porque a veces la financiación bancaria que viene a repagar el préstamo puente del prestamista alternativo no lo amortiza íntegramente, sino que se queda una parte sin pagar (porque la disposición que el banco entrante autoriza para amortizar ese préstamo puente puede no ser suficiente, o por otros motivos). En estos casos en que al prestamista alternativo con hipoteca no se le repaga íntegramente, el banco refinanciador va a pedir igualmente la cancelación total de esa hipoteca previa, de modo que el prestamista alternativo va a tener que conformarse con que parte de su deuda quede pendiente de pago sin garantía hipotecaria, es decir, *unsecured*;
- v) Porque en supuestos de deuda *mezzanine* existe un banco acreedor hipotecario de primer rango que no tolera la existencia de una hipoteca de segundo rango a favor de un prestamista alternativo con fama de “fondo buitres”, como poco. Eso en buena parte implica que no se puede dar por hecha la inmediata transposición al mercado inmobiliario e hipotecario español del llamado *second-lien mezzanine*. Cuando se trata de hipotecas, el banco hipotecario de primer rango que ha llegado antes simplemente no tolera el *second lien*, aunque se trate de una garantía de rango inferior<sup>53</sup>; o
- vi) Porque podría suponer asistencia financiera<sup>54</sup>, en los supuestos en los que el prestamista alternativo está financiando la adquisición de acciones o participaciones sociales de una sociedad propietaria del inmueble en cuestión.

### 1.3. Alternativas a la hipoteca

La financiación inmobiliaria bancaria es esencialmente hipotecaria. En el ámbito de la financiación alternativa, por los motivos apuntados, se plantea muy abiertamente la posibilidad de financiar operaciones inmobiliarias sin hipoteca. En la práctica se han utilizado otros derechos reales inscribibles funcionando como garantías<sup>55</sup>

---

52 **Los intereses excesivos ya se “comían” el valor del activo en tiempos de Francis Bacon.** “[high] interest ate up old estates with mortgage payments” Francis Bacon, “On Usury” (1612)

53 **Second liens.** En otras jurisdicciones son comunes los contratos *intercreditor* que regulan las relaciones entre los titulares de deuda garantizada de distinto rango. En España también lo son, pero en el contexto de financiaciones estructuradas, y no tanto en préstamos hipotecarios más sencillos. Esos contratos *intercreditor* servirían para regular las consecuencias de un impago de la deuda subordinada (la del prestamista alternativo titular de la segunda hipoteca) y los derechos del prestamista hipotecario de primer rango a los efectos de subsanar ese incumplimiento para evitar la ejecución de la segunda hipoteca, etc. En general, los bancos que financian con primera hipoteca rechazan este tipo de acuerdos con terceros prestamistas de segundo o posterior rango hipotecario.

54 **Asistencia financiera.** La prohibición de asistencia financiera es una característica de las operaciones de *leverage* en España y en otras jurisdicciones. Un tema que la doctrina ha tratado abundantísimamente y en el que no voy a profundizar en este trabajo.

55 **Alternativas a la hipoteca.** Muchos de los abogados que hemos trabajado más de un cuarto de hora en un despacho inglés nos referimos a esto, de forma harto incorrecta, como quasi-security, un concepto del Derecho inglés que en realidad

para conseguir al menos uno de los efectos de la hipoteca (viajar con el inmueble y ser, por lo tanto, oponible a terceros). También se ha intentado hacer uso del concepto (prácticamente inviable en sede de Derecho registral) de la prohibición o limitación de disponer.

**i) Otros derechos reales inscribibles**

Los derechos reales inscritos son oponibles a terceros. Esta perogrullada tiene efectos importantes para los prestamistas alternativos porque plantea una opción a la hipoteca. Una opción fallida o incompleta, porque solo la hipoteca reserva el valor del activo (hipotecado) a favor del acreedor (hipotecario); pero un derecho real inscrito con causa tiene el efecto de un *lien*, de una carga que es oponible a terceros y viaja con el activo. Esto tiene mucha importancia, porque ese derecho real inscrito (a bajo coste) puede impedir que, en la práctica, el activo contra cuyo valor ha prestado el financiador alternativo se venda a un tercero sin que el prestatario repague la deuda a su financiador. Dos ejemplos reales para ilustrar este potencial efecto de los derechos reales inscritos:

- a)** Un promotor adquiere un edificio residencial para su rehabilitación, y financia la compra con un prestamista alternativo; por razones de coste y duración del préstamo, el prestamista acepta financiar sin hipoteca, pero exige que se constituya a su favor una servidumbre personal de acceso y paso por el inmueble; la causa, el fundamento de ese derecho real es el de facilitar el acceso de los técnicos designados por el prestamista para comprobar que las obras objeto de la financiación están siendo ejecutadas conforme a lo previsto; el prestatario tiene derecho a instar la cancelación de la servidumbre una vez repagado el préstamo.
- b)** Un gestor hotelero firma un contrato de gestión en relación con un hotel en concreto; el gestor recibe unos honorarios, pero tiene que realizar una inversión inicial para adecuar el hotel a los estándares de calidad de su gestión. Para asegurarse de que el propietario del hotel respeta el contrato de gestión en toda su duración (y así el gestor puede recuperar su inversión a través de los honorarios que va a recibir), el gestor inscribe a su favor una servidumbre de paso sobre la finca registral ocupada por el *lobby*, la recepción del hotel.

¿Cuál es la virtualidad de esas servidumbres de paso, o de acceso y paso? Que sus titulares se aseguran, mediante la inscripción de un derecho real instrumental, que el propietario del inmueble no puede venderlo sin repagar

---

equivaldría a nuestras garantías personales. A *"quasi-security"* provides certain protection to the Lender but it does not actually create any interest in any asset. It is only contractual in nature. The following are the common types of quasi-security: Guarantee – A third party (the guarantor) agrees to repay the Lender if the Borrower fails to repay, negative pledges, finance leasing, sale and leaseback, hire purchase, conditional sale agreements, factoring, set-off and retention of title. Si lo característico de la quasi security es *"not actually create any interest in any asset"*, el tipo de carga que estudiamos aquí busca precisamente todo lo contrario, que es crear sobre el activo una carga que implica una limitación a favor del *"Lender"*.

su préstamo (o compensar al gestor hotelero por su inversión). El comprador que adquiere un inmueble gravado con servidumbres ligadas a la existencia de un contrato de financiación (que prevé, aunque sea con efectos obligacionales, una prohibición de disponer) no debería poder considerarse un tercero de buena fe a los efectos del artículo 34 de la Ley Hipotecaria. ¿Son esas servidumbres auténticas garantías? No, no lo son, pero ¿quién querría comprar un activo con una servidumbre inscrita a favor de un prestamista, a riesgo de no ser considerado un tercero de buena fe? De este modo, por un coste razonablemente bajo, el acreedor se asegura de que, si el propietario del inmueble quiere venderlo (o gravarlo, en muchos casos) tiene que contar con él, liquidar su deuda y cancelar el derecho real inscrito (la servidumbre).

## ii) Prohibiciones de disponer en el Registro de la Propiedad

Si se trata de limitar la capacidad del prestatario para disponer del activo financiado (el activo donde se encuentra el valor que justifica la financiación), ¿por qué no inscribir en el Registro de la Propiedad esa limitación, o mejor aún, una prohibición de disponer del inmueble sin el previo consentimiento del prestamista? La respuesta es inmediata: esa prohibición no es inscribible de acuerdo con nuestra legislación registral (artículos 26 y 27 de la Ley Hipotecaria). Pero no es una respuesta completa. En realidad, la prohibición de disponer sin ese consentimiento del prestamista que espera, entre otras cosas, que se le repague con cargo al precio de una compraventa que necesita controlar, es común y tiene eficacia *inter partes*; pero su inscripción está rotundamente prohibida en Derecho civil común.

