

---

# TENDENCIAS LEGALES EN FINANCIACIÓN EN ESPAÑA

Julio 2025



**CUATRECASAS**



# TENDENCIAS LEGALES EN FINANCIACIÓN EN ESPAÑA

Julio 2025



© 2025 CUATRECASAS

Todos los derechos reservados.

Este documento es una recopilación de información jurídica elaborado por Cuatrecasas. La información o comentarios que se incluyen en el mismo no constituyen asesoramiento jurídico alguno.

Los derechos de propiedad intelectual sobre este documento son titularidad de Cuatrecasas. Queda prohibida la reproducción en cualquier medio, la distribución, la cesión y cualquier otro tipo de utilización de este documento, ya sea en su totalidad, ya sea en forma extractada, sin la previa autorización de Cuatrecasas.



---

# INTRODUCCIÓN

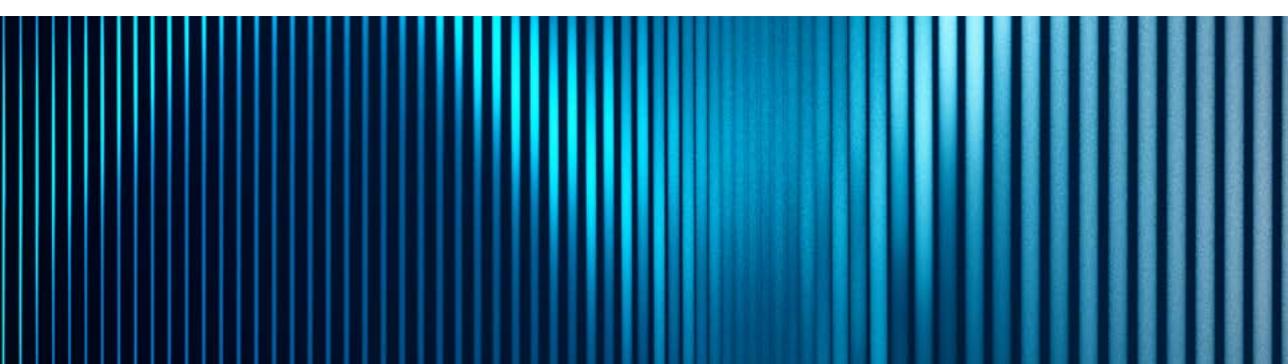
La estructuración y negociación de las operaciones financieras requiere un alto grado de especialización y las mejores prácticas y herramientas que permitan anticipar riesgos, diseñar estrategias eficaces y, en última instancia, alcanzar los objetivos planteados en cada transacción.

Con esta guía hemos buscado reflejar la visión, experiencia y conocimiento acumulado de nuestro equipo de especialistas en materias y cuestiones jurídicas que surgen de operaciones recientes, ya sean tendencias emergentes o situaciones que presentan una mayor complejidad en la práctica.

Basándonos en casos concretos y experiencias consolidadas, esta guía proporciona una visión integral y actual de nuestra práctica en España.

Asimismo, ofrece un análisis de la evolución del mercado español, destacando las novedades regulatorias relevantes y las soluciones prácticas implementadas para responder a los desafíos de nuestros clientes, evidenciando nuestra capacidad de adaptación a un entorno financiero dinámico y en constante evolución.

Con este enfoque, hemos considerado oportuno estructurar el contenido de la guía en torno a las subprácticas más destacadas del derecho mercantil-financiero, reflejando la evolución natural de la práctica hacia una avanzada especialización y una diversificación creciente de los actores del mercado.





En este sentido, esta guía se centra en financiaciones corporativas, inmobiliarias y de proyectos, operaciones de compraventa de deuda, emisión de instrumentos de deuda, operaciones de titulización y contratación de derivados. Además, ciertos aspectos transversales, como la creciente relevancia de los criterios de sostenibilidad en el entorno financiero, se abordan en el marco de varias subprácticas, ofreciendo diversas perspectivas según su incidencia en cada una de ellas.

En coherencia con el firme compromiso de excelencia que caracteriza a Cuatrecasas, aspiramos a que este documento resulte de utilidad práctica para todos sus destinatarios. Para ello, ponemos a su disposición la rigurosa preparación técnica de nuestro equipo de abogados especialistas en financiero, con la esperanza de poder colaborar estrechamente en el desarrollo y ejecución de sus operaciones en España.



# ÍNDICE

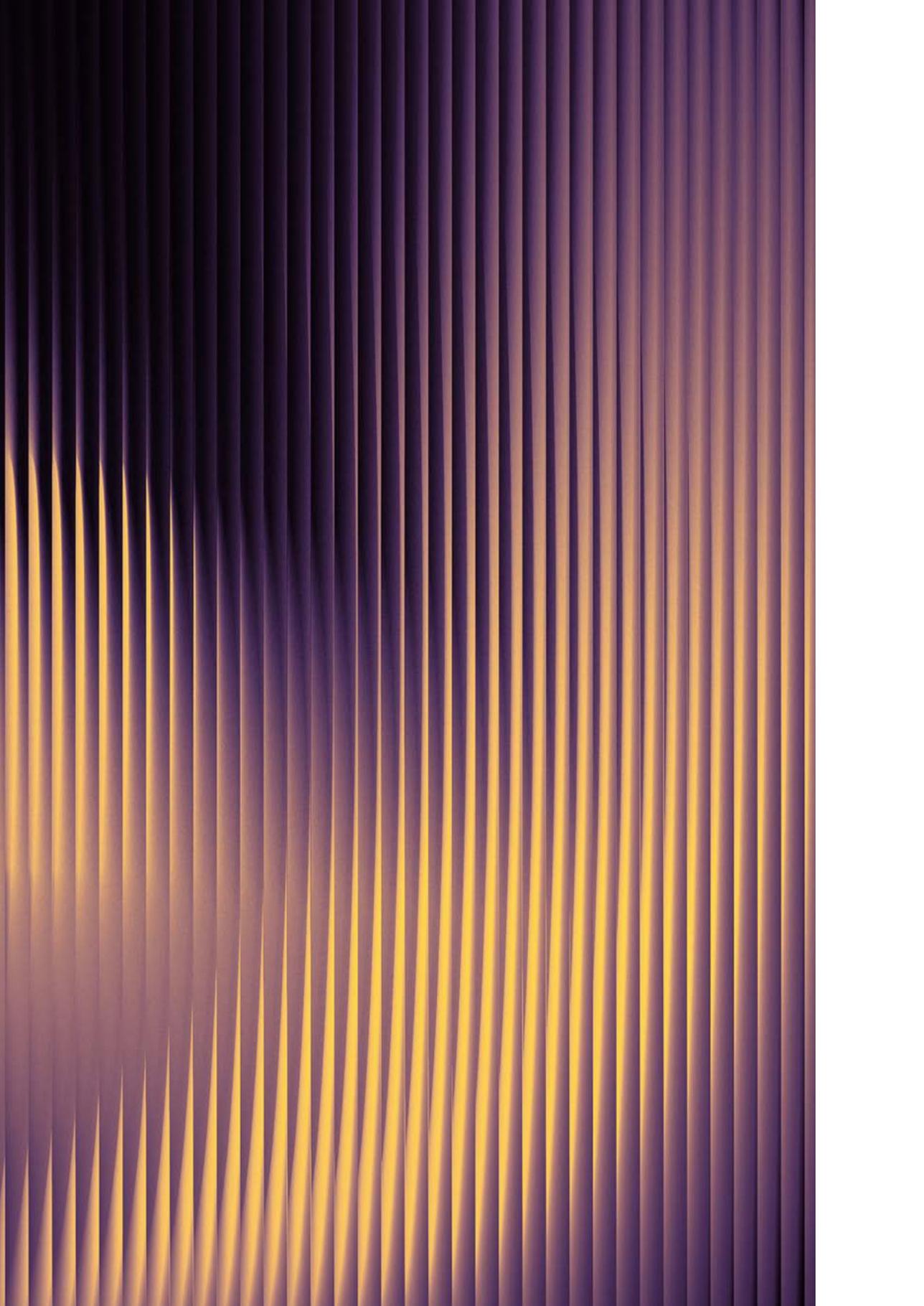
---

I.	FINANCIACIÓN CORPORATIVA	9
	Las garantías en el marco de financiaciones multijurisdiccionales	9
	Adquisiciones apalancadas	11
	Garantías de la financiación de activos	13
	Contratos LMA en España	14
	Desafíos técnicos de los derechos de crédito como colateral	15
<hr/>		
II.	FINANCIACIÓN INMOBILIARIA	19
	Tendencias de mercado	19
	Estructuras de financiación	20
	Garantías de la financiación inmobiliaria	21
	Sostenibilidad y financiación verde inmobiliaria	23
	<i>Distressed debt</i>	24
<hr/>		
III.	FINANCIACIÓN DE PROYECTO	27
	Expansión de energías renovables y desafíos regulatorios	27
	Acuerdos de compra de energía	29
	Estructuras en la financiación de proyectos	30
	El papel de los promotores en las financiaciones de proyecto	31
	Flexibilidad en los contratos de financiación de proyectos	33
<hr/>		
IV.	COMPRAVENTA DE DEUDA	37
	Estructura de las operaciones de compraventa de deuda	37
	La nueva “Ley de <i>servicers</i> ”	39
	Notificaciones a deudores (“ <i>hello letters</i> ”)	40
	Consumidores y usura	41
	Protección de deudores vulnerables	43

---

V. EMISIONES DE DEUDA CORPORATIVA	47
El mercado español y preferencias de los grandes emisores	47
Emisiones de pequeñas y medianas empresas	48
Plan de actividades de CNMV para 2025	48
Crecimiento de las emisiones de deuda sostenibles	49
Desarrollos regulatorios	50
VI. TITULIZACIONES	55
Reforma de la normativa europea de titulización	55
Operaciones realizadas por las entidades de crédito	57
La titulización como vehículo para la compra de préstamos dudosos	57
La titulización de facturas	59
Titulizaciones verdes	59
VII. DERIVADOS FINANCIEROS	63
Auge de los derivados financieros	63
La documentación y negociación de los contratos de cobertura	64
PPAs financieros	65
Normativa EMIR 3	66
Nuevo régimen de notificación	66
NUESTRA PRÁCTICA DE FINANCIERO	68
CUATRECASAS: QUÉ OFRECEMOS	69
CONTACTOS	70

---





# FINANCIACIÓN CORPORATIVA

## Las garantías en el marco de financiaciones multijurisdiccionales

El sistema de garantías español ofrece múltiples formas de garantía que pueden acomodar estructuras de financiación sofisticadas y novedosas. Seguidamente se explican algunos aspectos técnicos que deben tenerse en cuenta.

- **Principio de especialidad**

El sistema de garantías español se caracteriza por su marcado principio de especialidad, que se traduce en la constitución de garantías específicas sobre activos individuales que aseguren obligaciones de un instrumento de deuda, o de varios, que puedan tratarse con unicidad por responder a una unidad de propósito (por ejemplo, los diversos tramos de préstamo y crédito de un contrato de financiación).

La amplitud de formas y modalidades de garantía permite que frecuentemente un mismo activo pueda garantizarse con varias de ellas. La solución óptima para conformar un sólido paquete de garantías requiere un análisis aplicado al caso de múltiples aspectos, como el coste, el nivel de protección frente a terceros, la eventual existencia de rangos en las obligaciones garantizadas, las formalidades requeridas, los plazos de constitución, las medidas que requerirá la debida protección de la garantía, entre otros.

Con carácter general no son homologables las estructuras de garantías flotantes existentes en otras jurisdicciones (*floating charges*). Debe implementarse un paquete de garantías, según la forma o formas de garantía que requiera cada activo. Sí existe, sin embargo, una modalidad de hipoteca, denominada “flotante” o “global” (prevista en el artículo 153 bis de la Ley Hipotecaria) que, como excepción al citado principio de especialidad, permite garantizar bajo el paraguas de un único derecho real las obligaciones de varios instrumentos financieros

que no necesariamente guarden relación funcional entre sí y que puede recargarse durante la vigencia de la garantía, atendiendo a ciertos requisitos y condiciones.

Para acomodar una multiplicidad de instrumentos financieros garantizados se pueden utilizar estructuras de garantía que parten de la división de los activos de la misma naturaleza (en unidades, cuando es posible, como en el caso de las acciones o participaciones, o en porcentajes, si se trata de derechos), y en las que se asigna cada porción del activo a garantizar una obligación (o varias que puedan tratarse unitariamente).

- **Rangos sucesivos y concurrentes**

También es habitual implementar estructuras de garantías en distintos rangos y en rangos concurrentes, lo que permite acomodar estructuras de deuda con rango, naturaleza, o tipos de instrumentos o de acreedores heterogéneos. El Derecho hipotecario español prevé la constitución de hipotecas (mobiliarias e inmobiliarias) en segundos y ulteriores órdenes de prelación, y concurrentes (en el mismo rango). Respecto a la prenda, el tratamiento será diferente en función de si se trata de una prenda ordinaria o posesoria, o de una prenda sin desplazamiento porque la coexistencia o concurrencia de distintos rangos carece de regulación en derecho común español y su validez y eficacia se encuentra condicionada implícitamente a la aceptación de la aplicación de los principios hipotecarios con carácter analógico a las garantías prendarias. Si el tipo de activo lo permite, se podrá acudir a la prenda sin desplazamiento, cuya formalización es más compleja, al estar sujeta a inscripción y precisar ciertos requisitos de identificación del activo pignorado y actualización.

También, en función del ámbito de aplicación territorial, será posible otorgar una prenda conforme al derecho civil de Cataluña, que regula ampliamente esta figura, admitiendo la pluralidad de prendas sobre un mismo activo, lo que puede ser una solución idónea en determinados casos, por su sencilla y poco costosa implementación.

- **Naturaleza accesoria de las garantías**

El Derecho de garantías español es además eminentemente causalista. Así, todas las formas de garantía real y la garantía personal en forma de fianza tienen una naturaleza accesoria respecto a la obligación principal que garantizan. Solo se reconoce un carácter abstracto o autónomo a la garantía personal a primera demanda, que, pese a carecer de regulación, ha sido admitida e interpretada por la jurisprudencia de los tribunales españoles y tiene un papel protagonista en la financiación estructurada.

Como consecuencia de esta accesoriedad, la modificación de aspectos esenciales de la obligación garantizada requiere a menudo la novación o, en su caso, ratificación, de las garantías. Asimismo, una novación con efectos extintivos de la obligación garantizada daría lugar a la extinción de las garantías. Ello conlleva que en operaciones multijurisdiccionales, deba coordinarse cuidadosamente la aplicación de los ordenamientos jurídicos implicados.

Por otro lado, el concepto jurídico de “trust” es ajeno a nuestro Derecho. Ello, unido al principio de accesoriedad antes citado, impide el reconocimiento en nuestra jurisdicción

de la figura del “*parallel debt*”, esto es, de estructuras en las que se crea una obligación garantizada paralela a la original y se designa a un agente de garantías (“*security trustee*”) como titular de las obligaciones garantizadas. El otorgamiento de las garantías en favor solo del agente de garantías también puede comportar riesgos, especialmente en un escenario de insolvencia, dado que los tribunales españoles podrían no reconocer la garantía o el privilegio especial que, en su caso, comportaría en relación a otros acreedores distintos del agente de garantías. Además, los pactos entre acreedores para el reparto por el agente de garantías de los ingresos derivados de la ejecución quedan sujetos a las normas concursales, que prevalecerán frente a terceros. Por ello, las financiaciones multijurisdiccionales que prevén estas figuras y estructuras merecen un tratamiento y análisis de riesgos cuidadosos, máxime cuando hay dificultades para poder constituir las garantías directamente en favor de todos los acreedores garantizados. En ocasiones, se valora estructurar la operación a través de un fondo que sea titular de las garantías.

- **Cuestiones de ley aplicable**

En el marco de las financiaciones multijurisdiccionales es habitual que surjan cuestiones relativas a la ley aplicable a las distintas garantías que conforman el paquete. Por ello se hace necesario un ejercicio de aplicación al caso del derecho internacional privado, especialmente cuando el activo es inmaterial (derechos), presenta vínculos con distintas jurisdicciones o está llamado a moverse entre jurisdicciones. La existencia además de distintos derechos civiles en España, como el caso del de Cataluña, introduce cierta complejidad, al mismo tiempo que proporciona flexibilidad en muchos casos para encontrar soluciones óptimas de garantía (por ejemplo, regula la prenda sobre universalidades, la prenda de valores y la sustitución del bien pignorado). De esta forma, puede ofrecer un marco jurídico seguro y de indudable interés en cierto tipo de operaciones de financiación corporativa, como las que se colateralizan con colecciones de objetos de valor artístico e histórico o con valores, como el *margin loan*.

## Adquisiciones apalancadas

Las operaciones de financiación de adquisición corporativa (*share deals*) en España están típicamente condicionadas por la prohibición de asistencia financiera contenida en los arts. 143.2 y 150.1 de la Ley de Sociedades de Capital y que afecta tanto a las sociedades anónimas (respecto a la adquisición de sus propias acciones y acciones o participaciones de su sociedad dominante), como a las sociedades de responsabilidad limitada (respecto a la adquisición de sus propias participaciones y acciones o participaciones de cualquier sociedad de su mismo grupo). Esta prohibición se caracteriza por su regulación abierta e indeterminada y por la práctica

ausencia de mecanismos de subsanación (*whitewash*) equiparables a otras jurisdicciones de nuestro entorno.