La primera excepción la plantea el Derecho Foral Navarro. En la Ley 482 de la Compilación Navarra se regula y permite la prohibición de disponer sobre bienes inmuebles oponible a terceros con una eficacia limitada a 4 años desde la fecha de su inscripción en el Registro de la Propiedad<sup>56</sup>. También sería una excepción la posibilidad (en Derecho Civil común) de inscribir aquellas prohibiciones o limitaciones que, en aplicación de las normas de conflicto del Derecho Internacional Privado, se impongan por razón de la ley personal del titular del inmueble. Esta interpretación de la Ley Hipotecaria ha dado lugar a la práctica consolidada que permite inscribir en los Registros de la Propiedad la limitación a la facultad de disponer sobre inmuebles titularidad de los fondos inmobiliarios alemanes en España a favor de su banco depositario o custodio, impuesta por la ley alemana de inversión (*Kapitalanlagegesetzbuch*)<sup>57</sup>.

---

<sup>56</sup> **Excepción del Derecho Foral Navarro.** Además, la eficacia obligacional (*inter partes*) bajo Derecho navarro está limitada a 10 años.

<sup>57</sup> **Limitación a la facultad de disposición.** Los artículos 84.1.3 y 4, 234.3, 246.1 y 260.3 de la Ley alemana de Inversiones de Capital (*Kapitalanlagegesetzbuch*) establecen que los fondos titulares de inmuebles (en Alemania o en el extranjero) no pueden disponer de ellos ni gravarlos sin la previa autorización formal del banco depositario que tutela al fondo en cuestión (*Depotbank*). Esta referencia se incluye como práctica estándar de mercado en todas las escrituras de compraventa en las que el comprador es un fondo alemán (a través de su sociedad gestora o KAG), solicitando al Registro de la Propiedad correspondiente la inscripción de esta limitación para su oportuna oponibilidad a terceros, Los Registros de la Propiedad inscriben pacíficamente esta limitación.

Pero esta posibilidad excepcional de inscribir una limitación de disponer a su favor no está al alcance de los prestamistas alternativos (salvo que financien un activo en la Comunidad Foral de Navarra...).

### iii) Prohibiciones de disponer en los estatutos sociales

Con esa misma intención de limitar la capacidad del prestatario de transmitir el activo financiado, los prestamistas alternativos han explorado la posibilidad de incluir esa limitación en los propios estatutos sociales de la sociedad prestataria. Son palabras mayores, se trata de limitar estatutariamente la facultad del órgano de administración (en el ámbito del objeto social de la entidad de que se trate), algo que la doctrina rechaza con aspavientos prácticamente unánimes pero que no parece escandalizar tanto al legislador. Intentaré explicarme mejor.

En el mundo inmobiliario se ha aceptado con mucha naturalidad la limitación para la disposición (compra, venta o aportación) de activos esenciales que impone a los administradores el artículo 160 F) de la Ley de Sociedades de Capital, y que exige un acuerdo de junta previo a tal disposición. Pero es clara y contundente la doctrina recogida sobre este asunto por las resoluciones de la DGSJ y FP (antes DGRN)<sup>58</sup> el artículo 234 de la Ley de Sociedades de Capital, que niega la oponibilidad frente a terceros de tales limitaciones, pero no que puedan incorporarse a los estatutos, ni inscribirse en el Registro Mercantil. Lo reproduzco a continuación: “Cualquier limitación de las facultades representativas de los administradores, aunque se halle inscrita en el Registro Mercantil, será ineficaz frente a terceros”.

La subordinada “aunque se halle inscrita en el Registro Mercantil” presupone que la inscripción es posible. Su no oponibilidad a terceros no es óbice para que, si existen (inscritas o no) y se incumplen, se pueda exigir responsabilidad a los administradores.

Esa acción frente a los administradores que han incumplido una limitación de disponer que sí les aplica puede no satisfacer al prestamista alternativo. Pero se trata de un elemento adicional de protección, que no viene nunca mal sobre todo sí, como puede ser el caso (excepcional), ha financiado “inmobiliariamente” sin hipoteca.

Sí son válidas e inscribibles las menciones estatutarias a la existencia de una financiación referida a un activo inmobiliario de la sociedad y a las expectativas del financiador de que se le repague con cargo a los beneficios (*net proceeds*) de su venta. Estas menciones no suponen nada más que una luz roja para el caso, no sé si muy probable, de que el notario que autorice la

---

<sup>58</sup> **Limitación a la disposición de activos esenciales.** Las resoluciones de la DGSJ y FP (antes DGRN) de 26 de julio de 2006, 10 de febrero de 2021, 17 de septiembre de 2015 y 4 de abril de 2015 se oponen a las limitaciones a las facultades de los órganos de administración de las sociedades de capital, con posturas que van desde negar su validez hasta negar su inscripción.

venta lea en los estatutos de la sociedad vendedora que hay un prestamista pendiente de pago y advierta que no ha aparecido por la notaría el día de la firma, o que quizás sean los diligentes abogados del comprador quienes lo lean. Dejo al mejor criterio de mis lectores la valoración de estas menciones y de sus efectos si llegan a los ojos o los oídos de alguien, pero son inscribibles y se han usado en la práctica.

## 2. La apropiación (*by way of appropriation*)

El concepto clave es el de apropiación, la ejecución por apropiación. Con o sin un paquete de garantías estándar, el prestamista alternativo persigue el acceso al activo financiado de forma rápida y eficiente (con el menor coste posible). Consciente de que financia un activo ilíquido y de que su propio préstamo también lo es, buscará procedimientos alternativos al de las ejecuciones (judiciales o extrajudiciales) de las garantías convencionales, porque su retorno no resiste los plazos de esos procedimientos estándar. Prestamista a su pesar, en muchas ocasiones, porque su ADN *equity like* le pide ser dueño del inmueble, gestionarlo directamente, y disponer de él llegado el caso, el financiador alternativo explora sin cesar fórmulas de acceso al inmueble *by way of appropriation*. Una vez apropiado, deja de ser un prestamista inmobiliario alternativo y se convierte en propietario y gestor de un activo inmobiliario, que es lo que quizás tenía que haber sido desde el principio<sup>59</sup>.

### 2.1. Prohibición del pacto comisorio

El Derecho español no permite la ejecución de una garantía real mediante la apropiación del bien objeto de esa garantía (un bien inmueble, o las participaciones sociales o acciones de una sociedad inmobiliaria). La prohibición del pacto comisorio está consagrada en los artículos 1858, 1859 y 1884 del Código Civil y la doctrina la formula así:

[...] el acreedor no puede apropiarse de las cosas dadas en prenda o hipoteca; el acreedor no adquiere la propiedad [del inmueble] por falta de pago de la deuda dentro del plazo convenido; en caso de que venza la obligación garantizada, los bienes objeto de la garantía han de ser enajenados para pagar al acreedor<sup>60</sup>.

Pero la contundencia de la prohibición parece ceder ante la complejidad del asunto ("la cuestión es mucho más compleja"<sup>61</sup>) y aparecen los llamados pactos comiso-

---

59 El "miedo a la adjudicación". En esto, quizás, también se distingan los prestamistas alternativos de los bancos. Las entidades de crédito siempre han tenido limitaciones a la tenencia de activos inmobiliarios en su balance. Esas limitaciones contables, pero también de dotación de capital, se exacerbaron a raíz de la crisis de deuda de 2008. En la actualidad, más que nunca, como consecuencia de cualquier adjudicación o adquisición de un activo inmobiliario, un banco tiene que adoptar medidas contables (provisiones) y dotaciones de capital que afectan, respectivamente, a su cuenta de resultados y a su balance. Algunos expertos se refieren al *repossession risk* o *repossession fear* como consecuencia de que un banco financie una operación inmobiliaria. Los prestamistas alternativos, cuya vocación podía muy bien ser la de ser los dueños del activo que financian, optan por una adjudicación del activo rápida y efectiva, porque no están sujetos a las medidas que sí sufren los bancos.