La jurisprudencia en torno a esta figura es aún escasa, si bien en los últimos años los Tribunales han dictado algunas interesantes resoluciones que, sin llegar a conformar jurisprudencia consolidada, dan respuesta a parte de las dudas interpretativas que la norma plantea.

En todo caso, la observancia de la norma en esta materia es una pieza clave de las operaciones de financiación corporativa de adquisición y suele determinar la estructura de la propia adquisición, su financiación y paquete de garantías. En este sentido, siendo la observancia de la norma una cuestión de interés para ambas partes (financiada y financiadora), existe un alineamiento evidente en la necesidad de alcanzar soluciones que permitan superar las rigideces de nuestra normativa sobre asistencia financiera. Las soluciones imperantes incluyen:

- **La segmentación de la financiación por tramos (*tranching*):** Dado que la prohibición de asistencia financiera solo alcanza el endeudamiento cuyo propósito sea financiar la adquisición, las garantías sobre los activos de la *target* o de su grupo seguirán otorgándose para los tramos del endeudamiento con un propósito distinto. A modo de ejemplo, es común en España que la financiación otorgada a la sociedad vehículo adquirente (SPV) incluya también dentro de sus propósitos la refinanciación de la deuda existente en la sociedad *target* o en su grupo (a los efectos de optimizar sus fuentes de financiación, adecuarlas a condiciones de mercado y evitar el vencimiento anticipado o incumplimiento en los contratos de financiación que contengan cláusulas de cambio de control), la financiación de inversiones de capital (*capex*) futuras o la financiación del circulante (*working capital*) del grupo adquirido. Resulta indiferente a estos efectos si la deuda con un propósito distinto de la adquisición se proporciona a la sociedad adquirente (SPV) o a *target* y, en su caso, a sus participadas. Así, toda la deuda con un propósito distinto de la adquisición se beneficiará de garantías reales o personales otorgadas por *target* (o por sus filiales) sobre sus activos, y la deuda cuya finalidad sea financiar la adquisición se beneficiará exclusivamente de garantías otorgadas por la SPV adquirente sobre sus activos (típicamente, las acciones o participaciones de la *target* objeto de la adquisición, los derechos de crédito de la SPV bajo el contrato de compraventa o los derechos de crédito derivados de sus cuentas bancarias).

Además de la segmentación en tramos, es importante asegurar que todos los compromisos (y no solo las garantías reales y personales) que asumen las financiadas y garantes de la operación no conculquen la prohibición de asistencia financiera.

- **Las estructuras de “*debt push down*”:** Estas estructuras combinan la bajada de fondos mediante la realización de préstamos a *target* o a sociedades de su grupo, la subida de fondos mediante repartos de dividendos y, ocasionalmente, la implementación de una fusión (normalmente inversa) entre adquirente y adquirida. Para diseñar estructuras que sean respetuosas en todo momento con la prohibición de asistencia financiera, deben abordarse, y ponerse en

relación con cada caso concreto, numerosas cuestiones de derecho societario español, así como cuestiones fiscales y contables.

- **La fusión apalancada (*forward merger*):** A través de la fusión entre la sociedad adquirente y la sociedad adquirida, y por aplicación del principio de sucesión universal entre las deudas de las sociedades fusionadas y las de la sociedad resultante, es posible asentar la deuda originalmente de adquisición en el balance de la sociedad titular de los activos (*target*), siendo la sociedad superviviente de la fusión normalmente la propia *target* (fusión inversa). La fusión de sociedades que se hubiesen endeudado para adquirir el control de otras sociedades partícipes en la fusión requerirá que se cumplan los requisitos de la norma societaria española relativos a la fusión apalancada (*forward merger*). Estos requisitos incluyen la descripción en el proyecto de fusión de los recursos y plazos para el repago de la deuda de adquisición, la emisión de un informe por parte de los administradores que indique las razones que justifican la adquisición y la fusión e incluya un plan económico y financiero, así como la elaboración de un informe de experto independiente que contenga un juicio sobre la razonabilidad de lo indicado en el proyecto y en el informe de los administradores. A raíz de la modificación del régimen de fusión apalancada en 2023, ya no se exige que el experto independiente se pronuncie sobre si existe asistencia financiera, lo que, al ser una cuestión esencialmente jurídica, provocaba disfunciones en la práctica.

## Garantías de la financiación de activos

La financiación basada en activos permite a las empresas acceder a recursos financieros utilizando sus activos tangibles como forma de garantía.

En nuestra jurisdicción, en este tipo de financiaciones son habituales las garantías reales sobre activos muebles, tales como la hipoteca mobiliaria (para equipos industriales, buques o aeronaves y propiedad industrial e intelectual) y la prenda sin desplazamiento (para cierto tipo de maquinaria, inventario o activo corriente por cobrar).

El otorgamiento de estas garantías requiere concretar la capacidad de apalancamiento vinculada a la liquidez del activo en el mercado. El valor del activo es la base de la financiación y será determinante para el buen fin de la operación. Por ello, a la hora de estructurar las garantías de este tipo de financiaciones será imprescindible establecer criterios claros y recurrentes de valoración del activo a los efectos de determinar el valor del colateral (*loan-to-value* o LTV).

Determinados activos, sujetos al comercio o a la rotación o cambio de naturaleza (mercancía, inventarios, equipos o cuentas por cobrar, entre otros) precisan habitualmente el establecimiento de mecanismos de actualización y monitoreo para la debida protección del valor de la garantía. Ello introduce cierto grado de complejidad y coste que ha de tenerse en cuenta y suele ser la piedra angular de la negociación de este tipo de operaciones. La protección de estas garantías suele reforzarse con el otorgamiento a los acreedores garantizados (o a su agente de garantías) de poderes irrevocables.

Por otra parte, España es pionera en la protección internacional de garantías sobre flotas y maquinaria ferroviaria, al ser uno de los pocos estados que ha suscrito el Protocolo de Luxemburgo sobre material rodante ferroviario, que entró en vigor en 2024 en el contexto de las garantías internacionales establecidas por el Convenio de Ciudad del Cabo. Ello constituye una ventaja competitiva y un soporte fundamental al desarrollo del sector ferroviario en España. A nivel técnico, la inscripción de la garantía en el Registro Internacional correspondiente podrá realizarse una vez cada elemento de la flota sea identificado con su número de matrícula, lo que a menudo condiciona la estructura de financiación de este tipo de activos.

La financiación de aeronaves (frecuentemente, flotas de helicópteros) de matrícula española es habitual en nuestro mercado y goza de un marco jurídico seguro en España. Generalmente estas operaciones se garantizan con la constitución tanto de la garantía nacional (hipoteca mobiliaria) como de la internacional, en el marco del protocolo aeronáutico del citado Convenio de Ciudad del Cabo, en cuya aplicación España tiene dilatada experiencia. Es habitual además que estas garantía colateralicen la inversión mediante financiación estructurada bajo el llamado régimen de “*tax lease*”.

---

## Contratos LMA en España

Los contratos y estándares de la Loan Market Association (LMA) son ampliamente utilizados en el mercado de la financiación corporativa en España. Estos acuerdos proporcionan un marco estandarizado para la documentación de préstamos que facilita la negociación y ejecución de transacciones financieras. Sin embargo, existen varios aspectos y particularidades que deben ser considerados al aplicar estos acuerdos bajo la ley española.

En el proceso de revisión y adaptación de los contratos de financiación estándar de la LMA a la legislación española, deben incorporarse una serie de cláusulas específicas que aseguren su conformidad con el Derecho español. Estas cláusulas abordan aspectos clave como la fiscalidad, la insolvencia, la ejecución y las formalidades legales necesarias en España.

Las adaptaciones comprenden desde las referencias a las normas de Derecho español aplicables y la inclusión de definiciones específicas tales como “Principios Contables Españoles”, “Documento Público Español”, “Prestamista Cualificado Español”, “Cambio de Ley”, “Control”, “Sanciones y normativa PBC”, “Asistencia financiera”, o “Jurisdicción del Prestatario”, hasta el ajuste de otras cláusulas como “Tax Gross-Up” y “Tax indemnity”, las relativas a impuestos y posibles deducciones fiscales o la garantía personal a primer requerimiento de garante español.

En esta revisión deben regularse, además, materias específicas de nuestro Derecho: la entrega de actas de reconocimiento de deuda notariales por los prestatarios españoles, que estarán formalizadas como documento público español, la remisión al artículo 317 del Código de Comercio español en relación con los intereses de demora, la limitación de responsabilidad de cada prestamista respecto del cumplimiento de las formalidades requeridas por nuestra legislación, y la previsión de elevar a público contrato de financiación ante un notario español que permitirá disponer de un título ejecutivo.

Es, por tanto, necesaria una labor de adaptación al caso de estos estándares que debe contar con el asesoramiento de profesionales especializados con experiencia en operaciones multijurisdiccionales.

## Desafíos técnicos de los derechos de crédito como colateral

Los derechos de crédito como objeto de garantía merecen mención aparte, por su gran relevancia. En España son colateral habitual y, en ocasiones único, de todo tipo de financiación.

La legislación española apenas regula la constitución de garantías reales sobre los derechos de crédito. Por ello, su régimen debe completarse con el de la cesión de créditos y con la jurisprudencia de los tribunales españoles, que abunda en esta materia. La estructuración adecuada de esas garantías reviste complejidad técnica y exige poner en relación con el caso aspectos de derecho civil y concursal. Como ventaja, el sistema aporta flexibilidad y permite la utilización de distintas formas y modalidades de garantía.

Apuntamos a continuación algunos de los aspectos que deben analizarse en la estructuración de las garantías de este tipo de activo.

La aplicación del régimen de garantías financiera establecido en España en el RDL 5/2005 — norma que traspone la Directiva 2002/47/CE sobre acuerdos de garantía financiera — presenta importantes ventajas por la facilidad de la ejecución de la garantía (típicamente prenda ordinaria) y su especial protección en escenarios de insolvencia. En concreto, la declaración de

concurso del otorgante de la garantía no afectaría a la garantía que, por tanto, podría ejecutarse de forma separada de acuerdo con lo previsto en el propio contrato y la ley. La prenda podría, no obstante, ser objeto de acciones rescisorias en determinados supuestos. Este régimen singular requiere que el acreedor del derecho de crédito sea una entidad de crédito y, por ello, no es un mecanismo disponible en todos los casos. Es habitual en prendas sobre derechos de crédito derivados de cuentas y depósitos bancarios y de derivados financieros. Deberá revisarse caso por caso el encaje de ciertos tipos de instituciones financieras en el ámbito subjetivo de la norma.

Por otro lado, en el ámbito de las garantías de cuenta y depósitos bancarios, la aplicación del citado régimen de garantías financieras requiere un cuidadoso tratamiento para acomodar el requisito de “control” por el acreedor garantizado sobre los fondos depositados, conforme a lo interpretado por el Tribunal de Justicia de la UE, y para hacerlo de manera compatible con el flujo de fondos de la financiación y la propia operativa de la cuenta o depósito bancario. Este aspecto requiere especial atención, al ser un requisito ajeno al derecho de garantías español y sobre el que todavía no hay una jurisprudencia consolidada, por lo que en la práctica existen diferentes modalidades aceptadas en el mercado para evidenciar dicho “control”.

En escenarios *distress* o cuando surgen impedimentos para que el acreedor se beneficie de la prenda financiera, y existen derechos de crédito identificados que deben reducir el importe de la deuda, puede valorarse la cesión *pro solvendo* como alternativa a la prenda sobre derechos de crédito derivados de contrato y sobre el saldo dinerario derivado de una cuenta corriente.

En la cesión *pro solvendo* (cesión para pago sin efectos extintivos) se libera al deudor al tiempo del pago de los derechos de crédito objeto de cesión, sin que se produzca la extinción de la totalidad de la obligación primitiva, como ocurriría en la cesión *pro soluto* (cesión en pago de crédito o dación en pago). Por tanto, funcionalmente se parece a la prenda.

Aunque su empleo es aún residual, la cesión *pro solvendo* está adquiriendo interés como alternativa a la prenda también por sus notables ventajas en escenarios concursales. Al no ser una garantía real, no está sujeta al régimen de espera en ejecución del concurso de acreedores. Y, considerada como una auténtica cesión de créditos, implicaría la desaparición de la masa activa del deudor de la relación crediticia (cedente) de los derechos de crédito. Su aplicación requiere en todo caso la existencia previa del crédito cedido o, si se trata de créditos futuros, su identificabilidad.

La notificación al deudor del crédito objeto de garantía es otro aspecto técnico relevante en las operaciones que, a menudo, se aborda desde varias perspectivas. La resistencia al concurso de la prenda (no notificada) es seguramente la que suscita mayor interés y debate en la actualidad, sobre todo si el objeto de la garantía son derechos de crédito futuros, ya que ese caso su resistencia al concurso dependerá en gran medida de que los derechos de crédito nazcan

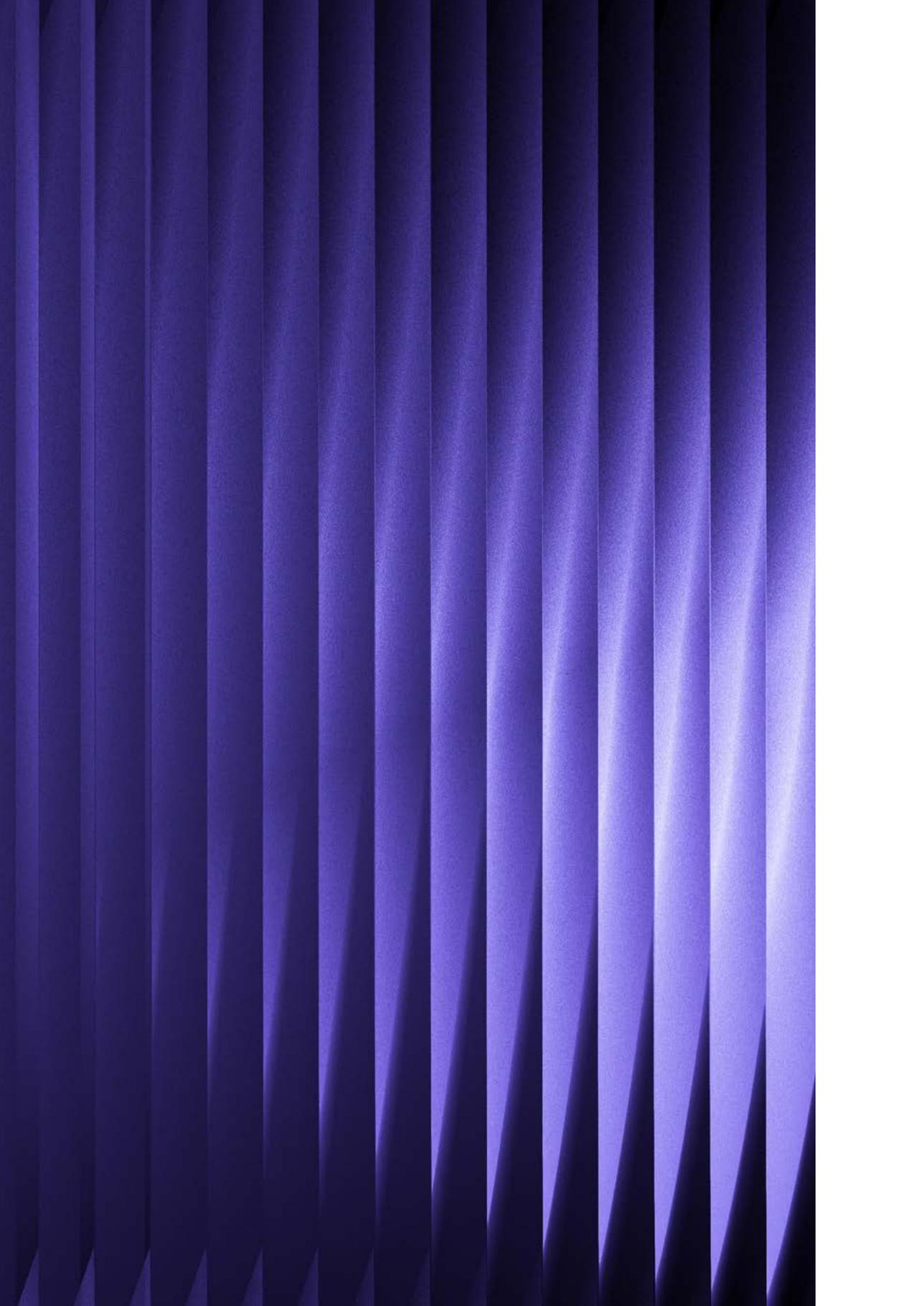
de contratos perfeccionados o de relaciones jurídicas constituidas antes de la declaración de concurso.

La ausencia de una jurisprudencia consolidada sobre los efectos de la notificación de la prenda en sede concursal alimenta y mantiene abiertos ciertos debates que se trasladan a la estructuración de las garantías y a la negociación de las operaciones. En este sentido, hay cierto consenso en que no se trata de un requisito constitutivo de la prenda ordinaria de derecho común (a diferencia de la prenda sometida a la legislación civil catalana). Pero si no se cumple, surgen incertidumbres en escenarios de reestructuración o insolvencia. Así, cabría considerar que, a efectos concursales, el acreedor no está garantizado con respecto a la prenda hasta que se haya realizado la notificación y que, en consecuencia, el período de reintegración sobre los activos pignorados comienza en la fecha de la notificación.

En la práctica, ante estos riesgos, si es factible y no conlleva excesivos costes o dificultades de otra naturaleza, la notificación al deudor suele realizarse en el momento de la constitución de la garantía. Además, ello comporta ventajas importantes; en particular, evita el pago liberatorio por el deudor al acreedor aparente e impide la oponibilidad frente al acreedor pignoraticio de los actos dispositivos del crédito llevados a cabo por el pignorante con el deudor.

Pese a que la prenda ordinaria (con desplazamiento posesorio) es más flexible e inmediata en cuanto a su constitución y mantenimiento, las dificultades para cumplir con el requisito de la notificación hacen que se valore la prenda sin desplazamiento como modalidad alternativa. En ella, el registro público hace innecesaria la notificación al deudor. Además, su resistencia en el concurso alcanza expresamente a los derechos de crédito futuros cuando estos están correctamente identificados en la prenda.

Otro aspecto que entraña dificultad y debate en la estructuración de las operaciones es la existencia en los contratos de los que derivan los derechos de crédito que se pretenden pignorar de pactos que limitan o prohíben su transmisibilidad (conocidos como “pactos de non cedendo”). El estado actual de la jurisprudencia no permite predecir con seguridad los efectos de estos pactos en la prenda ni, en particular, si el acreedor pignoraticio que, actuando diligentemente, desconociese tal pacto estaría protegido. Ello aconseja extremar la diligencia en el análisis de las relaciones jurídicas que originan los derechos de crédito objeto de la garantía.



## II.

# FINANCIACIÓN INMOBILIARIA

## Tendencias de mercado

La inversión inmobiliaria sigue mostrando un crecimiento destacado, situando al mercado español en una posición muy favorable para todo tipo de activos. Como consecuencia del aumento de los tipos de interés en los últimos años, algunas operaciones de adquisición o desarrollo de activos se estructuraron dando mayor protagonismo al capital propio (*equity*) que a la financiación externa. El reciente ajuste de tipos y bajada del Euribor ha conllevado no solo que los costes asociados a la financiación de proyectos se hayan ajustado y que nuevos proyectos cristalicen, sino también que algunas operaciones financiadas en su gran mayoría con fondos propios puedan refinanciarse con deuda bancaria.

Actualmente el abanico de proveedores de financiación es muy amplio, teniendo un marco legal y regulatorio favorable para la entrada de inversores nacionales e internacionales, así como la financiación alternativa (plataformas de deuda, *crowdfunding* y fondos privados de deuda, entre otros). A estos efectos, recordamos que prestar dinero no es, en sí misma, una actividad regulada en España y, a fecha de hoy, para prestar no es necesaria una licencia bancaria.

Asimismo, observamos el interés de inversores internacionales en aterrizar en España y muchos prefieren hacerlo de la mano de promotores e inmobiliarias locales. En los últimos años, hemos sido testigos de numerosas alianzas y *joint ventures* entre actores locales y extranjeros que tienen por finalidad la entrada de nuevos inversores internacionales en el mercado español. Estos inversores se convierten en socios financieros para promover proyectos que ellos mismos desarrollarán, aprovechando el banco de suelo que tienen acumulado estas promotoras, su conocimiento del mercado local y su dificultad para obtener una financiación a coste razonable.

Actualmente, todas las tipologías de activos inmobiliarios gozan en general de buena salud e interés. Dicho esto, en los últimos años el mercado inmobiliario en España ha experimentado

cambios significativos en cuanto a las preferencias de los inversores, con una clara tendencia hacia activos que ofrecen estabilidad y rentabilidad a largo plazo. Existe una clara especialización por clase de activo por parte de inversores, operadores y gestores, y proliferan los procesos de *build-up* para una posterior venta del porfolio. Las tipologías de activos inmobiliarios que despiertan mayor interés son el residencial (especialmente vivienda asequible, de lujo, *flex living* y *coliving*), residencias de estudiantes y mayores, hoteles, oficinas (con preferencia por espacios flexibles y *coworking*), centro de datos, *retail* (en mayor medida en ubicaciones *prime*), centros comerciales (con especial foco en sus espacios de entretenimiento, deporte y gastronomía) y centros logísticos (con buena comunicación y acceso).

En particular, la vivienda asequible ha centrado el foco de atención de políticos e inversores. La colaboración público-privada resulta fundamental para promover un parque suficiente de viviendas en régimen de alquiler asequible para la demanda existente. Aquí, podemos destacar la financiación del Instituto de Crédito Oficial (ICO). Entre estas iniciativas destaca la Línea ICO Vivienda que está destinada a canalizar 4.000 millones de euros de los fondos europeos Next Generation EU para financiar proyectos dirigidos a incrementar el parque de vivienda en alquiler social o a precio asequible y mejorar el parque de vivienda social ya existente.

Finalmente, ha surgido una mayor demanda de financiación para proyectos inmobiliarios verdes. Esto incluye la construcción de edificios ecológicos y la renovación de propiedades existentes para mejorar su eficiencia energética (en especial, oficinas). Los inversores y prestamistas están cada vez más interesados en apoyar proyectos que cumplan con criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG).

## Estructuras de financiación

En cuanto a las financiaciones de proyectos inmobiliarios, se mantienen las habituales estructuras “propco/opco” y cada vez es menos frecuente ver estructuras de “*doble luxco*” para favorecer eventuales ejecuciones (salvo para ciertos proyectos *cross-border* y con riesgos asociados al activo o al *sponsor*).

Por otro lado, es cada vez más común que los fondos internacionales de deuda sometan sus contratos de financiación a la legislación española, ya que están familiarizados con la normativa y los procedimientos de ejecución en España.

En proyectos en desarrollo para ejecución de obra, sobre todo en producto residencial, es habitual ver financiaciones bancarias “puente” que no siempre se refinancian después, por los altos niveles de pre-ventas exigidos en el mercado. Ello hace que la financiación alternativa

adquiera mayor presencia en operaciones por debajo de 5MM de euros (*crowdfunding* y plataformas de deuda).

Por otro lado, tras unos años de abundancia de proyectos “*build-to-rent*” (BTR), más recientemente estarían a la baja. Dichos proyectos BTR se han convertido a “*build-to-sale*” (BTS) por la incertidumbre de mercado, la propia demanda, el interés de los inversores, las políticas gubernamentales (estatales y sobre todo autonómicas) y los nuevos marcos reguladores.

Más allá de los préstamos y créditos hipotecarios, destacaríamos también operaciones de financiación mediante emisión de bonos hipotecarios. Financieramente funcionarían de forma similar, si bien la estructura de bonos permite una transmisión de los bonos privados optimizando su fiscalidad (y evitando el devengo del impuesto de actos jurídicos documentados). Ello porque, en estos casos, el comisario de los bonistas es el beneficiario registral de las garantías hipotecarias. Sin embargo, el acceso al mercado de capitales sigue estando muy intermediado y los costes transaccionales de emitir deuda son altos, de modo que en España sólo algunas de las inmobiliarias cotizadas se financian mediante el *bond financing*.

No podemos dejar de mencionar otras tipologías de operaciones y estructuras en el ámbito inmobiliario, que según el caso, pueden ser de interés para el inversor, el financiador o la propia administración pública. Nos referimos al *leasing* inmobiliario, la transmisión de derechos de superficie, las estructuras concesionales o las cooperativas de vivienda, que están sobradamente testadas en nuestro ordenamiento y que cuentan con sus garantías específicas.

## Garantías de la financiación inmobiliaria

Como hemos señalado antes, el sistema de garantías español dispone de una amplia tipología de garantías reales. Resulta imprescindible realizar un análisis individualizado de la mejor estrategia de ejecución según la naturaleza de la garantía y los procedimientos de ejecución disponibles. Así, en la financiación inmobiliaria, naturalmente reviste especial relevancia la hipoteca, que requiere de formalización en escritura pública e inscripción en el Registro de la Propiedad. Su constitución está sujeta a tributación (impuesto de actos jurídicos documentados), lo que conlleva un coste sustancial.

El derecho hipotecario español prevé distintas modalidades de hipoteca inmobiliaria que deberán ser analizadas caso por caso para poder acomodar de manera óptima las estructuras de financiación actuales, que pueden incluir diversos tramos de financiación, la contratación de derivados, instrumentos financieros de distinto rango o compromisos futuros de financiación.

El coste asociado a la constitución y novación de hipotecas propicia que, con mayor frecuencia que en la financiación corporativa o de proyecto, las financiaciones inmobiliarias se firmen en bilateral (y no sindicadamente), y que se cedan en menor medida fuera de escenarios *distress*.

En ocasiones en que un mismo “activo funcional” se compone de una multiplicidad de activos singulares (típicamente el caso de edificios, centros comerciales y hoteles), debe considerarse a efectos hipotecarios la conveniencia de tratarlos de forma unitaria, para lo cual pueden formalizarse agrupaciones o vinculaciones *ob-rem*.

Asimismo, para poder formalizar e inscribir la hipoteca se precisa una tasación (generalmente modalidad “ECO”) con antigüedad no superior a 6 meses. Durante la financiación puede admitirse tanto tasaciones “ECO” como “RICS” a efectos de los cálculos de ratios.

Además de los conocidos procedimientos de ejecución judicial o notarial, existen fórmulas de ejecución más eficientes, como las establecidas en el citado RDL 5/2005 para garantías financieras que ofrece especial protección frente al concurso e insolvencia del deudor, y los procedimientos de venta directa específicamente recogidos en el Código Civil Catalán o regulados a través del llamado “*pacto marciano*”.

Lo más habitual es que en proyectos inmobiliarios sean los propios activos del proyecto los que respondan directamente de la deuda. No obstante, en proyectos en desarrollo y en una fase preliminar, el financiador solicita en ocasiones al *sponsor* un compromiso de apoyo financiero adicional al deudor o a sus socios, en forma de *comfort letter*, *equity commitment letter* o *parent guarantees*, especialmente para cubrir eventuales desviaciones de costes.

Es recomendable también para asegurar la viabilidad y “bancabilidad” del proyecto, que, además de los informes técnicos y medioambientales, se haya realizado un *due diligence* legal en el ámbito inmobiliario y público o administrativo. El planeamiento urbanístico, las licencias de obra y actividad o los contratos de construcción y de arrendamiento del activo se convierten en elementos clave que se deben revisar en detalle para garantizar el éxito del proyecto y la ausencia de riesgos para el financiador.

Asimismo, y en el marco de operaciones de adquisición de sociedades específicas (SPVs) que tienen la titularidad de los activos inmobiliarios (*share deal*), han de tenerse en cuenta las limitaciones de asistencia financiera citadas en la sección relativa a financiación corporativa. Ello conlleva que los activos inmobiliarios objeto de adquisición no puedan utilizarse como garantía de la deuda de adquisición. En estos casos deben analizarse soluciones alternativas para optimizar el *loan-to-value* (LTV) asociado a dichas garantías, como las garantías cruzadas (*cross-collateralization*) en financiaciones de adquisición de porfolio de activos.

## Sostenibilidad y financiación verde inmobiliaria

En la financiación inmobiliaria han adquirido protagonismo en los últimos años en España productos específicos de financiación relacionados con la sostenibilidad, que pueden agruparse fundamentalmente en dos categorías:

- **Financiación verde:** Se trata de instrumentos financieros (préstamos y también bonos, como se explica en la sección relativa a estos más adelante) destinados a financiar o refinanciar, total o parcialmente, activos o proyectos verdes o sociales elegibles (ya sean nuevos o existentes). Los proyectos verdes fomentan una economía de emisiones netas cero, protegen y restauran el medio ambiente, facilitan la adaptación al cambio climático y proporcionan otros beneficios ambientales.

Sus características económicas pueden variar dependiendo de si el prestatario/emisor alcanza objetivos de rendimiento de sostenibilidad ambiciosos, relevantes y cuantificables, previamente acordados.

Dentro de esta categoría es frecuente encontrar en España operaciones de financiación de desarrollos inmobiliarios que aspiran a obtener (de manera inmediata o diferida en el tiempo) una determinada certificación de eficiencia energética y, respecto de activos construidos, operaciones de financiación y refinanciación destinadas a la mejora de la eficiencia energética en determinada medida.

- **Financiación vinculada a sostenibilidad:** Se trata de préstamos y bonos vinculados a criterios de sostenibilidad, en los que las condiciones económicas de la financiación (generalmente el margen del tipo de interés) pueden variar en función de parámetros de sostenibilidad.

En el sector inmobiliario en España este producto suele enmarcarse en operaciones que involucran a portafolios de activos de operadores relevantes en el mercado.

Los contratos de financiación que se vinculan a sostenibilidad presentan una mayor complejidad al incluir típicamente:

- una selección de indicadores o métricas cuantificables de rendimiento (*key performance indicators* o KPIs, en sus siglas en inglés);
- la determinación de mejoras medibles en los KPIs conforme a un cronograma predefinido;
- el impacto en los términos económicos de la financiación (principalmente, la reducción o aumento de la tasa de interés);
- requisitos de informes en cuanto a la monitorización y cumplimiento de KPIs; y
- procedimientos acordados para su verificación.

La tendencia del mercado está desarrollándose hacia una mayor exigencia en la selección de los KPIs, para asegurar la credibilidad e integridad del producto de préstamo vinculado a la sostenibilidad, especialmente desde la perspectiva de los prestamistas e instituciones financieras (entre otras razones, para prevenir el *greenwashing*).

En el sector inmobiliario los indicadores suelen estar más relacionados con impacto ambiental (consumo de recursos, emisiones, residuos) que con el impacto social (bienestar laboral, diversidad, impacto en la comunidad) o ética y gobernanza (cumplimiento normativo, transparencia, responsabilidad corporativa). Los KPIs más habituales son los ligados a reducción de la huella de carbono, consumo de energía renovable, uso eficiente de agua o reducción consumo hídrico y tasa de residuos reciclados o reutilizados.

Los estándares LMA tienen una notable influencia en los contratos de financiación sostenible y verde que se suscriben en España.

## *Distressed debt*

El mercado español de deuda inmobiliaria fallida o *distressed* se viene desarrollando desde la crisis inmobiliaria en 2008.

Son, precisamente, los bancos y la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (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. Estos inversores se especializan en adquirir en el mercado créditos dudosos ("*non-performing loans*" o NPLs, a los que se hará referencia específicamente en la sección de compraventa de deuda), que se encuentran provisionados dentro del balance de las entidades financieras, con descuentos significativos respecto a su precio, los cuales se pueden ofrecer tanto individualmente, como en forma de voluminosas carteras.

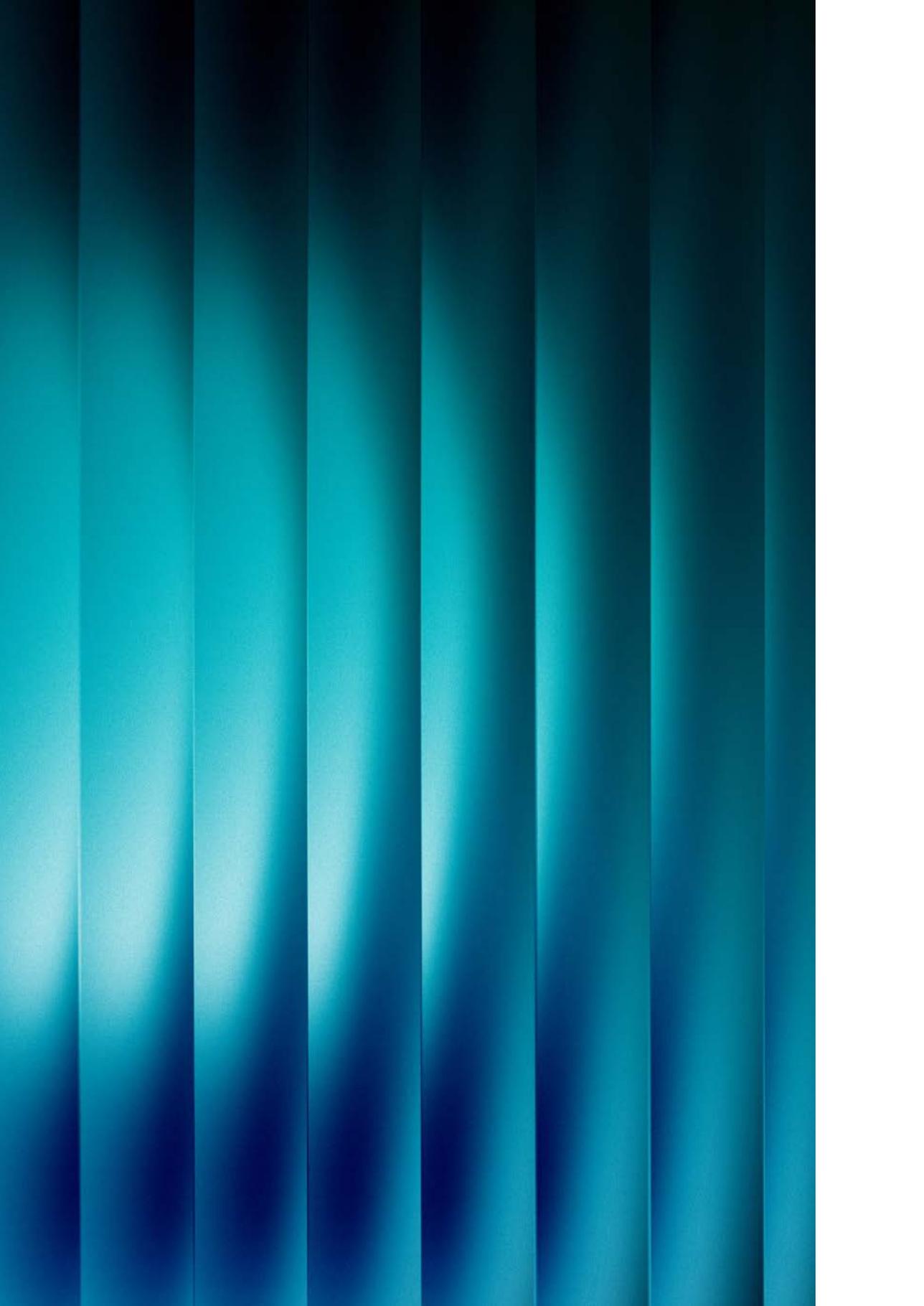
Pese a que los procesos de venta de estas carteras son rápidos, durante su desarrollo muchos procedimientos de ejecución culminan con la adjudicación de los inmuebles a la entidad financiera cedente o su dación en pago y, por tanto, el cierre de las operaciones implica la transmisión de numerosos activos inmobiliarios, que en este contexto se conocen como "REOs" (por sus siglas en inglés, *real estate owned*). Cada vez es más frecuente encontrar también ofertas en el mercado de portafolios exclusivamente de REOs procedentes de carteras de préstamos dudosos. En todo caso, la existencia de REOs en operaciones de venta de portafolios requiere un

tratamiento específico y añade complejidad, al incorporar cuestiones de derecho inmobiliario y fiscal que además pueden variar por zonas geográficas.