60 Prohibición del pacto comisorio. "El pacto comisorio, hoy: análisis crítico de la figura, a la luz de la más reciente jurisprudencia, y de la doctrina de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública". ÁNGEL JUÁREZ TORREJÓN Universidad Carlos III de Madrid Rev. Crítica de Derecho Inmobiliario, N.º 794, págs. 3287 a 3313. Año 2022".

61 Pacto comisorio. *Ibid*, página 3288, tercer párrafo.

rios permitidos, a saber, el pacto marciano y el *pacto ex intervallo*. La jurisprudencia y la doctrina de la DGSJ y FP (antes DGRyN)<sup>62</sup> validan la posibilidad de acordar la ejecución de una garantía mediante la apropiación del bien gravado y contra el pago de su justo precio; dicho más finamente, se admite el pacto comisorio, en su modalidad de pacto marciano, si hay “valoración subjetiva y restitución del *superfluum* al deudor”. El pacto *ex intervallo*, segunda modalidad de pacto comisorio permitido, se distingue del marciano en que “la consecuencia comisorio o apropiatoria se ha pactado después de contraída la deuda”. Ambas son formas de apropiación en ejecución de una deuda pendiente de pago, y se admiten en la medida en que no se produzca el enriquecimiento injusto del acreedor como consecuencia de una apropiación directa del activo ofrecido en garantía, sino que el deudor tenga asegurada la diferencia entre el valor de ese activo (determinado por un tercero o de otro modo razonable) y la deuda pendiente.

## 2.2. Mandato de venta

El pacto marciano (y su pariente, el pacto *ex intervallo*) pueden exigir un desembolso, un *cash-out* por parte del prestamista y a favor del prestatario, por el importe de ese *superfluum*, de la diferencia entre el valor del activo (determinado de una manera previamente acordada) y el importe de la deuda pendiente. La idea desalienta a los prestamistas alternativos porque, en esas circunstancias de impago o *distress* del préstamo en cuestión, un desembolso adicional puede ser muy difícil de explicar a los inversores que tienen que desembolsarlo. Nadie quiere *throw good money after bad money* y ese es un lugar tan común que propicia la preferencia de los prestamistas a usar el llamado mandato de venta como fórmula de salida o *exit* para que sea un tercero quien realice el desembolso que repague la deuda pendiente y, quizás, alguna diferencia positiva al prestatario incumplidor.

Antes o después de contraída la deuda, incluso después de que se produzca el impago, prestamista y prestatario pueden acordar poner a la venta el activo para repagar la deuda con cargo al precio que se obtenga. La clave es que se trate de un acuerdo y no de un derecho unilateral del prestamista. La venta se produce en condiciones de mercado (es un *open market sale*, a terceros no vinculados y con la intervención de un mediador inmobiliario o *broker* cuyos servicios tendrían que ayudar a obtener el precio más alto posible). Ese precio, neto de gastos e impuestos, se destina a repagar la deuda pendiente y el sobrante se lo queda el prestatario.

## 2.3. La opción de compra en garantía

En esa línea de ejecución mediante apropiación se encontraría también la figura de la “opción de compra por un euro”, que es la voz común en el mercado para referirse a esta versión idiosincrática del *penny warrant* de los ingleses. Se trataría de una opción de compra otorgada por un precio simbólico (el *penny*) que permitiría al

---

62 **Doctrina y jurisprudencia sobre el pacto comisorio.** Las resoluciones de la DGSJ y FP (antes DGRN) de 15 de noviembre de 2021 y 10 de marzo de 2022 son muy ilustrativas. También lo son las sentencias del Tribunal Superior de Justicia de Cataluña de 18 de febrero de 2019 (número 12/2019) y la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 15 de septiembre de 2020.

prestamista adquirir el inmueble mediante apropiación, al margen una vez más de los procedimientos de ejecución convencionales. El precio simbólico podría serlo menos si se fija de antemano un precio de mercado y se acepta que la deuda pendiente en el momento de ejercicio de la opción pueda descontarse del precio (eso permite al prestamista *credit bid*, comprar con su deuda). Si la opción de compra se inscribe en el Registro de la Propiedad, se obtendría un efecto adicional de protección frente a una venta o transmisión no consentida (la opción funciona como una carga o gravamen, ese efecto que hemos explicado en relación con la hipoteca); pero la cercanía de esta figura con el pacto comisorio, generalmente prohibido, como hemos anticipado, en Derecho español común, la convierte en una figura de dudosa validez (aun así, es voz común en el mercado la “opción de compra por un euro”).

Sin embargo, en los últimos tiempos, la DGSJ y FP ha adoptado una línea más flexible sobre la opción de compra en garantía, de modo que ésta se admite siempre y cuando se prevean las cautelas adecuadas para que no se considere un pacto comisorio prohibido. Destaca la Resolución de 15 de marzo de 2021<sup>63</sup>, que valida la opción de compra en garantía cuando la apropiación del inmueble se lleva a cabo previa valoración objetiva (es decir, no puede pactarse de antemano que la opción se ejercite “por un euro”), y no comporte un desequilibrio patrimonial injusto para el deudor. En el caso concreto, se permite la inscripción de una opción para cuyo ejercicio debía seguirse un procedimiento ante notario, que incluía el avalúo de la finca por un arquitecto elegido por sorteo en la notaría, entre los colegiados en el lugar en que radicaba la finca hipotecada.

#### 2.4. Los poderes irrevocables

El pacto marciano, el pacto *ex intervallo*, el mandato de venta y la opción de compra en garantía necesitan la colaboración del prestatario. No sólo su consentimiento a la hora de acordar cualquiera de estos mecanismos de apropiación, sino su colaboración activa para transmitir el activo, llegado el caso. El prestamista tiene que confiar en la buena disposición del prestatario para firmar contratos, realizar gestiones e ir finalmente a un notario para formalizar la venta y transmisión del activo; lo normal es que un prestamista profesional no sea tan confiado.

A partir de un antepasado lejano (los ya míticos poderes irrevocables que un prestatario otorgaba a favor de su prestamista para constituir hipoteca bajo la fórmula de la promesa de hipoteca), los asesores de los prestamistas alternativos, que nos formamos todos trabajando para bancos internacionales importadores de soluciones creativas, solemos recomendar que la voluntad del prestatario y su colaboración se sustituyan por poderes “irrevocables” otorgados a priori por el prestatario a favor del prestamista para que éste, sin necesidad de perseguir al prestatario, pueda reemplazarlo y llevar a cabo las actuaciones y formalidades necesarias para

---

63 Resolución de 15 de marzo de 2021, de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública, en el recurso interpuesto contra la negativa de la registradora de la propiedad interina de Celanova a inscribir la opción de compra pactada en una escritura de constitución de hipoteca.

vender el activo. En Derecho español los poderes son revocables por naturaleza. Sin embargo, tanto el Tribunal Supremo como la Dirección General se han pronunciado a favor de la validez de la irrevocabilidad de los poderes cuando éstos están vinculados a otro negocio jurídico celebrado entre las partes para cuyo correcto desarrollo se precisa la vigencia del poder (por ejemplo, para asegurar la eficacia de las garantías de un contrato de préstamo)<sup>64</sup>.

## 2.5. Prendas sobre el capital social y los préstamos de socio

El paquete de garantías estándar incluye una prenda sobre el capital del prestatario, que suele estar representado mediante participaciones sociales (el prestatario típico es una SL). Esta garantía real es indispensable y refuerza (con el propio capital social del prestatario como *collateral*) la hipoteca sobre el activo inmobiliario que es el objeto de la financiación.

Esta pignoración del *equity* resulta incompleta en muchos casos si se refiere sólo al capital social de la sociedad prestataria (a las acciones o participaciones sociales, casi siempre lo último). Los titulares finales del *equity* lo aportan no sólo como capital social (o *hard equity*, por seguir empleando la terminología en inglés en la que se expresan quienes participan en esta industria). Es probable que esa aportación incluya préstamos de socio (participativos o no), cuentas en participación y/o contribuciones equivalentes. Todo ello tiene que ser objeto de la pignoración, para lograr una garantía real sobre toda la aportación de capital de los socios, sociedades del grupo, cuenta partícipes, etc. Por seguir con la jerga con la que se explica este negocio, la pignoración que necesita el prestamista alternativo tiene que alcanzar el capital social o *hard-equity* y cualquier otro concepto asimilable (*equity-like*).