En estas operaciones de venta revisten una especial complejidad el tratamiento de las quitas o condonaciones de deuda realizadas a deudores de préstamos hipotecarios. Su tratamiento fiscal merece un análisis cuidadoso y en detalle.

Estas adquisiciones se realizan bien con capital propio (*equity*) o a través de financiación alternativa (*loan-on-loan*), y a través de estructuras contractuales no estandarizadas y adaptadas a la transacción en cuestión.

En estas operaciones de carteras de préstamos hipotecarios debe tenerse en cuenta que no todos los operadores de mercado pueden beneficiarse de la antes citada hipoteca flotante (muy habitual en los portafolios); precisamente los operadores financieros “no bancarios” (como es el caso de la financiación alternativa) tienen limitaciones legales en este sentido. Este aspecto requiere la implementación de estructuras de transmisión alternativas en las que cobra especial relevancia la titulización.



### III.

## FINANCIACIÓN DE PROYECTO

### Expansión de energías renovables y desafíos regulatorios

El mercado español de financiación de proyectos sigue siendo uno de los más activos y dinámicos de Europa, impulsado por el Plan Nacional Integrado de Energía y Clima (PNIEC) 2021-2030. Cumplir sus objetivos es un desafío y requerirá una aceleración en los permisos y la expansión de la red, así como ajustes regulatorios y una mayor electrificación del lado de la demanda.

Predominan las energías solar fotovoltaica y eólica terrestre. Para finales de 2025, se espera que la capacidad instalada de renovables supere los 75 GW, con la solar fotovoltaica superando los 38 GW (de los 130 GW de capacidad instalada en España). Sin embargo, la rápida expansión de estas tecnologías ha superado el crecimiento de la demanda y el desarrollo de la red energética. Esto, sumado a la falta de nuevos puntos de conexión y retrasos en los proyectos de refuerzo de la red, afecta los ingresos de los proyectos y genera incertidumbres sobre la “bancabilidad” a largo plazo. La electrificación de la industria y la lenta adopción del vehículo eléctrico (VE) ha incrementado este desequilibrio, limitando la capacidad del mercado para absorber el exceso de producción renovable.

Si bien la hibridación con almacenamiento está emergiendo como una solución, España estaría rezagada en el despliegue del almacenamiento a gran escala por la incertidumbre regulatoria y la falta de mecanismos claros de mercado de capacidad. Los financiadores de este tipo de proyectos típicamente requieren que el promotor mantenga indemne a la financiada de daños causados por la hibridación, y le exigen que aporte capital, buscando que la exposición a la deuda se limite a elementos generadores de ingresos estables. Sin embargo, se espera que 2025 marque un punto de inflexión y se materialicen las primeras financiaciones estructuradas de sistemas de almacenamiento de baterías independientes, si bien las estructuras de financiación aún están en desarrollo temprano.

Gracias al impulso de la demanda de electricidad del creciente sector de infraestructura digital, el mercado de centros de datos de España se expande rápidamente, particularmente en Madrid, Barcelona y mercados secundarios emergentes, como Aragón y Extremadura. Solo en 2024, la nueva capacidad instalada de centros de datos superó los 600 MW, y las proyecciones para 2025 sugieren un crecimiento continuo, impulsado por inversiones de empresas tecnológicas globales y el desarrollo de la inteligencia artificial. En este sentido, se espera que los centros de datos absorban cada vez más la generación renovable excedente, lo que mitigará el recorte y mejorará las condiciones de la financiación de proyectos.

El biometano está ganando terreno como combustible renovable financiable, impulsado por incentivos regulatorios y el aumento del coste de los permisos de emisión de carbono del Sistema de Comercio de Emisiones de la UE (EU ETS). España es uno de los principales mercados europeos en cuanto a potencial de biometano, con más de 50 nuevos proyectos en desarrollo y un ambicioso objetivo de producción de 20 TWh para 2030 según el PNIEC. Se espera que en 2025 continúe el crecimiento de la producción, a medida que nuevas instalaciones entren en funcionamiento y mejore la regulación. Se han introducido incentivos para la inyección de biometano en la red de gas, tales como subsidios directos y tarifas de alimentación, que dinamizan la financiación. La perspectiva para este año es que los financiadores amplíen las opciones de financiación de plantas de biometano, favoreciendo acuerdos de venta a largo plazo con compradores industriales que buscan la descarbonización. Sin embargo, asegurar financiación será un desafío para proyectos que dependen de ventas de biometano en el mercado, por la volatilidad de precios.

Los inversores estudian de cerca tecnologías emergentes que podrían remodelar el mercado próximamente:

- **Eólica *Offshore*:** España tiene un objetivo de 3 GW para 2030 bajo el PNIEC, aunque los obstáculos regulatorios y los lentos procesos de permisos hacen que lograr este hito sea incierto. Los proyectos en etapas tempranas progresan, pero los retrasos en las autorizaciones preocupan a los desarrolladores y limitan su escalabilidad inmediata.
- **Hidrógeno Verde:** La inversión fluye, pero la comercialización es aún una meta a medio plazo. La “bancabilidad” dependerá de asegurar acuerdos de compra a largo plazo con sectores difíciles de descarbonizar.
- **Captura y Almacenamiento de Carbono (CAC):** España está evaluando posibles inversiones en CAC, con clústeres industriales explorando proyectos piloto. Pero el despliegue a gran escala de CAC es incierto. Según evolucionen los mecanismos de fijación de precios del carbono, el CAC podría adquirir relevancia en la estrategia de descarbonización de España.

La financiación de proyectos de infraestructuras básicas como el transporte (carreteras, puertos, aeropuertos) y la social (hospitales, escuelas) se limita a la refinanciación de instalaciones existentes o mejoras de activos (*brownfield projects*), debido a la restricción de presupuestos

públicos y a los limitados incentivos al sector privado. Surgen oportunidades puntuales en torno a mejoras esenciales de infraestructura, iniciativas de digitalización y refinanciamientos vinculadas a la sostenibilidad.

## Acuerdos de compra de energía

Los acuerdos de compra de energía, más conocidos por sus siglas en inglés como “PPAs” (*power purchase agreements*), han devenido en los últimos años relevantes a la hora de estructurar y planificar la ejecución de la financiación de proyectos. Según un informe de Pexapark, en España se cerraron 47 operaciones en 2024, con un volumen de 4,66 GW, colocando al país en la posición de liderazgo en Europa por volumen. En tecnologías solares contribuye a esta tendencia la previsión de precios bajos en el precio *spot* (incluyendo precios negativos recurrentes en ciertos momentos del año) que es causada, en parte, por el despliegue masivo de energía renovable y la falta de soluciones de almacenamiento, lo que provoca la canibalización de precios entre instalaciones durante el día.

Los PPAs pueden ser físicos —la energía producida por el activo renovable se transfiere efectivamente al comprador— o virtuales —la energía producida por el activo renovable no se transfiere, pero tanto el productor como el comprador cubren el precio de la energía—. El esquema de precios puede variar. Típicamente, las partes elegirán entre un PPA de precio fijo, o un seguimiento del mercado con descuento que permite al comprador capturar cualquier alza en el precio *spot*.

Los PPAs tienen ventajas para ambas partes. Por un lado, permiten al productor asegurar un flujo constante de ingresos para su activo y, por lo tanto, mejoran su capacidad para asegurar financiación y un retorno previsible para el promotor en tiempos de incertidumbre de precios. Por otro lado, el comprador asegura energía limpia a un precio determinado y, en los PPA virtuales, asegura la fracción de atributos ambientales asociados con el volumen comprometido, ayudándole a alcanzar sus objetivos de sostenibilidad.

La “bancabilidad” de un PPA dependerá principalmente de tres factores:

- La solidez financiera de la contraparte es primordial, ya que una parte sustancial de los ingresos del proyecto dependerá de los pagos realizados por el comprador.
- El plazo en el PPA es un aspecto especialmente relevante. Cuanto más largo sea, más tiempo se beneficiará la planta de un flujo de caja previsible, favoreciendo que las entidades financieras se vinculen en relaciones contractuales largas y estables.

- La capacidad de prever mecanismos contractuales para evitar un posible retraso en la construcción o permisos —lo que normalmente implica la necesidad de pagar daños al comprador— es de suma importancia. En este sentido, mecanismos como la posible sustitución del proyecto retrasado son muy comunes en los PPA.

## Estructuras en la financiación de proyectos

Una de las principales consecuencias del despliegue masivo de instalaciones de energía renovable en España es la enorme cantidad de crédito que necesitan los desarrolladores y promotores para financiar la construcción y llevar los proyectos a operación. Si bien la estructura tradicional de financiación en la que uno o varios bancos comerciales proporcionaban financiación para construir un solo activo sigue utilizándose y predomina, en los últimos años se han incorporado soluciones de financiación más sofisticadas.

En este sentido, la financiación denominada en la jerga del sector “*holdco*” ha llegado para quedarse. Esta operación se estructura mediante una reorganización corporativa del desarrollador que agrupa varios activos bajo el paraguas de una sociedad *holding* sin deudas. Las entidades financieras financian a la *holding* y toman como garantía las participaciones de esa sociedad *holding* y todos los activos y derechos de crédito de los proyectos. Una vez concedida la financiación, la deuda baja en la estructura para financiar los costes del proyecto a través de deuda intragrupo.

Esta estructura tiene ventajas significativas para todas las partes involucradas:

- Eficiencia y reducción de costes, ya que evita la negociación de varios acuerdos individuales y la gestión administrativa del contrato de financiación se facilita.
- Mitigación de riesgo, ya que los proyectos pueden equilibrar el riesgo entre ellos y mitigar cualquier posible incumplimiento si un proyecto no rinde como se esperaba.
- Sinergias con los acuerdos del proyecto, ya que permite, por ejemplo, comprometer el volumen de varias instalaciones con un solo comprador bajo un PPA y, por lo tanto, maximizar el apalancamiento.

Además, en los últimos años se ha desarrollado un tipo de financiación que está más alejado de los ingresos del proyecto pero que sigue siendo clave para que el proyecto se lleve a cabo, como es la financiación del capital. Los financiadores *senior* a menudo financiarán entre el 60 % y el 80 % de los costes del proyecto y exigirán contribuciones de capital del promotor antes de las disposiciones, por lo que hay una gran necesidad de financiar esas contribuciones de capital.

Este tipo de financiación de capital es más arriesgado, ya que el financiador estará estructuralmente subordinado al financiador *senior*, pero en consecuencia genera tasas de interés más altas. Desde una perspectiva de garantía, normalmente implica la creación de un nivel superior de sociedad *holding* sobre la estructura *senior*, que es la sociedad que se está financiando. El auge de actores de financiación alternativa, como fondos o compañías de seguros, ha causado un notable crecimiento de este tipo de financiaciones.

## El papel de los promotores en las financiaciones de proyecto

El papel de los promotores varía según la estructura de los acuerdos, la asignación de riesgos y las condiciones de financiación. Dependiendo de la naturaleza del proyecto y su “bancabilidad”, del apetito de riesgo y expectativas del financiador, surgen diferentes enfoques de recurso al promotor.

El papel del promotor generalmente se enmarca en tres categorías principales:

- **Patrocinio con recurso completo y garantías:** En transacciones donde el promotor proporciona garantías y recurso completo, los financiadores se benefician de un vínculo crediticio directo con el balance del promotor. Esta estructura se utiliza a menudo en proyectos con un riesgo significativo de construcción o tecnología no probada, donde los financiadores requieren seguridad adicional. Si bien este enfoque facilita condiciones de financiación competitivas, implica una responsabilidad total para el promotor, y en la práctica trata la deuda como financiación corporativa, en lugar de financiación de proyecto propiamente dicha.
- **Recurso limitado y apoyo estructurado:** Es el enfoque más común. Las estructuras de recurso limitado equilibran el riesgo entre el promotor y los financiadores. En estas operaciones, los promotores generalmente proporcionan garantías o compromisos de inyección de capital (dentro de los límites acordados) durante la fase de construcción, pero su responsabilidad se libera una vez que el proyecto alcanza la operación comercial. Los riesgos legales y técnicos identificados durante el proceso de *due diligence* generalmente estarán cubiertos por la garantía del promotor también.
- **Financiación sin recurso:** Supone una asignación de riesgo total del proyecto. Bajo una estructura completamente sin recurso, la financiación del proyecto se asegura únicamente con los flujos de efectivo y activos del proyecto, sin recurrir al balance del promotor. Si bien esta es la estructura más atractiva para los promotores, que buscan preservar su capacidad crediticia, exige fundamentos “bancables” del proyecto, como acuerdos de compra a largo plazo, marcos regulatorios estables y mecanismos de mitigación de riesgos

bien estructurados. Los financiadores generalmente imponen condiciones contractuales estrictas, mayores ratios de cobertura del servicio de la deuda y requisitos de reservas para compensar la ausencia de apoyo del promotor.

Independientemente de la estructura de recurso, se espera que los promotores inyecten entre el 20 % y el 40 % del coste total del proyecto como capital. Los financiadores generalmente exigen estas inyecciones de capital como condición previa a los desembolsos de deuda.

El recurso a los promotores normalmente busca mitigar los riesgos financieros y de consecución del proyecto. La forma de estas garantías varía según los requisitos del financiador y las especificidades del proyecto:

- **Garantías de sobrecostes:** Los promotores se comprometen a inyectar capital adicional para cubrir sobrecostes respecto del caso base. Estos sobrecostes pueden deberse a gastos imprevistos o retrasos que requieran financiación adicional para cumplir con la fecha de puesta en servicio (COD, por sus siglas en inglés).

Para mitigar el riesgo de construcción y reducir la exposición del promotor a sobrecostes, los financiadores a menudo requieren que los proyectos se desarrollen conforme a contratos de construcción (EPC) llave en mano. Estos contratos asignan al contratista toda la responsabilidad de entregar un proyecto completamente operativo dentro de un presupuesto y cronograma fijos, desplazando el riesgo del promotor. Al cerrar contratos de importe global, fecha cierta y rendimiento garantizado, los promotores pueden limitar su exposición financiera y proporcionar mayor certeza a los financiadores sobre la consecución del proyecto.

- **Garantías de retraso:** Los promotores garantizan o inyectan capital para cubrir las obligaciones del servicio de la deuda si el proyecto no alcanza la COD a tiempo. Típicamente, incluye la cobertura de seis meses de servicio de la deuda.

En algunas operaciones, este recurso se suaviza o se elimina por completo si se establece una cuenta de reserva que cubra este riesgo (habitualmente del 3 % al 5 % del coste total del proyecto, más seis meses de servicio de la deuda). Estas cuentas sirven como recurso en caso de que cualquiera de los riesgos mencionados anteriormente se materialice. Generalmente la dotación de la cuenta se financia antes o durante la construcción y el saldo se libera al alcanzar la COD, a menudo sin necesidad de cumplir con las condiciones estándar para distribuir dividendos. Esta cuenta de reserva también puede ser reemplazada por un crédito, en el que se difiere la disposición hasta que el sobrecoste o el retraso realmente ocurran, disminuyendo significativamente los costes financieros en escenarios de buen desempeño.

En financiaciones de cartera, donde los financiados son parte de un grupo de consolidación fiscal español, puede exigirse a los promotores proporcionar garantías adicionales para mitigar los riesgos relacionados con obligaciones fiscales. Así, dado que la consolidación fiscal puede crear responsabilidades conjuntas entre las entidades del grupo, los financiadores a menudo

requieren que los promotores aseguren que los flujos de efectivo del proyecto permanezcan aislados y no se vean afectados por las obligaciones fiscales a nivel de grupo.