---

**64 Irrevocabilidad de poderes de representación.** A modo de ejemplo, destacan las SSTS de 31 de octubre de 1987 y de 11 de mayo de 1993: “la irrevocabilidad del mandato deviene no sólo cuando exista pacto expreso que así lo establezca, siempre que tal pacto sea conforme a su finalidad y no esté en contradicción con la moral en cuanto es una manifestación de la renuncia de derechos, sino también cuando el mandato no es simple expresión de confianza o del simple interés del mandante, sino que responde a exigencias de cumplimiento de otro contrato en el que están interesados, no sólo el mandante o representado, sino también el mandatario y terceras personas; es decir, cuando el mandato es, en definitiva, mero instrumento formal en relación jurídica bilateral o plurilateral que le sirve de causa o razón de ser y cuya ejecución o cumplimiento exige y aconseja la irrevocabilidad para evitar la frustración del fin perseguido por dicho contrato subyacente por la voluntad de uno sólo de los interesados», doctrina que se reproduce en la Sentencia de 26 de noviembre de 1991”.

Por su parte, la STS de 26 de octubre de 1991 señala: “el poder de representación se otorgó con mero carácter instrumental, para reconocer el Sr. R.G.S. que la Farmacia no le pertenecía, sino que era propiedad de los actores y para que éstos pudieran actuar como tales, [...]. lo que no podía conseguirse de ser susceptible de revocación el poder, por lo que, efectivamente, ha de tenerse en cuenta la doctrina de esta Sala establecedora de la irrevocabilidad cuando los poderes no se otorgan como negocio jurídico autónomo, sino que obedecen a causa distinta, como cuando se confieren en cumplimiento o como complemento de otro contrato o en interés del representante o de terceras personas (ver, por ejemplo, SS. de 4 de mayo de 1973 y 20 de abril de 1981)”.

Finalmente, la resolución de la (entonces) DGRN de 29 de octubre de 1987 establece: “El poder irrevocable pese a implicar en su ámbito una pérdida para el concedente de la exclusividad en la dirección de sus intereses patrimoniales (tanto más grave cuanto mayor es el ámbito de aquél), es admitido, si hay justa causa, en nuestro Ordenamiento, tanto en el plano legal (arts. 1692 del Código Civil, 52 de la Compilación de Navarra, 132 del Código de Comercio y 234, 1.º del Reglamento Hipotecario), como en el jurisprudencial. Para su concesión con este carácter no basta el mero acuerdo de poderdante y apoderado, sino que como en toda constitución o transferencia de derechos, ha de existir una causa verdadera y lícita que la justifique”.

## 2.6. La prenda sobre el *equity* como garantía financiera: el RDL 5/2005

Los inversores y financiadores en general tienden a sobrevalorar las prendas sobre acciones o participaciones sociales (obviando que, casi siempre, los socios aportan una buena parte de su *equity* mediante otros instrumentos como préstamos, etc., y no necesariamente en forma de capital social). Quizás se deba a la popularidad de las prendas sobre acciones en Luxemburgo y su legendaria ejecución *overnight*. Por eso se buscan mecanismos de ejecución mediante apropiación, para evitar los procedimientos convencionales (judiciales y extrajudiciales) para la ejecución de prendas sobre acciones y participaciones sociales en España, procedimientos garantistas y anti-comisorios que implican y exigen la venta de esas acciones o participaciones mediante subasta. Lo mismo que con el inmueble subyacente, se buscan constantemente fórmulas para adjudicarse el *equity* (entendido como capital social, sin más). La opción más inmediata sería una prenda bajo el régimen de garantías financieras gobernado por el RDL 5/2005. Las prendas sobre acciones sujetas al RDL 5/2005 pueden ejecutarse mediante adjudicación directa (igual que una prenda sobre acciones en Luxemburgo)<sup>65</sup>.

Habría que resolver dos cuestiones: si los prestamistas profesionales no bancarios son elegibles como titulares (acreedores pignoratícios) de prendas constituidas bajo el régimen del RDL 5/2005 y si las acciones no cotizadas pueden ser el objeto de una prenda sobre acciones del RDL 5/2005.

El artículo 4 del RDL 5/2005 se refiere a los bancos y fondos de titulización como beneficiarios inmediatos de la "garantía financiera" objeto del Real Decreto Legislativo, junto con "otras entidades financieras" tal como se definían en la Directiva 2006/48 de la UE (derogada y sustituida en 2013 por la Directiva CRD y el Reglamento CRR). La definición de "otras entidades financieras" en esta legislación de Derecho europeo incluía y sigue incluyendo a "empresas distintas de los bancos cuyas actividades se enumeran en los puntos 2 a 12 del Anexo I"; el punto 2 del anexo se refiere a "los préstamos, incluidos, entre otros: los créditos al consumo, los contratos de crédito relativos a bienes inmuebles, el *factoring*, con o sin recurso, la financiación de transacciones comerciales (incluido el cobro)". Por lo tanto, el Derecho europeo al que se remite el RDL 5/2005 parece incluir en su catálogo de "otras entidades financieras" a los prestamistas profesionales inmobiliarios. Este podría ser un buen argumento para sostener que prestamistas no bancarios deberían ser elegibles como beneficiarios de las prendas de acciones del RDL 5/2005. No obstante, la mayoría de los autores (y despachos de abogados) proponen una interpretación restrictiva<sup>66</sup> de la definición de "otras entidades financieras"

---

<sup>65</sup> **Las garantías financieras y su ejecución mediante apropiación en Derecho europeo.** El RDL 5/2005 transpuso la Directiva Europea 2002/47/CE, de 6 de junio, sobre acuerdos de garantía financiera, cuyo artículo 4 obligaba a los Estados miembros a asegurarse de que su legislación interna, en caso de un evento de ejecución en un acuerdo financiero, los prestamistas tuvieran derecho a realizar su garantía mediante una venta pública o mediante apropiación, compensando el valor de la garantía con la deuda del prestatario.

<sup>66</sup> **"Entidad financiera sujeta a autorización y supervisión pública".** En los primeros años de aplicación del RDL 5/2005 no fue necesario ningún esfuerzo interpretativo a propósito de qué entidades podían beneficiarse de sus garantías financieras. Era un mercado exclusivamente bancario, de modo que el lugar común era que "los bancos" eran sus únicos beneficiarios. A partir de la crisis de deuda de 2008 se inicia el debate y desde su creación se incluye sin problemas a SAREB (filial de un organismo público y de entidades bancarias). En 2013, Ángel Carrasco y Karolina Lyczkowska argumentaron que, además de los bancos,

contenida en el RDL 5/2005 para que sólo tengan cabida en esa definición las entidades financieras supervisadas<sup>67</sup>. Por otro lado, podría interpretarse que el RDL 5/2005 no prevé tales restricciones: la única condición en virtud del RDL 5/2005 y de las Directivas de la UE para que los prestamistas sean elegibles es que su negocio esté contenido en el Anexo, y no se requeriría una interpretación restrictiva cuando el texto legislativo en cuestión no lo exige (*in claris non fit interpretatio*). Nos hemos pronunciado ligeramente a favor de esta segunda postura en un trabajo reciente<sup>68</sup>, en el que, sin embargo, advertimos que esta no es la opinión predominante en la doctrina, por lo que (como abogados) no podemos recomendar esta opción al cliente sin advertir de los riesgos que podría comportar (dada además la falta de precedentes jurisprudenciales en los que los beneficiarios no sean entidades de crédito). Cuando la doctrina más autorizada ha tratado este tema, ante la dificultad de excluir de este régimen de garantías financieras a entidades que lo son (financieras), fundamentándolo en una referencia a la necesidad de autorización y supervisión pública en la parte expositiva del RDL 5/2005, esa misma doctrina termina afirmando que las garantías constituidas por una entidad que no puede beneficiarse de las garantías financieras del RDL 5/2005 “no estarían inválidamente constituidas”, admitiendo que puede acordarse el mismo método de ejecución mediante apropiación por la autonomía de la voluntad de las partes<sup>69</sup>.

En cuanto a la segunda cuestión (el objeto de la prenda), la postura más común entre los abogados y académicos es considerar cualquier acción en una SA

---

sólo las entidades sujetas a los reglamentos OICVM o AIFMD pueden considerarse entidades financieras beneficiarias de las garantías financieras del RDL 5/2005 (Ángel Carrasco y Karolina Lyczkowska, Diario La Ley, nº 8168, 11 de octubre de 2013). A partir de ahí, existe cierta unanimidad a la hora de cerrar la puerta a entidades financieras (incluso a las definidas en el Derecho europeo al que se remite el RDL 5/2005) que no estén sujetas a supervisión. No está clara de qué supervisión estaríamos hablando, pero muchos opinan que se trataría de supervisión “prudencial” (a la que, de acuerdo con el Derecho europeo aplicable, sólo estarían sujetas las entidades de crédito y no nuestros prestamistas profesionales). El argumento para excluir a las entidades financieras que se dedican a prestar estaría en una mención (y sólo una) en el RDL/2005, que reproduzco a continuación (se encuentra en la sección segunda de su presentación o Exposición de Motivos).

“En segundo lugar, en el capítulo II del título I se traspone la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera, al ordenamiento jurídico español. Con la aprobación de esta directiva se persigue conseguir una amplia armonización comunitaria para todas las garantías financieras que formalicen las partes autorizadas, estableciendo ciertas limitaciones al determinarse que, por un lado, una de las partes ha de ser una entidad financiera, sujeta a autorización y supervisión pública, y, por otro lado, se determina su aplicación, con carácter general, para las personas jurídicas.

Por otra parte, se pretende ordenar y sistematizar la normativa vigente aplicable a los acuerdos de compensación contractual y a las garantías de carácter financiero. Se establecen, además, los efectos derivados de las disposiciones de insolvencia sobre dichos acuerdos y garantías. Asimismo, se establece la posibilidad de disponer del objeto de la garantía (dinero, valores e instrumentos financieros) y la ejecución directa de las garantías cuando se produzca incumplimiento, sin intervención de ningún tipo de fedatario o de autoridad pública, e incluso la apropiación directa del bien aportado en garantía por el propio acreedor.”

**67 Entidades financieras supervisadas.** Por ejemplo, Ángel Carrasco propone que, aparte de los bancos, sólo las entidades sujetas a los reglamentos OICVM o AIFMD puedan acogerse a la definición (Ángel Carrasco y Karolina Lyczkowska, Diario La Ley, nº 8168, 11 de octubre de 2013).

**68 Sobre la elegibilidad de los prestamistas profesionales ex RDL 5/2005.** VARELA FERNÁNDEZ, J. y GARCÍA GARCÍA, A. (2023): Asistencia financiera en las operaciones de «Management Buyout»: un caso práctico. Diario La Ley, nº 10347, 13 de septiembre de 2023.

**69 Prendas sobre acciones en las que se pacta la ejecución por apropiación.** De nuevo, Ángel Carrasco, quizás ante la dificultad de precisar qué entidades no bancarias podrían acogerse al régimen del RDL 5/2005 (o de argumentar porqué las entidades financieras distintas de las entidades de crédito no podrían), argumenta que una garantía que convencionalmente regule la ejecución por apropiación, en los términos admitidos de un pacto comisorio no prohibido, sería perfectamente válida. En otras palabras, según el profesor Carrasco y su coautora la profesora Lyczkowska afirmaban en 2013 que un acreedor no elegible bajo el RDL 5/2005 podía acordar con su deudor una prenda equiparable, sin beneficiarse quizás de otras prerrogativas que concede a sus beneficiarios el RDL 5/2005, como el de la sustitución de las acciones objeto de la pignoración y otros (Ángel Carrasco y Karolina Lyczkowska, Diario La Ley, nº 8168, 11 de octubre de 2013).

española (cotizada o no) como elegible también para la prenda sobre acciones del RDL 5/2005. Como también hemos escrito<sup>70</sup>, el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores reputa valores negociables las acciones de sociedades anónimas en general, por ser éstas “susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero”, pero sin exigir que sean efectivamente objeto de dicho tráfico, por lo que, técnicamente, las acciones objeto de garantía financiera conforme al RDL 5/2005 no necesitan estar cotizadas en un mercado o sistema multilateral de negociación. Sin embargo, para las acciones no cotizadas surge el interrogante de si pueden entenderse “desplazadas” a efectos del traslado posesorio en virtud de los artículos 8 del RDL 5/2005 y 1863 del Código Civil español, es decir, que el prestamista (o su agente de garantías) pueda considerarse en posesión de las acciones, ya sea porque éstas están en manos de un banco depositario o porque están representadas por acciones al portador (algo que a día de hoy resulta inverosímil, dadas las dificultades que plantea desde la óptica de la normativa de prevención de blanqueo de capitales).

Si la sociedad prestataria es una SA (o una SL que acepta la exigencia de su prestamista de transformarse en SA) y sus acciones se encuentran representadas mediante anotaciones en cuenta, se podría formalizar la pignoración bajo el régimen del RDL 5/2005 sin necesidad de que se trate de acciones sujetas a cotización. Sería preciso modificar los estatutos de la sociedad para que sus acciones queden representadas mediante anotaciones en cuenta, designando a Iberclear<sup>71</sup> como entidad responsable de su registro contable. Las acciones se darían de alta en el sistema de un banco depositario (mediante la apertura de tantas cuentas como accionistas tenga la sociedad en cuestión). Cualquier entidad comprendida en el ámbito de aplicación del Real Decreto sobre Servicios de Inversión estaría autorizada para actuar como tenedor de libros o depositario de las acciones anotadas en cuenta de la SA “desmaterializada”<sup>72</sup>.

Una vez concluido este proceso, las acciones deberían poder pignorarse como garantía financiera conforme al RDL 5/2005.

La prenda podría ejecutarse mediante una notificación de incumplimiento dirigida al depositario, como establece el propio RDL 5/2005. Recibida dicha notificación, el depositario transferiría la posesión de las acciones al acreedor (o a la entidad designada por éste), mediante su depósito en una cuenta abierta a nombre del acreedor (o de la entidad que este designe), y la anotación de las acciones a su nombre en el registro contable. Este procedimiento puede completarse en un plazo muy breve de tiempo, a diferencia de las ejecuciones de prendas de acciones a través de cualquiera de los procedimientos ordinarios de ejecución. El único requisito es que un tasador independiente debe valorar las acciones y determinar, en su caso, la diferencia positiva entre el valor de las acciones y la deuda pendiente, pagadera al prestatario. El procedimiento para la valoración de las acciones debe

---

70 **Acciones no cotizadas y RDL 5/2005.** *Ibidem* (p. 8).

71 **Iberclear** es el depositario central de valores español y una de las sociedades que convorman BME, el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros de España.