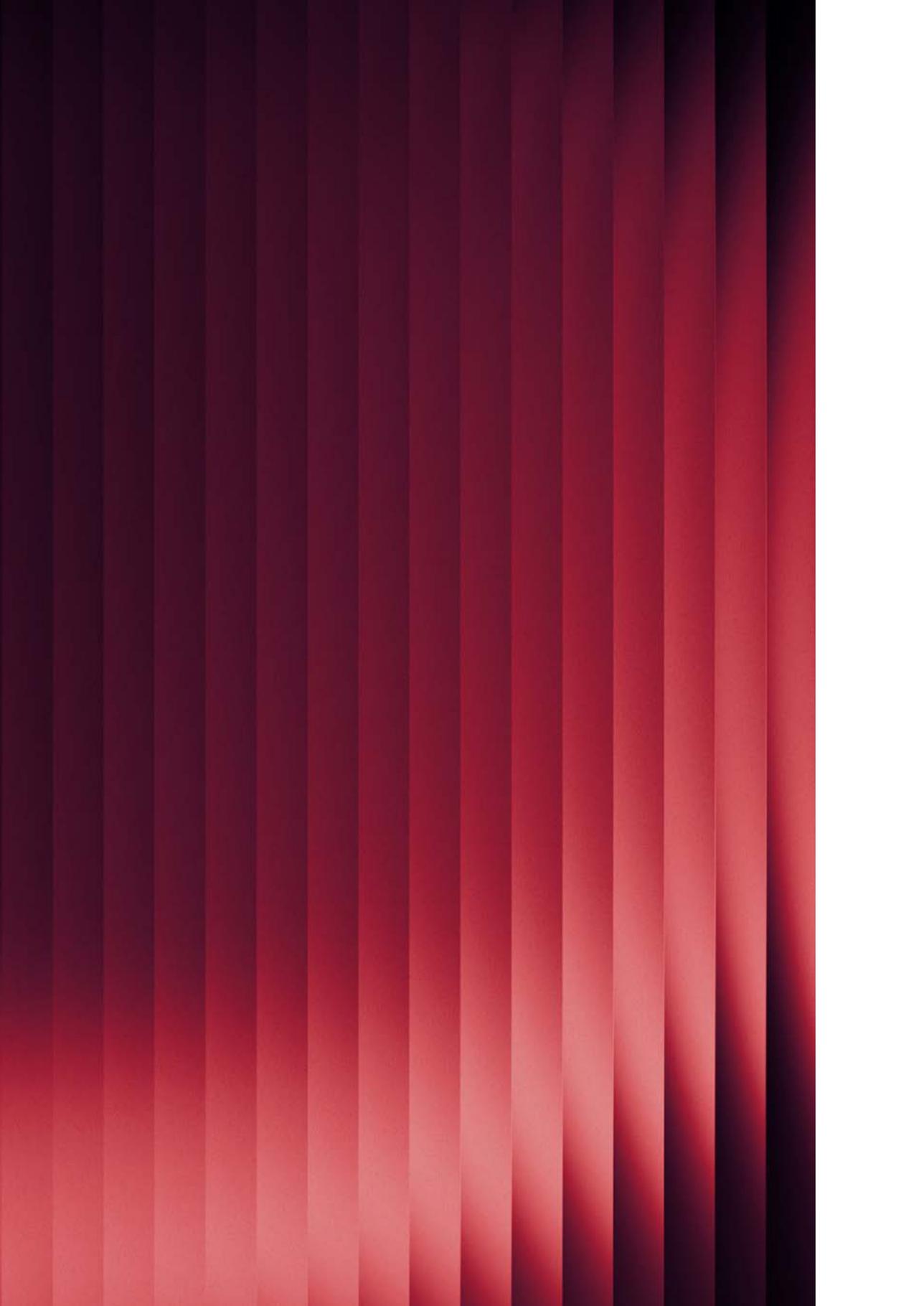
## Flexibilidad en los contratos de financiación de proyectos

La flexibilidad dentro de la documentación de financiación de proyectos es cada vez más crucial porque permite a los financiadores gestionar eficazmente los proyectos y responder rápidamente a los cambios del mercado y operativos sin incumplir las condiciones de financiación. Los acuerdos de financiación de proyecto incorporan flexibilidad en tres áreas principales:

- **Modificaciones y reemplazos de los contratos del proyecto:** Los financiados generalmente tienen permitido modificar o reemplazar los contratos subyacentes del proyecto, siempre que tales modificaciones no afecten de forma sustancial a la solidez financiera o la fiabilidad operativa del proyecto. Los contratos suelen prever condiciones expresas para modificaciones pre-aprobadas, donde se permiten mejoras de términos y condiciones. Sin embargo, modificar ciertos términos y condiciones reservados (partes, calendarios de pago o plazos) está condicionado al consentimiento del financiador. Fuera de los casos donde se prevé el consentimiento automático (por ejemplo, cambios menores o administrativos), tales modificaciones o reemplazos están sujetos a la aprobación del asesor técnico o los financiadores.
- **Cambios de socios y promotores:** La flexibilidad también se extiende a cambios a nivel de socios o promotores, típicamente permitidos a través del concepto de “Inversor Permitido”. Para evitar un cambio de control en un escenario de cambio de socio o promotor, los documentos de financiación establecen criterios claros que definen a nuevos inversores, a menudo requieren que sean entidades reputadas de países de la OCDE, con recursos financieros sustanciales o solvencia (especialmente si alguna garantía del promotor o compromiso financiero está vigente), experiencia operativa relevante y un historial demostrable en clases de activos similares. Siempre que se cumplan estas condiciones, los cambios de promotores o las reestructuraciones de capital están permitidas sin desencadenar derechos de veto de los financiadores ni causas de incumplimiento, lo que permite a los promotores ajustar estratégicamente sus posiciones de inversión.
- **Venta de sociedades de proyecto financiadas en financiaciones de cartera:** Las financiaciones de cartera incluyen mecanismos que permiten la venta o disposición de sociedades financiadas individuales o proyectos dentro de la estructura de la cartera. Esta flexibilidad permite a los promotores gestionar su inversión de manera dinámica,

alineando la cartera con objetivos estratégicos u oportunidades de mercado. Las condiciones típicamente requeridas por los financiadores para aprobar tales disposiciones incluyen mantener ratios financieros predefinidos (como ratios de cobertura del servicio de la deuda o ratios *loan-to-value*), asegurando el cumplimiento general de la cartera con los criterios de dimensionamiento de la deuda, y el prepago del principal de la financiada vendida.





## IV.

# COMPRAVENTA DE DEUDA

## Estructura de las operaciones de compraventa de deuda

Desde los años 2012-2013 el volumen de operaciones de compraventa de deuda ha crecido significativamente y los activos involucrados y estructuras de las operaciones están en continua evolución, adaptándose a las necesidades específicas del cedente, la calidad de las carteras y las condiciones del mercado.

Si bien las entidades financieras son aún los mayores actores de este mercado, también venden este tipo de activos operadores telefónicos, grandes cadenas de supermercados y, en general, compañías que tienen grandes carteras de cuentas a cobrar a sus clientes.

Las estructuras de las operaciones se explican partiendo de las dos tipologías básicas de carteras de créditos:

- **Carteras *unsecured*:** Carecen del respaldo de activos específicos y, por ello, presentan un mayor riesgo para los inversores. Principalmente se componen de préstamos personales, “colas hipotecarias”, tarjetas de crédito y descubiertos en cuenta. Dado que la única formalidad que requieren es la notificación a los deudores, las carteras *unsecured* se venden casi exclusivamente a través de la estructura de venta directa, mediante la firma de un contrato de compraventa de créditos entre cedente y cesionario, de manera que se transfieren los créditos directamente al cesionario, que asume todos los derechos y obligaciones asociados a los créditos, incluyendo el derecho a recibir los pagos de los deudores.

La venta directa de carteras *unsecured* suele implicar un descuento significativo en el precio debido al mayor riesgo de recuperación de la deuda. En algunas operaciones el cedente prefiere mantener la gestión de la cartera, cediendo sus derechos económicos a través de un esquema de sub-participación o “cesión silenciosa”, es decir, sin notificación a los deudores, pero estas últimas son una proporción significativamente menor que la venta directa.

- **Carteras *secured*:** Son carteras que sí tienen el respaldo de activos (generalmente inmuebles hipotecados) y resultan más atractivas para los inversores al poderse beneficiar del valor adicional de los inmuebles subyacentes. Su venta es más compleja, por la necesidad de transmitir el beneficio de la hipoteca. Estas operaciones exigen al comprador y vendedor un conocimiento más detallado de la cartera y las garantías hipotecarias. En este proceso se involucra también al Notario público ante el que se formaliza la operación, que se encarga de comprobar que las hipotecas transmitidas se corresponden con la información que el vendedor ha facilitado al comprador durante el proceso de negociación.

Las estructuras básicas de venta de carteras *secured* son actualmente las siguientes:

- **Venta directa:** Además del contrato de compraventa, por el que el transmite el contrato de crédito o préstamo, el vendedor tendrá que formalizar con el comprador escrituras notariales de cesión de las hipotecas. Esto implica la necesidad de inscribir esta cesión en todos los Registros de la Propiedad en los que estén ubicados los inmuebles hipotecados, lo que genera importantes costes de operación (impuestos y aranceles registrales).

Esta estructura ha sido la más utilizada, especialmente en la venta de créditos dudosos o *non-performing loans* (más conocidos por sus siglas en inglés como “NPLs”), pero la menor exposición por parte de las entidades financieras a este tipo de crédito y la entrada en vigor de la Ley 5/2019, de Contratos de Crédito Inmobiliario, que exigiría la inscripción del comprador en un registro del Banco de España, ha disminuido el volumen de estas operaciones. Es de esperar que con la nueva “Ley de *Servicers*”, que explicamos más adelante, vuelvan a activarse estas transmisiones.

- **Emisión de instrumentos financieros y titulación:** El banco cedente emite sobre una cartera instrumentos financieros respaldados por los créditos hipotecarios, en forma de Participaciones Hipotecarias (PHs) y Certificados de Transmisión de Hipoteca (CTHs).

El comprador suscribe las PHs y CTHs y, generalmente, las transmite a un Fondo de Titulación de Activos (FTA) español constituido por el comprador. El banco cedente mantiene la titularidad formal de los créditos cedidos y de la cartera hipotecaria que los respalda y, por tanto, puede mantener la relación con el deudor. También deberá cumplir con las obligaciones formales requeridas por la normativa aplicable.

Bajo esta estructura no es necesario inscribir la cesión de las hipotecas, lo que la hace mucho más eficiente desde el punto de vista de costes y gestión, y se evita la sucesión procesal en aquellas en que se hubiera iniciado la ejecución hipotecaria. Como desventaja, el vendedor debe continuar con su gestión en los términos pactados con el comprador y cumpliendo con la normativa, por ejemplo, en cuestiones de *reporting* sobre la evolución de dichos créditos a Banco de España. No obstante, especialmente en las carteras *performing* (créditos al corriente de pago) o *sub-performing* (créditos con algún impago puntual), esta estructura permite a la entidad financiera mantener la relación con el deudor en otros

productos, como pueden ser préstamos personales, seguros, y otras ventas cruzadas que les generan una rentabilidad importante.

Por el lado del comprador, si bien depender del banco inicialmente limita su capacidad de gestión, en la práctica, cuando el crédito entra en situación de impago continuado, se suele prever la transmisión de su gestión a un especialista (*servicer*), que suele dinamizar el recobro o realización, y debe respetar en todo momento la normativa aplicable, incluyendo Códigos de Buen Gobierno, normativa de consumo o la citada Ley de Contratos de Crédito Inmobiliario.

## La nueva “Ley de *servicers*”

La trasposición de la Directiva (UE) 2021/2167 sobre administradores y compradores de créditos a través de Ley de Administradores y Compradores de crédito (más conocida como “Ley de *Servicers*”), introduce importantes cambios en nuestro ordenamiento que afectan a la industria de compradores y vendedores de créditos dudosos. La Ley de *Servicers* establece un marco normativo uniforme en toda la Unión Europea, lo que promueve la integración del mercado, mayor competencia y eficiencia en la distribución de NPLs. Las principales novedades que introduce son las siguientes:

- **Autorización y Registro:** Para administrar créditos dudosos es necesaria la autorización del Banco de España. Los *servicers* deben inscribirse en el Registro del Banco de España una vez autorizados.
- **Información al Comprador de Créditos:** Las entidades de crédito deben proporcionar al posible comprador la información necesaria sobre los créditos y sus garantías para permitir una evaluación adecuada del valor y la probabilidad de recuperación antes de la compraventa.
- **Designación de *servicers*:** Los compradores de créditos domiciliados en España o en otro país de la UE que operen en España deben designar a un *servicer* o a una entidad de crédito para gestionar los créditos dudosos de personas físicas, incluyendo consumidores, trabajadores autónomos, microempresas y pymes.
- **Representante en España:** Los compradores de créditos que no estén domiciliados en la UE deben designar un representante con domicilio social en España para cumplir con las obligaciones impuestas por la normativa.
- **Renegociación de deudas:** Mediante modificaciones en la Ley 16/2011 de Contratos de Crédito al Consumo, se introducen políticas de renegociación de deudas para alcanzar

acuerdos antes de tomar acciones legales frente al deudor. Por otro lado, las entidades prestamistas deben ofrecer planes de pago a deudores en situación de vulnerabilidad económica, que incluyen fórmulas de quita mínimas, adaptables en función del precio que pueda obtener el vendedor en el mercado.

- **Modificaciones en la Ley de Contratos de Crédito Inmobiliario:** Se introducen importantes modificaciones para clarificar las obligaciones y procedimientos relacionados con la cesión de créditos inmobiliarios. Entre otros aspectos, se aclara que los compradores de créditos dudosos no necesitan registrarse como prestamistas inmobiliarios en el Banco de España. De este modo, se resuelve un obstáculo, que ponía en riesgo o dificultaba enormemente la venta de estos créditos. Esta modificación asegura que los compradores de NPLs pueden operar sin la necesidad de registrarse como prestamistas inmobiliarios, facilitando así los procesos de compraventa y despejando la incertidumbre que inquietaba al mercado.

## Notificaciones a deudores (“*hello letters*”)

Conforme al derecho civil común, la notificación al deudor de la cesión de su crédito no es un requisito de validez (tampoco en los créditos hipotecarios), pero es necesaria para que la cesión le sea oponible y el pago realizado al anterior acreedor no tenga efecto liberatorio. Por tanto, se trata de un aspecto relevante de las operaciones de compraventa de créditos. Presenta además cierta complejidad añadida, puesto que algunas Comunidades Autónomas, como luego se detalla, introducen requisitos adicionales a lo previsto en el citado régimen. Esta normativa autonómica requiere un análisis pormenorizado en cuanto a su ámbito de aplicación y efectos. Además, existen dudas sobre la constitucionalidad de algunos de estos preceptos, al incidir en materias cuya regulación competiría al Estado. Ello obliga a realizar un seguimiento continuo de la normativa autonómica que verse sobre estas materias y de las resoluciones judiciales en torno a ella.

A continuación, incluimos una relación de las principales regulaciones de las CCAA en esta materia.

- **Andalucía:** En el caso de préstamos con garantía hipotecaria sobre vivienda formalizados en Andalucía, la normativa autonómica de consumo en el ámbito financiero prevé que el cedente debe informar al consumidor (prestatario y, en su caso, al garante) de la transmisión del préstamo hipotecario (incluso mediante la emisión de PHs o CTHs) de manera expresa y fehaciente.
- **Comunidad Valenciana:** La normativa autonómica de consumo establecía un régimen de notificación —con un alto grado de detalle y formalismos— al consumidor (prestatario,

garante o avalista, en su caso) sobre la cesión de sus créditos (incluso mediante titulización), hipotecarios u ordinarios (sin garantía). Este régimen ha quedado suprimido mediante una modificación de la Ley del Estatuto de las personas consumidoras y usuarias, con efectos desde junio de 2025.

- **Comunidad Foral de Navarra:** La Compilación del Derecho Civil Foral de Navarra prevé en su Ley 511 un derecho de retracto del deudor en caso de cesión onerosa de su crédito (hipotecario o ordinario). En este contexto, la norma requiere que el cedente notifique al deudor de manera fehaciente, indicando la identidad y domicilio del cesionario y el precio de la cesión. Asimismo, si la cesión ocurre durante un procedimiento de ejecución, el órgano judicial requerirá al cedente que manifieste el precio de la cesión para que el deudor pueda ejercer su derecho.

Sin perjuicio de lo anterior, la doctrina judicial mayoritaria sostiene que la citada norma foral no sería de aplicación a cesiones de créditos derivadas de un crédito o préstamo mercantil, como es el caso de los concedidos por entidades de crédito.

- **Castilla-La Mancha:** El Estatuto de las Personas Consumidoras en Castilla-La Mancha establece que las entidades cedentes de un crédito hipotecario u ordinario a un fondo de titulización deberán informar por escrito de esta cesión a los deudores de los contratos de préstamo. Esta norma está pendiente de desarrollo, si bien parece que el Gobierno de esta Comunidad podría tener la intención de promover su eliminación.
- **Cataluña:** El Código Civil de Cataluña, en previsión de la regulación de un derecho de retracto que no ha prosperado, regula la obligación irrenunciable del cedente de notificar al deudor (o hipotecante no deudor) la cesión del crédito o préstamo hipotecario.

Ante la ausencia de doctrina judicial sobre esta disposición, hay cierta incertidumbre sobre su ámbito de aplicación y efectos. En cuanto a estos, cabría defender que los efectos estarían circunscritos al ámbito de la eficacia y, en particular, de la legitimación procesal del acreedor hipotecario en el procedimiento de ejecución hipotecaria.

## Consumidores y usura

Los créditos otorgados a consumidores tienen una amplia regulación legal en España, desde la citada Ley de Contratos de Crédito Inmobiliario, cuando el crédito está garantizado con hipoteca sobre inmueble residencial, hasta la Ley de Contratos de Crédito al Consumo y la normativa general de protección de consumidores y usuarios que regulan la abusividad también en créditos personales y sin garantía real o créditos vinculados a la compraventa de bienes de consumo.