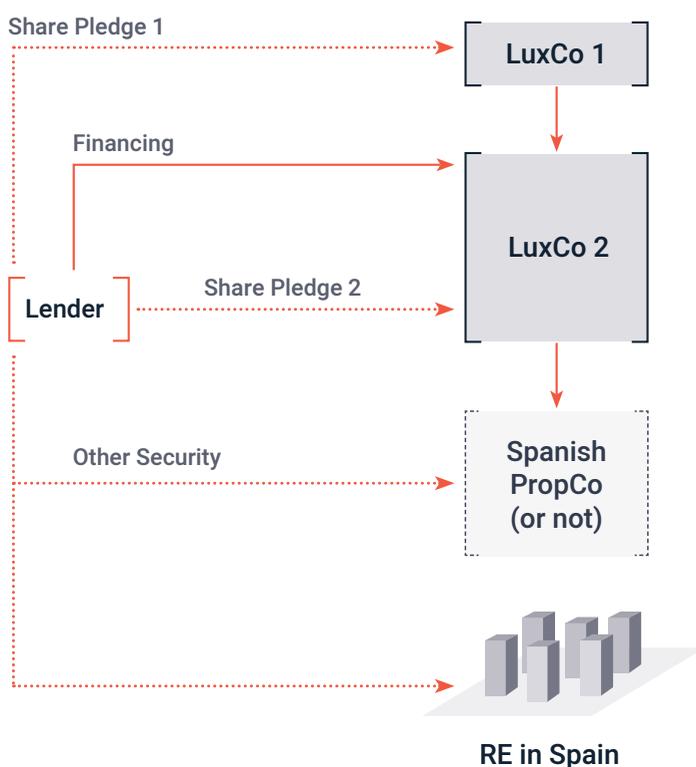
72 **Bookholder.** Lo que significa que, para las acciones anotadas en cuenta de una SA no cotizada, cualquier banco o entidad financiera (entidad de crédito) que esté autorizada a prestar servicios de inversión calificaría como *bookholder*.

estar regulado en el acuerdo de prenda (como en cualquiera de los acuerdos para regular un pacto comisorio permitido, como hemos visto antes).

Más allá de los argumentos legales, yo personalmente he mantenido conversaciones con algunas de las entidades de servicios financieros más conocidas, y todas han confirmado su disposición a actuar como depositarias contables de acciones representadas como anotaciones en cuenta a efectos de la prenda del RDL 5/2005 a favor de acreedores no bancarios y en relación con acciones no cotizadas. En algunos *Term Sheets* recientes he visto recogida la obligación del llamado *sponsor* (el empresario promotor) de convertir su sociedad limitada prestataria en una sociedad anónima para poder sujetar la prenda al régimen del RDL 5/2005. Desconozco si en alguna financiación esta idea ha prosperado y se han constituido prendas de esta naturaleza. Parece que los despachos de abogados mantenemos una opinión mayoritaria y contraria al acceso de los prestamistas profesionales que no están supervisados prudencialmente. Esa opinión contraria (aunque no unánime) nos aleja de España y nos conduce, casi irremediabilmente, a utilizar una estructura *double LuxCo* para pignorar el *equity* y ejecutar esa prenda mediante apropiación.

## 2.7. La prenda sobre el *equity* y la estructura *double LuxCo*

### Double LuxCo Security Structure



La legislación del Gran Ducado de Luxemburgo permite la ejecución de prendas sobre las acciones (o títulos equivalentes) de sociedades domiciliadas en su jurisdicción mediante apropiación o adjudicación directa. Esa ventaja respecto de la

aparentemente frustrante ejecución de ese tipo de garantía en España despertó un enorme interés, a partir de la crisis de deuda de 2008 y el mercado *distressed* que esa crisis originó. Algunos fondos o gestores de fondos muy conocidos implementaron esta figura en esos años inmediatamente posteriores al *credit crunch* y la industria de los fondos de inversión y capital riesgo, en su modalidad de prestamistas alternativos, la acogió con entusiasmo. La estructura consiste en dos sociedades luxemburguesas, (la *TopCo*, como socia única de la segunda que recibe el nombre de *HoldCo*, a la que se concede el préstamo). Ambas sirven de cabecera a un negocio subyacente, domiciliado en España. El prestamista es beneficiario de dos prendas luxemburguesas, sobre las acciones de *TopCo* y sobre las acciones de *HoldCo*. En caso de impago, la ejecución de esas prendas se produce mediante adjudicación directa (*by way of appropriation*<sup>73</sup>) y los asesores luxemburgueses que se ocupan de implementar la estructura garantizan una ejecución inmediata, overnight. La adjudicación por parte del prestamista de las acciones de *HoldCo* le permitía controlar y adjudicarse el negocio subyacente de su prestatario de forma inmediata (el inmueble o la promoción inmobiliaria subyacentes en España, o la sociedad española filial de ambas luxemburguesas propietaria de ese inmueble o promoción). La adjudicación simultánea de las acciones de *TopCo* conseguiría un efecto muy caro a los prestamistas en un mercado *distressed*, que no es otro que el *insolvency remoteness* (me disculpo por la cursiva y mi pedantería en el uso del inglés); controlar *TopCo* permitiría al prestamista evitar que su cliente solicitase el concurso de *TopCo* (socia única de *HoldCo*, a quien se ha declarado el vencimiento anticipado del préstamo y contra quién se ha ejecutado la prenda), impidiendo los efectos negativos de esa declaración de concurso por parte del cliente final (entre ellos, la interrupción de ese expeditivo procedimiento de ejecución, a petición de *TopCo*, y como consecuencia de su declaración de concurso).

## 2.8. La estructura de *double LuxCo* y el concurso del cliente en España

Las estructuras de *double LuxCo* han sido un tema recurrente de debate en el sector, aunque han sido mucho menos habituales en la práctica. Pero sí se han utilizado y siguen utilizándose, pese a la reticencia creciente del cliente español, que normalmente no tiene de inicio ninguna estructura de este tipo en Luxemburgo y a quien se le pide implementarla a los solos efectos de una financiación en concreto. Los asesores fiscales (tanto españoles como luxemburgueses) que han intervenido en estas estructuras se han asegurado del cumplimiento de la normativa y han confirmado que no son atacables por razón de fraude de ley fiscal, bajo el argumento genérico, que yo simplifico ahora como he hecho con tantos otros, de que

---

<sup>73</sup> **Ejecución de *share pledges* en Luxemburgo (venta o apropiación).** En realidad, la apropiación es una de las dos formas en que el prestamista puede hacer cumplir una prenda de acciones en Luxemburgo. Una forma sería mediante una venta pública (una venta de las acciones al mejor postor en el contexto de una subasta), y la otra sería mediante la apropiación tras una valoración de las acciones por un tercero predeterminado. Esta ejecución por apropiación equivaldría a una dación para pago por la cual, una vez valoradas las acciones, se entregarían al acreedor para el pago de su deuda pendiente; si el valor de las acciones fuera inferior a la deuda, el acreedor mantendría una reclamación de deficiencia contra el prestatario. Por el contrario, si el valor de las acciones fuera superior a la deuda, la diferencia tendría que ser reembolsada al prestatario (o al propietario de las acciones, más precisamente). Por un lado, la intervención en el proceso de un tasador tercero separa la apropiación de una adjudicación directa (que, según la legislación española, estaría prohibida como pacto comisorio); por otro lado, el RDL 5/2005, ofrece el mismo método y proceso para la ejecución mediante apropiación de acciones anotadas en cuenta en España.

el empresario español que constituye esta estructura para recibir una financiación que necesita no obtiene de la estructura absolutamente ningún beneficio fiscal en España. Los méritos legales de la *double LuxCo* en cuanto a ejecución inmediata y sin oposición también están probados; efectivamente, la ejecución funciona así de bien y es así de rápida, y se han producido ejecuciones de prendas en Luxemburgo en respuesta al incumplimiento de una financiación inmobiliaria en España, o relativa a un inmueble situado en España. La figura remite en el mercado, eso sí (cada vez se usan menos las *double LuxCo*) a pesar de sus méritos, por razones comerciales (solo “compensa”, se suele decir, en financiaciones de mucho volumen que justifican el coste y la operativa). Como todo lo creativo y alternativo, las *double LuxCo* generan dudas legales en algunos aspectos más allá de su probada eficacia en materia de ejecución (dudas en relación con temas de jurisdicción y competencia de los Tribunales, compatibilidad con la ejecución de otras garantías, etc.). Pero creo que puedo concluir diciendo que su reciente pérdida de popularidad obedece a razones comerciales y operativas (como el costo de establecer y mantener una estructura *double LuxCo* cuando no existía ya una en su lugar). Las *double LuxCo* se utilizan en financiaciones originadas fuera de España entre prestamistas y prestatarios internacionales e institucionales que cuentan ya con estructuras luxemburguesas; el cliente español *sponsorless* no tiene acceso a la financiación alternativa, en muchos casos, porque no puede justificar, ni entender, ni costear, una estructura *double LuxCo*.