La litigación bancaria en el ámbito financiero por parte de consumidores es intensa en España a causa de la rápida evolución de esa normativa en materia de consumo y de los abundantes pronunciamientos de los tribunales nacionales y del Tribunal de Justicia de la UE, que requieren un seguimiento y análisis continuo por su gran trascendencia en las operaciones de carteras de créditos con deudores consumidores.

El gran dinamismo del mercado secundario de créditos bancarios en España conlleva que la composición de las carteras sea muy heterogénea, frecuentemente incluyendo créditos que ya han sido cedidos con anterioridad en múltiples ocasiones y que pueden contar con una antigüedad considerable. En consecuencia, ocurre frecuentemente que los préstamos se otorgaron en términos y condiciones que, a la luz de la evolución jurisprudencial y normativa, suscitan reclamaciones por parte de deudores que pretenden la declaración de ciertas cláusulas como abusivas o del crédito como usurario.

Dado que el riesgo de reclamación del deudor se traslada al comprador desde que este se subroga en la posición acreedora del crédito, un punto clave de la negociación del contrato de compraventa de la cartera es la distribución entre las partes de la responsabilidad derivada de la existencia de cláusulas abusivas o usura, y de las pérdidas ocasionadas por las reclamaciones de los deudores que vean estimadas su pretensión.

Las cláusulas abusivas son nulas de pleno derecho, lo que conlleva su expulsión del contrato del que forman parte. En el caso de que el contrato no pueda subsistir sin la cláusula en cuestión, la nulidad de la cláusula comprenderá la del contrato en su conjunto. Como excepción, en caso de que la nulidad total del contrato suponga un perjuicio para el consumidor, la cláusula nula podrá sustituirse por una norma de derecho nacional.

Estos supuestos pueden, además, resultar en la potencial restitución de cantidades indebidamente cobradas por el acreedor original, quien deberá abonarlas al deudor correspondiente.

La nulidad de las cláusulas puede ser apreciada por los tribunales por falta de transparencia o por abusividad, tras el análisis, entre otras cuestiones, de:

- la información contractual y precontractual facilitada al deudor;
- la capacidad de pago y solvencia del deudor;
- la forma y contenido de los créditos, así como la ubicación y claridad de las cláusulas incluidas en los contratos de préstamo; y
- la determinación sobre si la cláusula fue o no negociada individualmente y, en contra de los dictados de la buena fe, genera un desequilibrio jurídico importante entre las partes, en perjuicio del consumidor.

Adicionalmente a lo anterior se suma la existencia del riesgo de incurrir en usura por incumplir con las disposiciones legales previstas en la ley española al respecto, sobre todo en relación con préstamos sin garantía hipotecaria. Los préstamos usurarios son nulos de pleno derecho, y las partes deben restituirse las aportaciones, sin que sea de aplicación el devengo de interés sobre el principal prestado y, por tanto, la necesaria restitución de todas las cantidades abonadas por el deudor en ese concepto. Desde 2015 han proliferado las demandas por usura, sobre todo en relación con productos como las tarjetas *revolving*. Los elementos clave para apreciar usura en un préstamo son el tipo normal del dinero y el concepto de interés “significativamente superior” a dicho tipo normal del dinero, los cuales ha delimitado con precisión la reciente jurisprudencia dictada en relación con esta materia.

## Protección de deudores vulnerables

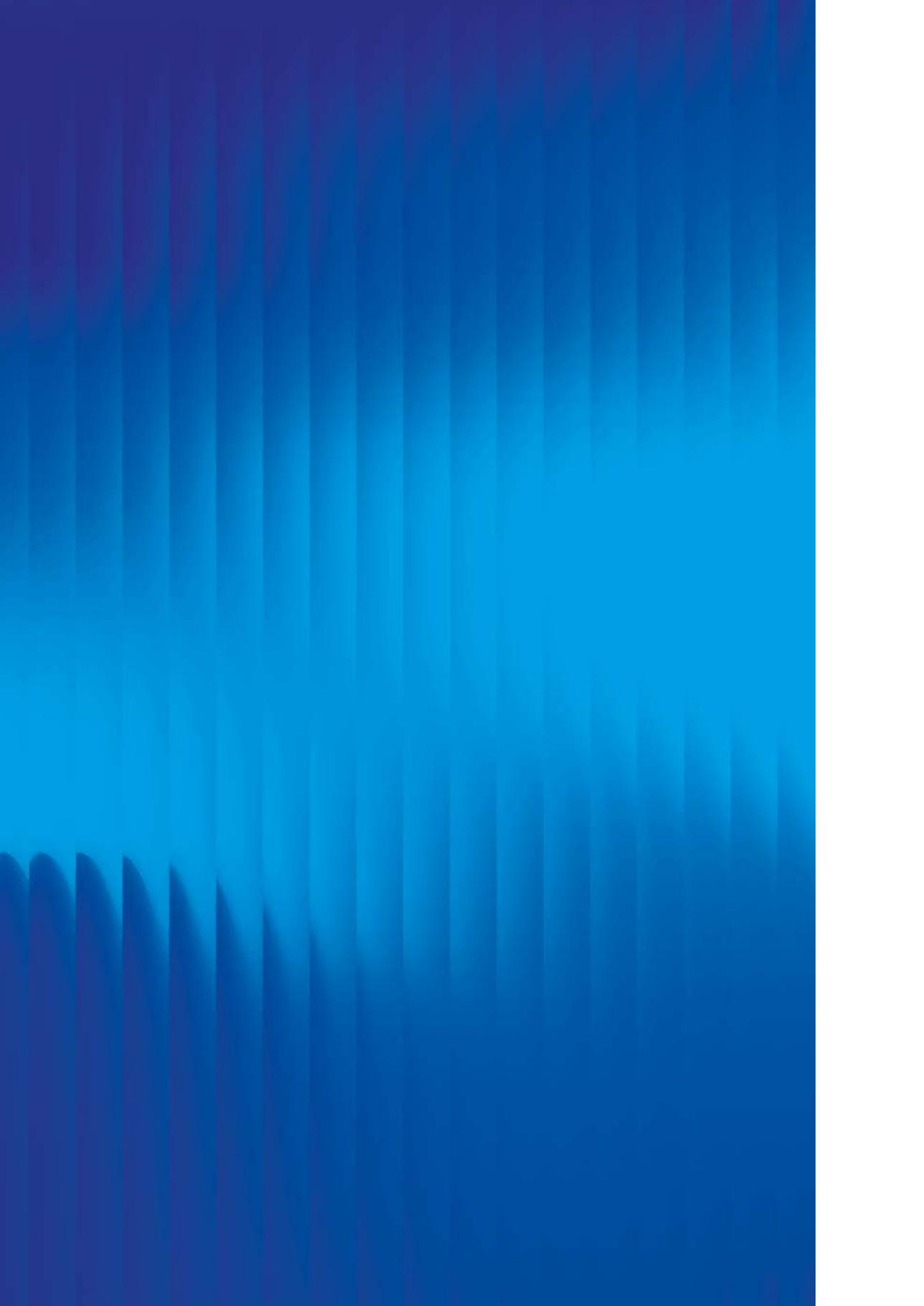
En los últimos años, se han realizado importantes esfuerzos normativos en España para proteger a deudores vulnerables. Este aspecto impacta de manera notable en las operaciones de compraventa de créditos y presenta una gran complejidad, puesto que aún no se ha conformado un marco normativo consistente. Cada norma destacable en este ámbito, que seguidamente se citará, aborda la materia desde distintas perspectivas y a menudo se suscitan dudas en su interpretación.

- Una de las primeras normas significativas en este ámbito fue la Ley 1/2013, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social. Esta ley introduce diversas herramientas para aliviar la carga de los deudores hipotecarios vulnerables. Permite a los deudores vulnerables negociar las condiciones de su deuda con las entidades financieras para reducir las cuotas o ampliar los plazos y establece la suspensión temporal de los desahucios para deudores vulnerables que no pueden pagar su crédito hipotecario debido a situaciones excepcionales, como el desempleo o una enfermedad grave. La suspensión se encuentra prorrogada hasta el 15 de mayo de 2028. Asimismo, en caso de ejecución hipotecaria, prevé la obligación de ofrecer un alquiler social a los deudores vulnerables desahuciados de su vivienda habitual.
- El Real Decreto-ley 6/2012 establece un Código de Buenas Prácticas al que la gran mayoría de bancos que operan en España con consumidores se han adherido voluntariamente. El citado Código incluye tres fases de actuación. La primera está dirigida a procurar la reestructuración viable de la deuda hipotecaria, a través de la aplicación a los préstamos o créditos de una carencia en la amortización de capital y una reducción del tipo de interés durante cuatro años y la ampliación del plazo total de amortización. En segundo lugar, de no resultar suficiente la reestructuración anterior, las entidades podrán, en su caso, y

con carácter potestativo, ofrecer a los deudores una quita sobre el conjunto de su deuda. Y, finalmente, si ninguna de las dos medidas anteriores logra reducir el esfuerzo hipotecario de los deudores a límites asumibles para su viabilidad financiera, estos podrán solicitar, y las entidades deberán aceptar, la dación en pago como medio liberatorio definitivo de la deuda. En este último supuesto, las familias podrán permanecer en su vivienda durante un plazo de dos años abonando una renta asumible.

- La Ley 25/2015, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de la carga financiera y otras medidas de orden social, permite a las personas físicas, incluidas aquellas que están en situaciones de insolvencia personal, reestructurar o cancelar parcialmente sus deudas a través de un proceso judicial. Los deudores pueden solicitar la Exoneración del Pasivo Insatisfecho (EPI) si cumplen ciertos requisitos, como actuar de buena fe e intentar un acuerdo extrajudicial con los acreedores, dando a los deudores una “segunda oportunidad” para reiniciar su situación financiera y, en algunos casos, el deudor puede quedar exonerado de las deudas que no pueda pagar, tras cumplir con ciertos requisitos y un proceso de negociación.
- En el marco de la pandemia del COVID-19, el Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, estableció medidas de carácter extraordinario y temporal para personas afectadas por la pandemia y en situación de vulnerabilidad económica, tales como una suspensión de desahucios para arrendatarios o, en ciertos casos, ocupantes de viviendas sin título habilitante. Esta medida, inicialmente prevista para un período limitado, se ha prorrogado hasta el 31 de diciembre de 2025.
- La Ley de Vivienda de 2023 introduce medidas de protección para los arrendatarios y propietarios en situación de vulnerabilidad, y una moratoria temporal sobre los desahucios cuya vigencia, en el caso de suspensión de lanzamientos sobre la vivienda habitual para la protección de colectivos vulnerables, ha sido extendida hasta el 15 de mayo de 2028. Asimismo, limita los incrementos de los precios de alquiler en zonas de mercado tensionado, buscando evitar que los deudores vulnerables sean desplazados por incrementos desproporcionados de los alquileres, y promueve el alquiler social para personas que se encuentren en una situación de vulnerabilidad económica, ayudando a aliviar la presión financiera.







## EMISIONES DE DEUDA CORPORATIVA

### El mercado español y preferencias de los grandes emisores

En el mercado español las emisiones públicas de deuda corporativa han mostrado una evolución significativa en los últimos años. Este incremento también se observa en las emisiones privadas (*private placement*), dirigidas a un número limitado de inversores institucionales, sin necesidad de elaborar un folleto informativo, en las que los valores no se admiten a negociación en mercados. Sin embargo, aún queda recorrido para que la financiación mediante emisiones de obligaciones, bonos o pagarés, públicas o privadas, alcance el lugar merecido en el ranking de los métodos de financiación para las empresas. Ello resulta alentador tanto para potenciales empresas emisoras, que, tras hacer el diagnóstico necesario de los beneficios que reportan las emisiones de deuda en cualquiera de sus formas, dejarán de depender casi en exclusiva de la financiación bancaria, como para los inversores (fondos de inversión, aseguradoras y otros institucionales) que buscan productos en los que invertir de forma eficiente y diversificada.

Actualmente los grandes emisores españoles siguen prefiriendo los mercados alternativos internacionales o sistemas multilaterales de negociación para colocar sus emisiones de títulos de renta fija (bonos, obligaciones, pagarés). No obstante, algunos alternan la colocación de las emisiones en el extranjero con las emisiones y admisiones en mercados nacionales como AIAF, el mercado regulado de deuda fija privada español, para así tener la cobertura de una más amplia tipología de accionistas. Algunas de las operaciones de emisión ejecutadas en 2024 se han utilizado además para repagar emisiones pasadas aprovechando el mejor momento de los tipos de interés, incluso recomprando las emisiones aún vivas. Esta tendencia continua en 2025.

## Emisiones de pequeñas y medianas empresas

Para las emisiones de pequeñas y medianas empresas (que constituyen la mayor parte del tejido empresarial español), el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) ha sido, sin duda, el mercado de elección consolidado.

En este mercado, de una manera cada vez más sencilla y eficiente, las sociedades anónimas y limitadas (sujetas estas últimas a la limitación del importe de emisión al doble de los recursos propios establecida en la Ley de Sociedades de Capital), o sociedades extranjeras, emiten tanto bonos y obligaciones —financiación a largo plazo— como pagarés —financiación a corto plazo—, en emisiones aisladas o bajo programa (además de otros instrumentos, como *project bonds*, convertibles, preferentes).

La tracción de los casi 12 años de vida de este mercado, desde que se constituyó en 2013, no parece que vaya a parar en el corto plazo, ya que se espera mantener a los emisores recurrentes y atraer a nuevos emisores, tanto en financiaciones ordinarias como sostenibles. Aunque el crecimiento de este mercado es notable, sigue representando un porcentaje pequeño con respecto a la economía española y el interesante número de sociedades que son emisores potenciales.

## Plan de actividades de CNMV para 2025

En el Plan de Actividades de 2025 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), consciente de la falta de monitorización y supervisión de las emisiones privadas (entendidas *a priori* como las que no se admiten a negociación en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación (“SMN”)), advierte de la necesidad de evaluar en qué medida debe ampliarse el ámbito de los requerimientos de información y supervisión de las actividades de las sociedades que llevan a cabo emisiones privadas, bajo el principio, “misma actividad – mismo riesgo – misma supervisión”.

Además, la CNMV ha anunciado su intención de establecer en 2025 un marco específico para las emisiones de bonos por parte de las pequeñas empresas, siguiendo las recomendaciones del informe de la OCDE sobre revitalización del mercado de capitales español y aplicar el principio de proporcionalidad para ajustar las exigencias regulatorias a la realidad de las pymes.

## Crecimiento de las emisiones de deuda sostenibles

En la medida de lo posible, los emisores españoles siguen tratando de estructurar sus emisiones de bonos para que sean verdes, sociales, sostenibles o vinculadas a la sostenibilidad y demostrar así su compromiso con los objetivos de sostenibilidad. Muestra de ellos es que durante 2024 las emisiones de deuda sostenibles crecieron a mayor ritmo que la financiación bancaria sostenible. De acuerdo con el Informe Anual Ofiso 2025, los bonos u obligaciones con carácter sostenible emitidos en nuestro país representan el 37 % de la financiación sostenible. Además, España ha superado en 2025 la barrera de los 100.000 millones de euros emitidos en este tipo de deuda, asumiendo una posición relevante como país emisor en la Unión Europea.

A finales de 2024 entró en vigor el Reglamento Europeo de Bonos Verdes poniendo a disposición de los emisores de bonos verdes que cumplan con esa norma en la UE la etiqueta “bono verde europeo” o “EuGB”. Además de diversos requisitos de divulgación, el elemento clave que introduce este Reglamento es la necesidad de que los ingresos obtenidos se inviertan en actividades económicas que cumplan con la Taxonomía de la UE. Los primeros bonos verdes europeos se emitieron por A2A S.p.A. en enero de 2025. En España, Iberdrola fue la primera empresa en emitir con la etiqueta bono verde europeo en mayo de 2025. Además, esta operación de 750 millones de euros fue también la primera en acogerse a ambos estándares: el estándar de bono verde europeo y los Principios de Bonos Verdes (*Green Bond Principles o GBP*) de la International Capital Market Association (ICMA).

Se espera que la nueva etiqueta de bono verde europeo coexista con los bonos verdes emitidos conforme a los Principios de Bonos Verdes, especialmente durante 2025, dado que el estándar europeo es de reciente implementación.

El Reglamento Europeo de Bonos Verdes introduce un régimen voluntario de divulgación de información para aquellos bonos que se comercialicen como ambientalmente sostenibles (es decir, bonos cuyo emisor proporciona a los inversores un compromiso, o cualquier forma de declaración precontractual, de que los ingresos del bono se destinarán a actividades económicas que contribuyen a un objetivo ambiental, pero que no cumplen con los requisitos de la Taxonomía de la UE) y para los bonos vinculados a la sostenibilidad. El Reglamento Europeo de Bonos Verdes delega en la Comisión Europea la facultad de adoptar un reglamento delegado que establezca las plantillas de divulgación que deben seguir los emisores que deseen acogerse a este régimen de divulgación. A este respecto, en julio de 2025, la Comisión Europea adoptó la Comunicación C72025/2277, por la que se establecen directrices relativas a las plantillas para la divulgación de información previa a la emisión (*factsheets*), incluyendo los modelos que se establecen en los Apéndices de la Comunicación, y el Reglamento Delegado

de la Comisión (UE) 2025/753, que establece el contenido, las metodologías y la presentación para las divulgaciones periódicas posteriores. Ello obligará a que, tanto los emisores como los participantes del mercado, presten mucha atención a la evolución de este mercado en 2025, especialmente en torno a las similitudes y diferencias que existan entre las plantillas de información del Reglamento y los requisitos exigidos por ICMA.

La CNMV supervisará la información en los folletos conforme al Reglamento Europeo de Bonos Verdes. Los emisores escogerán qué modelo – la transparencia y rigor escrupuloso de los EU GBS o la flexibilidad y aceptación de mercado de los GBP – se alinea mejor con sus objetivos y estrategias de inversión.

Además, el Reglamento Europeo del Listing Act entró en vigor en diciembre de 2024, modificando, entre otras cosas, el Reglamento Europeo de Folletos. Los cambios se implementarán en etapas (como se explica más adelante). Uno de los cambios, aplicable a partir de junio de 2026, es la introducción de requisitos mejorados de divulgación ESG para los valores de deuda que se anuncien como considerando factores ESG o persiguiendo objetivos ESG. La Comisión Europea debe desarrollar esta materia, esperamos que en línea, en lo que aplique, con el Reglamento Europeo de Bonos Verdes. Esta armonización de los requisitos probablemente aumentará la transparencia y fomentará innovaciones en la financiación sostenible.

En junio de 2024 la ICMA introdujo sus directrices para para los bonos de financiación de préstamos vinculados a la sostenibilidad (*Sustainability-Linked Loan Bonds* o SLLBs) para incentivar la financiación de carteras de préstamos vinculados a la sostenibilidad estructurados de acuerdo con los *Sustainability-Linked Loan Principles* de la *Loan Market Association* (LMA) y la *Loan Syndications and Trading Association* (LSTA). En 2025 será interesante ver cómo el mercado utilizará esas directrices y si impactarán el mercado de financiación vinculada a sostenibilidad.

## Desarrollos regulatorios

Los participantes del mercado de deuda en España, como en otros estados de la UE, están atentos al impacto de las medidas adoptadas por la Comisión Europea en el marco de su estrategia hacia una Unión del Mercado de Capitales (CMU) y a las medidas que se introducirán en 2025 y en adelante en el marco de la estrategia de la UE hacia una Unión de Ahorros e Inversiones (SIU). Seguidamente se concreta la evolución de estas medidas en la actualidad.

- **Desarrollo de la Unión de Mercado de Capitales:**

A finales de 2024, para continuar con el desarrollo de la citada Unión de Mercado de Capitales, la UE publicó el Reglamento Europeo *Listing Act*, cuyo objetivo es hacer que los mercados de capitales de la UE sean más atractivos y accesibles para empresas, especialmente para las PYMES, para diversificar las fuentes de financiación más allá de los préstamos bancarios. La *Listing Act* es un paquete normativo que modifica el Reglamento de Folletos, el Reglamento de Abuso de Mercado, MiFIR y MiFID II, introduce una nueva directiva que armoniza la regulación sobre las estructuras de acciones con voto múltiple, y deroga la Directiva de Cotización.

Si bien el mayor impacto se sentirá en los mercados de renta variable, también incluye disposiciones que deberían facilitar el acceso a los mercados de capital de deuda. En particular, los cambios introducidos por la *Listing Act* al Reglamento de Folletos, que se espera se implementen en fases entre diciembre de 2024 y junio de 2026, deberían promover el acceso a los mercados de capital de deuda al ampliar las exenciones a la obligación de publicar un folleto regulado, simplificar y estandarizar el folleto, reducir costes y mejorar la claridad regulatoria, beneficiando especialmente a las PYMES.

Adicionalmente el Reglamento *Listing Act* reforma el Reglamento de Abuso de Mercado (más conocido como MAR, por sus siglas en inglés) simplificando el régimen de divulgación que los emisores de deuda comercializada en mercados de la UE (regulados o no) deben cumplir. En particular, mediante la simplificación y aclaración de las reglas de difusión de información privilegiada en procesos prolongados, la revisión y aclaración del puerto seguro de prospecciones de mercado, la modificación de los umbrales para administradores y directivos del emisor (PDMR) (en particular, en relación con requisitos de notificación e umbrales aplicables durante los periodos restringidos o *blackouts*), y el establecimiento de un sistema de sanciones proporcionado al tamaño de las empresas.

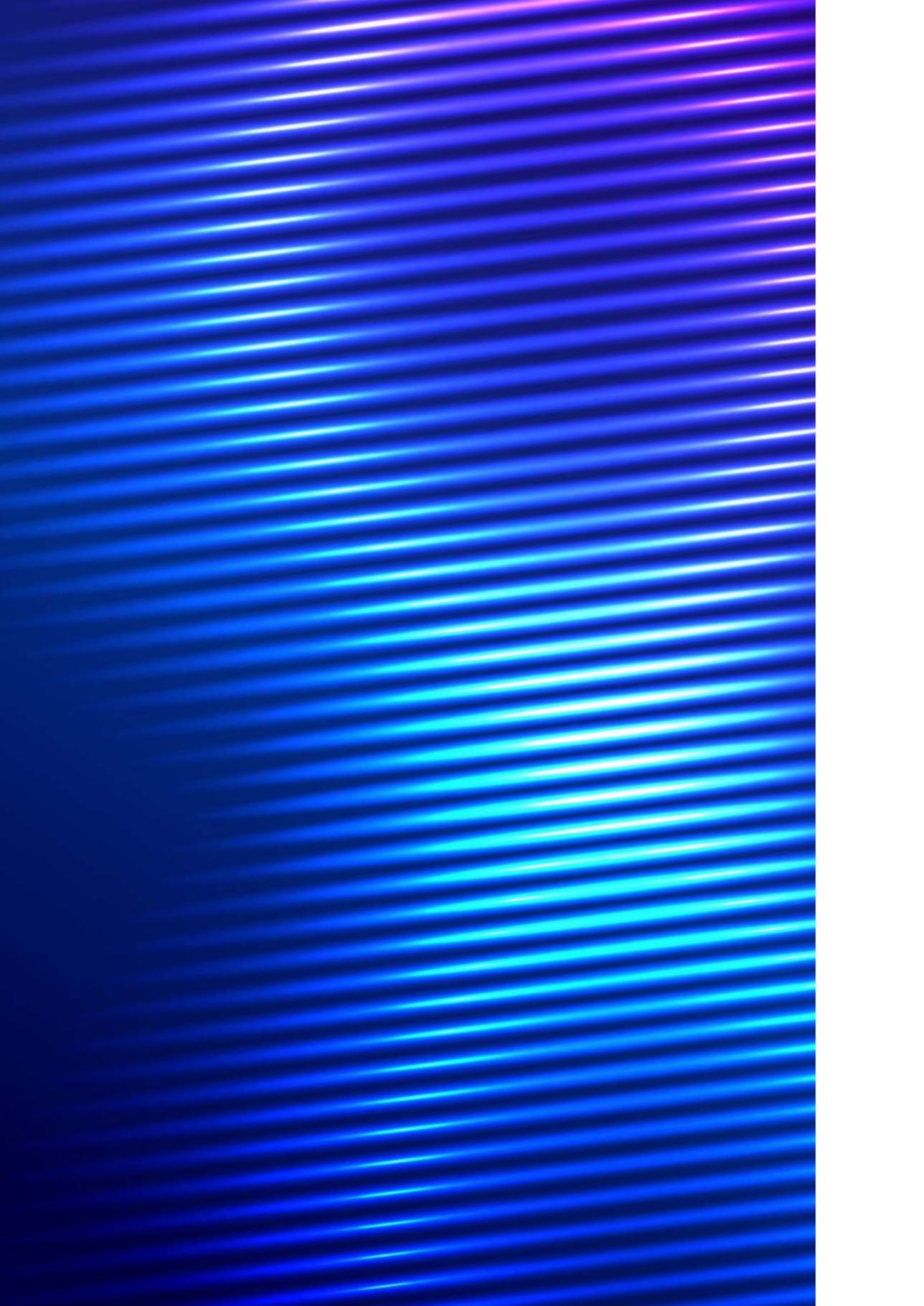
- **Desarrollo de la Unión de Ahorros e Inversiones:** A principios de 2025, basándose en el Informe Draghi, la Comisión Europea identificó que abordar los desafíos actuales de Europa —como el cambio climático, los rápidos avances tecnológicos y las nuevas dinámicas geopolíticas— requiere inversiones sustanciales, estimadas en un importe adicional de 750.000-800.000 millones de euros por año hasta 2030. Una parte significativa de estas inversiones adicionales involucra a las PYMES y empresas innovadoras, que no pueden depender únicamente de la financiación bancaria. En este contexto, la Unión de Ahorros e Inversiones (SIU) lanzada por la Comisión de la UE en marzo de 2025 tiene como objetivo mejorar la forma en que el sistema financiero de la UE canaliza los ahorros hacia inversiones productivas y ampliar las fuentes de financiación disponibles para empresas y ciudadanos. El punto de partida de la SIU son los proyectos actuales de la Unión de Mercados de Capitales (CMU) y la Unión Bancaria, pero adopta un enfoque más holístico. Busca aprovechar las fortalezas de los mercados de capitales y los sectores bancarios para mejorar la profundidad y liquidez del sistema financiero de la UE.

Por otra parte, se espera que próximamente la UE y, por ende, sus mercados, siga la reciente tendencia a la reducción del periodo de liquidación de instrumentos financieros de los mercados de capitales de EEUU. Ello implica una serie de desafíos técnicos y operativos. En este caso, el cambio no es un requisito regulatorio, sino que es fruto del consenso de los participantes del mercado en torno a mejores prácticas. Para la transición en la UE a un periodo de liquidación T+1 (un día tras la contratación) se está tramitando una propuesta de modificación del Reglamento sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (conocido como CSD Regulation) que actualmente prevé un periodo T+2, esto es, que la fecha teórica de liquidación no sea posterior al segundo día hábil tras la contratación.

Finalmente, en enero de 2025 se publicó en España el Proyecto de modificación del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs), con la finalidad de expandir su aplicación a los sistemas multilaterales de negociación (SMN) españoles conforme a lo previsto en la Ley de Mercado de Valores y Servicios de Inversión.

Sin entrar en el detalle del contenido y alcance de la norma, cabe destacar que extiende con matices a los SMN la regulación del actual Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Por tanto, es de esperar que la nueva normativa incentive la realización de ofertas públicas sobre sociedades incorporadas a los SMN españoles bajo un marco normativo definido y testado. Ello también puede redundar en nueva actividad de los mercados de deuda, tanto para obtener financiación para llevar a cabo las operaciones, como por el impacto sobre las emisiones de deuda (simple o convertible) ya emitidas por las sociedades incorporadas a estos mercados y vigentes, en tanto que esta actividad de emisión de renta fija ha sido un instrumento muy utilizado por las sociedades incorporadas en mercados alternativos y, en particular, en el BME Growth, en sus planteamientos de estrategias de crecimiento eficientes y ordenadas.





## VI.

# TITULIZACIONES

## Reforma de la normativa europea de titulización

La titulización es una herramienta esencial para la economía, ya que tradicionalmente ha contribuido a financiar activos de la economía real, mejorando la disponibilidad de crédito y permitiendo a los bancos liberar sus balances para seguir prestando. Además, la titulización es esencial para diversificar las fuentes de financiación dentro del sistema económico, lo que ayuda a mantener la estabilidad financiera a nivel mundial. Al dispersar el riesgo entre un mayor número de inversores, se disminuye la concentración de riesgo en el sistema bancario, reduciendo así el posible impacto de crisis financieras.

Sin embargo, la normativa actual impone desafíos significativos que han limitado su efectividad y atractivo. Los volúmenes actuales de emisiones colocadas han caído significativamente en la última década. Las exigencias de capital excesivas y los requisitos de divulgación y diligencia debida complejos han hecho que la titulización sea económicamente inviable para muchos emisores e inversores.

El marco de titulización Simple, Transparente y Estandarizada (STS, por sus siglas en inglés), que se introdujo para ayudar a la recuperación del mercado de titulización, no ha cumplido su objetivo. Además, la falta de reconocimiento adecuado de la calidad de las titulizaciones STS en las reglas de capital y liquidez ha creado un campo de juego desigual en comparación con otros productos de renta fija y préstamos no titulizados.

Para revitalizar el mercado de titulización, es crucial abordar estos desequilibrios regulatorios, que deberán incluir, entre otros, recalibrar el tratamiento de capital bajo el Reglamento CRR y Solvencia II para reflejar mejor el riesgo real y reducir las distorsiones, simplificar los procedimientos de evaluación de la Transferencia Significativa de Riesgo (SRT) y adoptar un enfoque más proporcionado en los requisitos de divulgación, especialmente para las titulizaciones privadas.

La mejora del marco regulatorio no solo haría la titulización más atractiva y viable, sino que también permitiría a la economía europea movilizar el capital necesario para enfrentar sus desafíos actuales y futuros, como la recuperación económica y la transición hacia una economía más sostenible.

Para avanzar hacia la citada UAI y canalizar el ahorro hacia la economía real de la UE, la Comisión Europea comunicó el 19 de marzo de 2025 un conjunto de iniciativas. Entre ellas, menciona la reforma de la titulización. Dentro de esta estrategia se reconoce el papel relevante de la titulización para impulsar la inversión a través del mecanismo de transmisión libre de riesgos de los bancos para liberar capital que pueda ser prestado a ciudadanos y empresas, incluyendo las PYMES.

En el marco de esta estrategia la Comisión Europea ha iniciado en junio de 2025 la tramitación de una propuesta de modificación del Reglamento de Titulización y otras normas relacionadas. Se trata de la reforma de mayor calado desde la introducción del Reglamento de Titulización en 2017 y supone la introducción de medidas que buscan revitalizar el mercado europeo de titulización mediante la realización de ajustes regulatorios, como la reducción de la carga regulatoria y facilitar el acceso a la financiación, especialmente para las PYMES.

Entre los principales cambios propuestos destacan la recalibración de requisitos prudenciales en el Reglamento CRR, la introducción de una nueva categoría de titulización «resiliente», y la reducción de al menos un 35 % de los campos obligatorios en los modelos de reporting, lo que supone una simplificación relevante de las obligaciones de transparencia y reporte.

Asimismo, se flexibilizan los requisitos de homogeneidad para que las carteras de PYMES puedan obtener la etiqueta STS con una composición mínima del 70 % de préstamos a PYMES. Se amplía la definición de «titulización pública» para incluir operaciones admitidas a negociación en MTFs, lo que puede implicar que algunas operaciones actualmente consideradas privadas pasen a ser públicas y, por tanto, sujetas a mayores obligaciones de transparencia. Para las titulizaciones privadas, se introduce una plantilla de reporte simplificada y la obligación de reportar a repositorios, aunque con acceso restringido para proteger la confidencialidad.

En materia de *due diligence*, se eliminan requisitos redundantes y se adopta un enfoque basado en principios, permitiendo a los inversores centrarse en los aspectos estructurales más relevantes. Se extiende el plazo para documentar la diligencia debida en el mercado secundario y se simplifican las obligaciones para transacciones de bajo riesgo. Además, se aclara que la delegación de la diligencia debida no transfiere la responsabilidad legal y se introducen exenciones para titulizaciones garantizadas por entidades públicas o bancos multilaterales de desarrollo.

Por último, la reforma prevé la revisión de los suelos de ponderación de riesgo y del factor ( $p$ ) en el Reglamento CRR, con el fin de mejorar la sensibilidad al riesgo y reducir la sobrecapitalización,

así como la introducción de un régimen sancionador específico para el incumplimiento de las obligaciones de diligencia debida.

## Operaciones realizadas por las entidades de crédito

La titulización se está utilizando actualmente por las entidades de crédito con una doble finalidad. Por un lado, como mecanismo de financiación, y, por otro, como mecanismo para la liberación de capital.

- **La titulización como mecanismo de financiación:** Esta financiación se obtiene por dos vías: en las operaciones públicas, mediante la venta de los bonos en el mercado y en las operaciones retenidas (es decir, aquellas en las que el originador retiene los bonos emitidos por el fondo de titulización), mediante la utilización de dichos bonos como colateral en las operaciones de financiación con bancos centrales (realizadas mayoritariamente con el Eurosistema).
- **La titulización como mecanismo para la liberación de capital:** La titulización se ha mostrado como un mecanismo muy útil para las entidades de crédito para liberar capital. Estas operaciones, cumpliendo una serie de requisitos regulatorios, permiten a las entidades de crédito liberar capital por las exposiciones titulizadas. La premisa principal de este tipo de operaciones es que la operación implique una SRT.

## La titulización como vehículo para la compra de préstamos dudosos

En el mercado financiero español, la titulización se ha consolidado como un mecanismo clave para la gestión y adquisición de préstamos dudosos (NPLs) o *sub-performing*, vendidos por las entidades financieras a terceros.

Este mecanismo permite a las entidades financieras transformar activos ilíquidos en instrumentos financieros negociables, que son susceptibles de admisión a cotización en sistemas multilaterales de negociación (SMN), con las ventajas que ello conlleva, facilitando así su venta y gestión eficiente.

En España este tipo de operaciones se suele instrumentar a través de fondos privados. Esto es, los bonos de titulización no se admiten a negociación en un mercado secundario oficial y, en consecuencia, no se requiere el previo registro y publicación en CNMV de un folleto de admisión. Ocasionalmente se contempla la posibilidad de que la operación de titulización tenga la consideración de Simple, Transparente y Normalizada (STS).