## 2.9. Deconstruyendo la *double LuxCo*: Prenda sobre *actions dématérialisées*

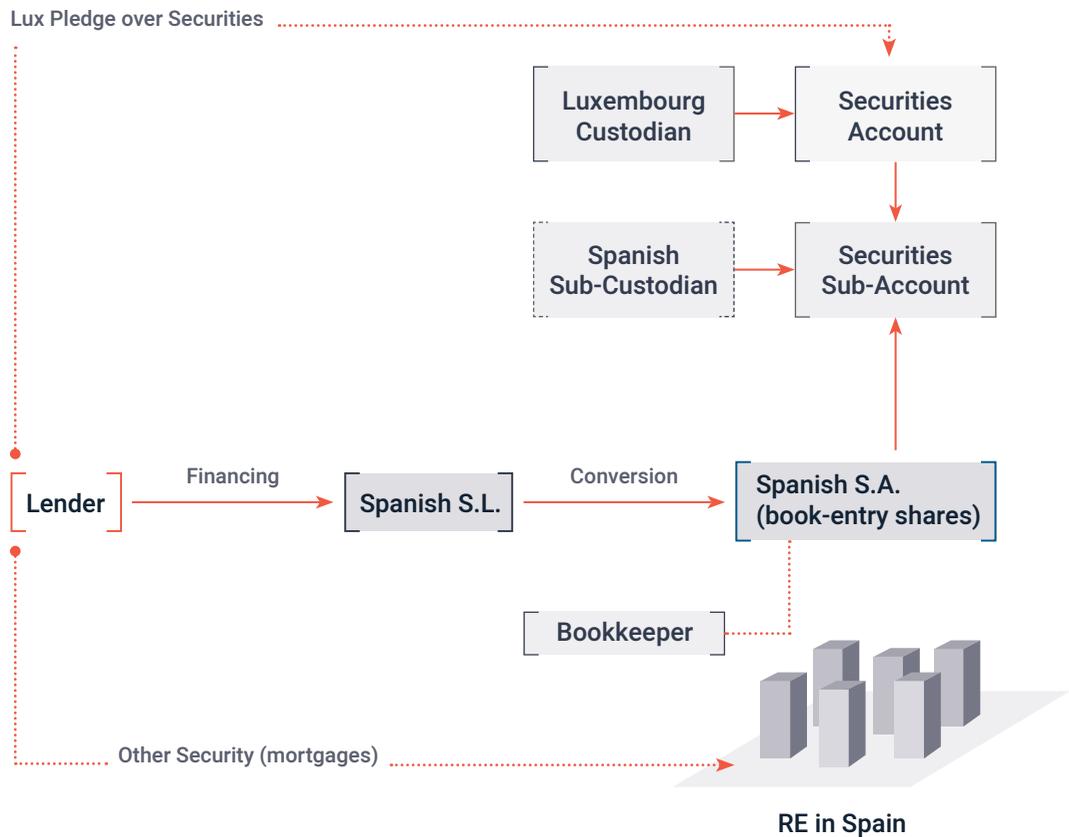
Acabo de expresar una opinión personalísima: se necesita una alternativa a las estructuras *double LuxCo* porque esta es una barrera de acceso al mercado de la financiación alternativa para una mayoría de potenciales prestatarios profesionales (los *sponsorless* que, en expresión afortunadísima de un alto directivo inmobiliario español, “no pueden permitirse ese estaribel”). El mercado necesita esa alternativa y, de momento, seguimos en Luxemburgo, pero esta vez mediante desmaterialización (o *dématérialisation*). La idea, no muy osada, es continuar creando la garantía en una jurisdicción testada y amable, pero aplicando la fórmula de pignoración del RDL 5/2005 sobre acciones representadas mediante anotaciones en cuenta. Es un compromiso prudente que se ha convertido en novedad, y pronto será tendencia, porque combina Luxemburgo con el método de pignoración y ejecución propio de las garantías financieras al que no tendríamos acceso en España (porque nadie se atreve a revisar su opinión sobre el ámbito subjetivo de aplicación del RDL 5/2005).

La idea es crear acciones que puedan depositarse en una cuenta y pignorar esa cuenta de una manera o lugar que haga que dicha prenda sea fácil de ejecutar (sin oposición, ni motivos de impugnación) y las acciones se recuperen rápidamente por medio de la apropiación. El camino parece ser a través de la desmaterialización de esas acciones (en los términos que hemos expuesto antes) y el lugar para pignorarlas, de nuevo, Luxemburgo.

Una vez desmaterializadas, las acciones anotadas en cuenta de la SA se abonarían en una cuenta de valores abierta en una entidad luxemburguesa (un banco) que actuaría como custodio o depositario, y la cuenta se pignoraría a favor del prestamista con arreglo a la legislación luxemburguesa, lo que hace posible su ejecución mediante apropiación. El elemento luxemburgués introduce un doble nivel de depositarios: uno principal en Luxemburgo y un segundo, un subdepositario en España. Esto no es ideal ni rentable y, por lo tanto, el objetivo sería utilizar solo el custodio luxemburgués o la misma entidad (un banco con oficinas en ambas jurisdicciones) como custodio en Luxemburgo y subcustodio en España. Los motivos de este doble nivel de depósito/custodia están relacionados con ciertas intrincadas regulaciones de la UE y españolas sobre el comercio de valores negociables.

Bajo esta estructura pionera, un prestamista se beneficiaría de una prenda sobre una cuenta de valores donde se depositarían las acciones de su prestatario. La jurisdicción de elección es, una vez más, Luxemburgo, lo que garantizaría una ejecución rápida y expeditiva, mediante apropiación.

### Lux Share Pledge over Actions Dématérialisees



## 2.10. Un remedio local: la prenda catalana

Como alternativa a las estructuras de desmaterialización (con el marchamo de su elemento luxemburgués), hemos abordado en un artículo reciente<sup>74</sup> la posibilidad de acudir a la prenda sobre acciones o participaciones sociales bajo Derecho catalán. Y es que la modalidad de pacto marciano prevista en el artículo 569-20.3 del CCCat es relativamente similar al procedimiento del RDL 5/2005, con la ventaja añadida de que también resulta aplicable a las participaciones sociales de sociedades limitadas (por lo que no sería necesario transformar la SL en sociedad anónima).

Como inconveniente frente a las alternativas antes expuestas, la prenda catalana carece del beneficio del *insolvency remoteness*, pues no garantiza el beneficio de separación ni la protección frente a la rescisión en escenarios concursales o pre-concursales. Además, sólo es aplicable a sociedades domiciliadas en Cataluña, por lo que, si la sociedad cuyas acciones o participaciones se pignoran no cumple este requisito, sería preciso trasladar su domicilio social antes de constituir la garantía.

## Conclusiones

Existe una comunidad creciente de prestamistas profesionales en el sector inmobiliario que se presentan como una alternativa a los bancos. Se trata de firmas de capital riesgo, fondos de deuda y compañías aseguradoras que invierten capital en formato préstamo o crédito para financiar proyectos inmobiliarios. Ese capital, generalmente de alto coste, exige una remuneración también alta y un tipo particular de proyecto, que normalmente los bancos no financian. Por motivos fiscales y también logísticos, prestan a través de sociedades extranjeras, domiciliadas casi siempre en la Unión Europea (Luxemburgo o Irlanda).

Estos prestamistas alternativos se caracterizan fácilmente como entidades financieras (por aplicación de la remisión a su ley extranjera que hace nuestra Ley de Capital Riesgo), entes financieros (por aplicación de la Directiva CRD y su Reglamento CRC) o como prestamistas profesionales, en todo caso. No son entidades de crédito (sino su alternativa directa) ni entidades sometidas a la supervisión prudencial del Reglamento CRC. Tampoco están sometidas a supervisión directa, ni a la supervisión indirecta de Banco de España. En España, su actividad no está reservada ni exige licencia bancaria, aunque como titulares de hipotecas puedan tener que cumplir alguna formalidad u obligación de registro o similar. Rehúyen de la regulación que protege a los consumidores financieros y se dirigen a profesionales excluidos del ámbito de aplicación de esta regulación, aunque son conscientes de la *vis atractiva* de esta normativa protectora y de la interpretación extensiva que se hace en España por parte de Juzgados, Tribunales y doctrina en general. Las condiciones en que financian están, en este sentido, fuera del concepto jurisprudencial

---

<sup>74</sup> **La prenda catalana como remedio local.** VARELA FERNÁNDEZ, J. y GARCÍA GARCÍA, A. (2023): Asistencia financiera en las operaciones de «Management Buyout»: (*op. cit.*, p. 9).

de abusividad (que requiere a un consumidor financiero como contraparte) aunque los intereses que estos prestamistas exigen generan dudas sobre si procede volver a aplicar nuestra histórica Ley de Usura.

Este modesto trabajo se publica en un momento en que la financiación no bancaria tendría que estar inundando el mercado, verdaderamente. Pero no es así. Los pequeños y medianos promotores inmobiliarios, las empresas hoteleras familiares, los *family offices* inmobiliarios y el mercado en general necesitan financiación y, con sus prestamistas tradicionales (los bancos) refugiados en una zona de confort de activos estabilizados y bajos niveles de apalancamiento, esa financiación tendría que venir de los fondos de deuda y demás prestamistas alternativos.

Los prestamistas no bancarios se están desplegando, pero no al ritmo y a los volúmenes previstos o deseables. Claramente existen barreras para la entrada de ese capital en nuestro mercado. El coste de capital de estos prestamistas es alto, pero no siempre se traduce en tipos de interés de doble dígito (*double digit coupon*), es decir, de por encima del 10%; muchos prestamistas están dispuestos a financiar a un solo dígito (*single digit coupon*), algo que hace bastante competitivo el precio de estas financiaciones en el contexto actual de tipos de interés altos; de modo que su coste no sería actualmente un problema, no sería una de esas barreras de entrada. La falta de familiaridad de los potenciales prestatarios españoles con las condiciones esenciales de este tipo de financiaciones sí lo es, de modo que los asesores de deuda o *debt advisors* siguen teniendo mucho trabajo que hacer. En algunos casos, la falta de inteligencia comercial está en el lado del prestamista; a menudo, los *Term Sheets* se producen en *ivory towers in the city of London* (le he copiado a alguien esta expresión tan descriptiva) y son inescrutables para los clientes locales. La exigencia generalizada de documentar con base en el *LMA standard*, con sujeción a la ley inglesa y a los tribunales de Londres no ayuda demasiado, salvo cuando se trata de financiaciones originadas y formalizadas en Londres, entre un financiador internacional y su cliente, también internacional, aunque en relación con un proyecto financiable en España. Pero estas exigencias, y la de la inefable *double LuxCo*, excluyen del acceso a la financiación alternativa a un segmento mayoritario del mercado, el del profesional inmobiliario español sin estructura internacional. Ese es, precisamente, el llamado segmento *sponsorless* (nacional y mayoritario) que no accede a la financiación directa o alternativa internacional.

El mercado se abriría, en mi opinión, facilitando a los prestamistas profesionales el acceso a fórmulas de ejecución mediante apropiación. La interpretación restrictiva del RDL 5/2005 les impide, en general, el acceso a las garantías financieras en España. Y las demás fórmulas de solución por apropiación son demasiado precarias o incipientes como para generar un mercado. Por ese motivo (y esta es mi tesis y mi opinión, personalísima), los potenciales prestatarios que no puedan ofrecer y costear estructuras en Luxemburgo, o huyan abiertamente ante la idea de convertir su negocio familiar en una SA “desmaterializada” y consignada en un frío custodio centroeuropeo (los *sponsorless*, en definitiva) seguirán sin acceso a la financiación alternativa.

Los abogados tenemos un importante papel que jugar, desarrollando ideas y estructuras que faciliten el acceso al crédito alternativo. Este es uno de los sectores en los que,

claramente, se nos impone una función creativa e innovadora, de auténticos *market makers*. Ese es el desafío, disponible para todos quienes quieran medirse con él.

## Términos definidos

---

<b>AJD</b>	Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales (modalidad Actos Jurídicos Documentados)
<b>CCCat</b>	Código Civil de Cataluña
<b>Código Civil</b>	Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se aprueba el Código Civil
<b>Compilación Navarra</b>	Ley Foral 1/1973, de 1 de marzo, por la que se aprueba la Compilación del Derecho Civil Foral de Navarra
<b>DGSJ y FP (antes DGRN)</b>	Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública (antes, Dirección General de los Registros y del Notariado)
<b>Directiva CRD IV</b>	Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE
<b>Directiva 2004 / 39</b>	Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo
<b>Directiva 2006 / 48</b>	Directiva 2006 / 48 / CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y su ejercicio ( <b>DEROGADA</b> )
<b>Directiva 2008 / 48 / CE</b>	Directiva 2008/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril de 2008, relativa a los contratos de crédito al consumo y por la que se deroga la Directiva 87/102/CEE del Consejo
<b>Directiva NPLs</b>	Directiva (UE) 2021/2167 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2021 sobre los administradores de créditos y los compradores de créditos y por la que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE
<b>Impuesto de Sociedades</b>	Regulado en la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto de Sociedades

---

<b>Ley de Crédito Inmobiliario</b>	Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario
<b>Ley de Contratación con Consumidores Financieros</b>	Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito
<b>Ley del Capital Riesgo</b>	Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las sociedades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva
<b>Ley Concursal</b>	Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal
<b>Ley para la Defensa de Consumidores y Usuarios</b>	Texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre
<b>Ley de Enjuiciamiento Civil</b>	Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil
<b>Ley de los Establecimientos Financieros de Crédito</b>	Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial
<b>Ley Hipotecaria</b>	Decreto de 8 de febrero de 1946 por el que se aprueba la nueva redacción oficial de la Ley Hipotecaria
<b>Ley del Mercado Hipotecario</b>	Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario <b>(DEROGADA)</b>
<b>Ley del Mercado de Valores</b>	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores
<b>LOSSEC</b>	Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito
<b>Ley de Prevención del Blanqueo</b>	Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo
<b>Ley 38/2011 de Reforma Concursal</b>	Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal

<b>Ley 16/2022 de Reforma Concursal</b>	Ley 16/2022, de 5 de septiembre, de reforma del texto refundido de la Ley Concursal, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, para la transposición de 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 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades (Directiva sobre reestructuración e insolvencia)
<b>Ley de Sociedades de Capital</b>	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital
<b>Ley SOCIMIs</b>	Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, modificada por la Ley 6/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica
<b>Ley de Usura</b>	Ley de 23 de julio de 1908, sobre la nulidad de los contratos de préstamo usurarios
<b>Ley de Vivienda</b>	Ley 12/2023, de 24 de mayo, por el derecho a la vivienda
<b>RD sobre el Registro de Prestamistas e Intermediarios</b>	Real Decreto 106/2011, de 28 de enero, por el que se crea y regula el registro estatal de empresas previsto en la ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito, y se fija el importe mínimo del seguro de responsabilidad o aval bancario para el ejercicio de esas actividades
<b>RDL 5/2005</b>	Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública
<b>Real Decreto sobre Servicios de Inversión</b>	Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre
<b>Reglamento CRR</b>	Reglamento (UE) número 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) número 648/2012 (conocido informalmente como "CRR" o "Reglamento CRR")
<b>Reglamento Roma I</b>	Reglamento (CE) nº 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I)