Las ventajas de este mecanismo, frente a la compra directa de los préstamos, se han explicado en la sección relativa a operaciones de compraventa de deuda. También pueden destacarse otras ventajas para las entidades financieras, inversores y el sistema financiero en general:

- **Mejora de ratios:** Permite a las entidades financieras reducir el volumen de activos problemáticos en sus balances, mejorando sus ratios de solvencia y facilitando el cumplimiento de los requisitos regulatorios. Los riesgos y beneficios asociados a los préstamos dudosos recaen exclusivamente sobre el fondo de titulización y, en última instancia, sobre los inversores que adquieren los valores emitidos.
- **Acceso a liquidez:** La venta de créditos dudosos mediante titulización proporciona liquidez inmediata a las entidades, que pueden destinar estos recursos a nuevas operaciones de crédito o a fortalecer su posición financiera.
- **Diversificación del riesgo:** Los inversores que adquieren los valores emitidos por el fondo de titulización asumen el riesgo de los préstamos dudosos, pero este riesgo se distribuye entre múltiples participantes, lo que contribuye a una mayor estabilidad del sistema financiero.
- **Transparencia y estandarización:** La titulización suele ir acompañada de procesos de valoración y clasificación de los activos, lo que aporta mayor transparencia y facilita la valoración de los riesgos asociados.
- **Dinamización del mercado secundario:** Al facilitar la compraventa de créditos dudosos, la titulización contribuye a la creación de un mercado secundario más líquido y eficiente, lo que favorece la recuperación de valor de estos activos.

En resumen, la titulización se ha convertido en una herramienta fundamental en España para la gestión de préstamos dudosos, permitiendo a las entidades financieras optimizar sus balances y a los inversores acceder a nuevas oportunidades de inversión, todo ello en un marco de mayor transparencia y eficiencia. A su vez, dichos bonos de titulización pueden ser utilizados como colateral de operaciones de titulización públicas colocadas en mercado.

## La titulización de facturas

En el contexto económico actual, la titulización de facturas está cobrando cada vez mayor relevancia para las empresas y se presenta como una alternativa innovadora frente a la financiación bancaria tradicional. La posibilidad de convertir activos ilíquidos en valores negociables proporciona a las empresas una opción adicional para obtener capital, especialmente en situaciones donde las fuentes convencionales de financiación pueden ser limitadas o más costosas.

Este tipo de operaciones se suele instrumentar a través de fondos privados, cotizados o no en un mercado alternativo, y donde el número de inversores suele ser reducido. Asimismo, y dada la naturaleza de activos a corto plazo de las facturas, son fondos abiertos por el activo que cuentan con un periodo *revolving*, donde los ingresos que el fondo va recibiendo de las facturas que se van venciendo se reinvierten en la adquisición de nuevas facturas que cumplen con los criterios de elegibilidad pactados para así alargar la vida del fondo unos años. En cuanto al pasivo, el fondo puede ser abierto o cerrado, y se emiten tanto bonos de titulización como pagarés de titulización.

## Titulizaciones verdes

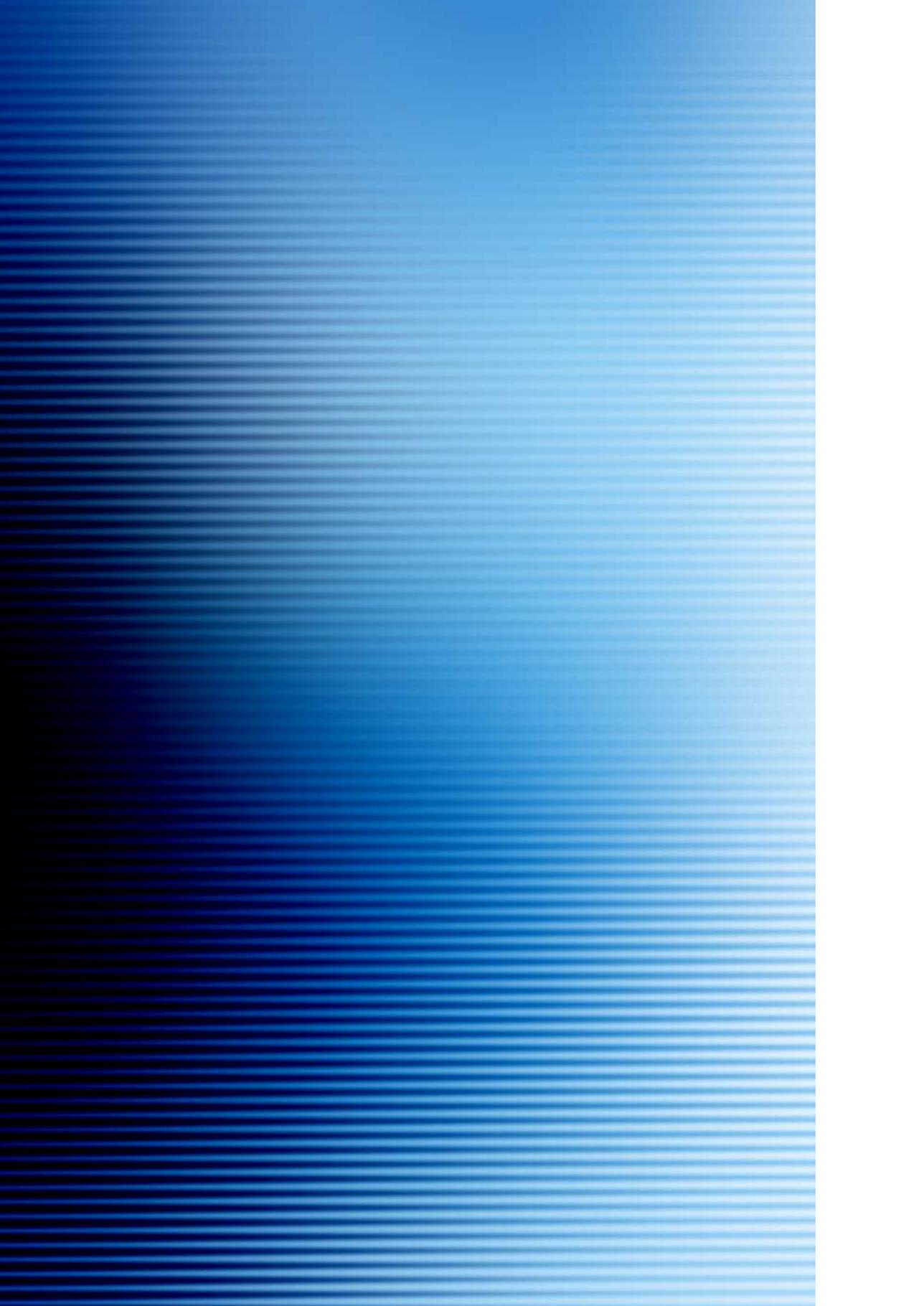
Las titulizaciones verdes en Europa se encuentran en una fase de desarrollo y consolidación, impulsada por el antes citado Reglamento Europeo de Bonos Verdes.

Asimismo, el citado reglamento regula por primera vez el régimen jurídico aplicable a las titulizaciones verdes, detallando los requisitos que deben cumplir para ser consideradas como tales. Estos requisitos se dividen en varias categorías clave. Uno de estos requisitos es el uso de los ingresos, es decir, para que una titulización sea considerada verde, los ingresos obtenidos por la emisión del bono de titulización deben ser utilizados de manera compatible con la taxonomía de la UE. Esto implica que el originador del bono debe invertir los ingresos en actividades económicas que cumplan con los criterios de sostenibilidad establecidos en el Reglamento de Taxonomía.

Se espera que el Reglamento Europeo de Bonos Verdes facilite la financiación de proyectos sostenibles a través de titulizaciones, especialmente en sectores como la energía renovable y la infraestructura. Sin embargo, para maximizar su potencial, será crucial ampliar el alcance

del Reglamento para incluir titulizaciones sintéticas y abordar las especificidades de diferentes clases de activos y jurisdicciones. La implementación de actos delegados y el desarrollo de la práctica supervisora también serán determinantes para superar los desafíos legales y operativos actuales, permitiendo así un crecimiento sostenido del mercado de titulizaciones verdes en Europa.





## VII.

# DERIVADOS FINANCIEROS

## Auge de los derivados financieros

Los derivados financieros han emergido como una herramienta esencial en diversos sectores económicos. Estos instrumentos permiten la cobertura de riesgo de fluctuaciones en las tasas de interés (por ejemplo, en el contexto de operaciones de financiación a tipos variables), divisas, materias primas, mercancías, etc.

En la financiación estructurada en España es muy habitual que las entidades financiadoras provean cobertura de riesgo de interés, generalmente mediante la contratación de un *swap* de tipos de interés (IRS) u, ocasionalmente, de un CAP.

Normalmente este instrumento financiero se beneficiará de las garantías de la financiación en igualdad de rango. Los flujos derivados de la cobertura suelen también ser un colateral de estas financiaciones.

Destaca además en la actualidad el empleo de este tipo de instrumentos financieros para la protección frente a la volatilidad del mercado eléctrico. Surgen así los PPAs virtuales o financieros, a los que se ha hecho referencia anteriormente.

Por otro lado, la normativa comunitaria ha supuesto la creación de un mercado de derechos de emisión de CO<sub>2</sub>. Este mercado es volátil, por lo que al comprador puede interesarle fijar un precio fijo y poder así acudir al mercado con una cobertura. Comienzan a verse en España operaciones de cobertura en este contexto, principalmente por parte de empresas industriales y operadores de transporte marítimo, terrestre y aéreo.

## La documentación y negociación de los contratos de cobertura

Salvo en el caso de los PPAs financieros, la documentación de los derivados financieros suele realizarse en formatos estandarizados y permanentemente actualizados de las principales asociaciones del sector financiero. En España, el estándar se denomina “Contrato Marco de Operaciones Financieras”, más conocido por sus siglas como “CMOF” y está desarrollado por las dos asociaciones nacionales del sector financiero más representativas: la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA) y la Asociación Española de Banca (AEB).

El CMOF se emplea en mayor medida que su homólogo anglosajón ISDA *Master Agreement*. No obstante, el estándar ISDA está ganando popularidad en el mercado español y en las operaciones multijurisdiccionales o con proveedores de cobertura que operan desde el extranjero. Al estar sujeto a la legislación local, el CMOF facilita la negociación debido a la familiaridad de las entidades financieras locales con su estructura y a su compatibilidad con los estándares de contrato de financiación estructurada. Se trata también de un estándar más breve y sencillo, que no se actualiza tan frecuentemente como el ISDA. La última actualización del CMOF se realizó en 2020.

La contratación de coberturas en el marco de financiaciones estructuradas merece un tratamiento en mayor detalle, por ser el contexto en el que en mayor medida entidades no financieras acuden a este tipo de instrumentos financieros. En este ámbito, generalmente se firman cartas de estrategia de cobertura y planificación de su cierre (*hedging letters*) solo en financiaciones sindicadas de gran importe, multijurisdiccionales o en las que la cobertura revista alguna complejidad especial (típicamente en grandes reestructuraciones de deuda). Fuera de estos casos, los términos y condiciones de la cobertura se coordinan mediante la hoja de términos y condiciones (*term-sheet*) de la financiación.

Además, se requiere un ejercicio de alineación de los contratos de cobertura bilaterales con el contrato de financiación (frecuentemente sindicado), buscando la consistencia entre ambos y la correcta implementación de la estructura de garantías. Ello supone una labor de documentación y negociación en bilateral con cada entidad proveedora de cobertura que, a menudo, dada la celeridad que requieren estas operaciones, transcurre en paralelo con la documentación y negociación del contrato de financiación con el sindicato bancario. También supone contar con la interlocución y participación en las negociaciones de distintos equipos dentro de las entidades financieras.

La premisa general de la negociación es que lo consensuado por las partes en sede de financiación debe aceptarse por las partes de la cobertura y trasladarse a la documentación bilateral de estas. Ello tiene impacto especialmente en la definición del perímetro de sociedades

financiadas y garantes, así como en las cláusulas que regulan los supuestos de incumplimiento, la compensación (*set-off*), las obligaciones de amortización anticipada, y los umbrales relativos a litigios o *cross-default*, entre otras. Se precisa especial cuidado a la hora de informar el estado de la contraparte a efectos de la normativa EMIR, a la que luego se hará referencia en mayor detalle.

Normalmente esta alineación de los contratos de cobertura a la financiación se realiza en el Anexo I del CMOF (análogo al *Schedule I* de ISDA), aunque a veces se documenta mediante cláusulas adicionales a la confirmación.

Los contratos de cobertura suelen suscribirse simultáneamente con el contrato de financiación. En ocasiones, no obstante, la contratación del derivado se pospone en función de la fecha de desembolso de los fondos de la financiación.

Los contratos de cobertura (incluyendo la confirmación del derivado) sujetos a la jurisdicción de los tribunales españoles suelen formalizarse en documento notarial que permitirá disponer de un título ejecutivo.

## PPAs financieros

A diferencia de los PPAs físicos (a los que se ha hecho referencia en la sección relativa a la financiación de proyecto), los PPAs virtuales o financieros no implican la venta o suministro físico de electricidad, sino la liquidación periódica de diferencias entre el precio fijo acordado de la energía y el precio de mercado.

El marco regulatorio actual permite una gran flexibilidad para que las partes establezcan las condiciones del acuerdo de compra de energía según sus intereses. Por ello, es común que también los PPAs financieros se documenten mediante contratos hechos a medida, altamente sofisticados y que requieren un profundo conocimiento sobre el mercado energético y el marco regulatorio nacional y europeo. Ocasionalmente también se utilizan los modelos ISDA y CMOF.

Para promover la estandarización y reducir el tiempo de negociación, ISDA ha publicado un modelo de confirmación específico para PPAs virtuales sobre electricidad, que emplean el compendio de definiciones “*2005 ISDA Commodity Definitions*”. Este modelo, conocido como *Financial Power Purchase Agreement (FPPA)*, fue publicado en diciembre de 2024 y representa un avance significativo en los contratos de compraventa de energía a largo plazo. El modelo ISDA cubre una amplia gama de fórmulas y métodos de liquidación, incluyendo permutas, *collar*, y descuentos fijos y porcentuales en relación con el mercado, lo que facilita la adaptación a diversas necesidades y condiciones del mercado.

## Normativa EMIR 3

La normativa EMIR es el marco regulatorio de la Unión Europea en materia de *reporting* de derivados y tiene un fuerte impacto en los contratos de cobertura.

Recientemente, el Reglamento 2024/2987, conocido como “EMIR 3”, ha introducido nuevas obligaciones para las entidades sujetas a EMIR, incluyendo el requisito de cuenta activa (AAR). Este requisito asegura que las entidades de importancia sistémica para la UE compensen un porcentaje de sus derivados a través de una entidad de contrapartida central (ECC) de la UE.

EMIR 3 también introduce cambios en el régimen de compensación, como nuevos métodos de cálculo de umbrales y exenciones de la obligación de compensación centralizada. Además, se agilizan los procesos de autorización de las ECC, se adapta el concepto de operación intragrupo y se modifican las plantillas de comunicación de operaciones.

En el marco del desarrollo de EMIR 3 y sus normas técnicas de regulación, ESMA está promoviendo modificaciones sobre los umbrales de compensación, con ajustes a la clasificación de contrapartes y cambios cuantitativos de dichos umbrales. Cabría esperar por tanto que se modifiquen próximamente las normas técnicas de regulación de EMIR 3.

## Nuevo régimen de notificación

Se están implementando las Directrices de ESMA, que entraron en vigor en 2024, sobre las notificaciones que deben cursarse a los registros de operaciones conforme a la normativa EMIR. Estas Directrices fueron publicadas debido a las modificaciones introducidas por el Reglamento 2019/834, conocido como “EMIR-Refit”, y concretadas por el Reglamento Delegado (UE) 2022/1855 y el Reglamento de Ejecución (UE) 2022/1860, que entraron en vigor el 29 de abril de 2024.

Las Directrices aclaran varias incertidumbres con respecto a la calificación de determinados contratos como “derivados” y, por lo tanto, sobre la obligatoriedad de notificar o no su suscripción. Además, se pronuncian sobre otras cuestiones relevantes en relación con la obligación de notificación, tales como la delegación de la notificación, la obligación y forma de informar sobre las distintas fases de un derivado (celebración, modificación y cancelación), así como la notificación del nivel de posición (exposición entre contrapartes) durante la vida de

determinados derivados. Las Directrices también determinan, para los derivados negociables en mercados regulados y compensados en entidades de contrapartida central, quiénes son los obligados a notificar bajo EMIR.

La CNMV ha adoptado formalmente estas Directrices y las utiliza para supervisar las obligaciones de notificación. Esto proporciona certeza a los operadores del mercado sobre los criterios que se deben seguir para notificar la suscripción, modificación y cancelación de derivados.

# NUESTRA PRÁCTICA DE FINANCIERO

Contamos con un amplio equipo de abogados altamente especializado y con sólida experiencia en el asesoramiento de complejas operaciones financieras.

Nuestros servicios comprenden toda clase de operaciones de financiación: financiaciones corporativas, de adquisiciones, financiación estructurada y de proyectos, y financiación inmobiliaria; emisiones de instrumentos de renta fija y estructurados, y otros de carácter financiero; así como el diseño de estructuras de financiación y refinanciación de deuda.

Destaca nuestra capacidad de asesoramiento en operaciones transfronterizas y en transacciones multijurisdiccionales, sobre todo en Europa y en Latinoamérica.

## Nuestros servicios

Financiación corporativa y adquisiciones

Financiación de proyectos e infraestructuras (modalidades PPP/PFI)

Financiación inmobiliaria

Financiación de activos

Compraventa de deuda

*Direct lending*

Refinanciación de deuda

Renta fija y titulización

## Reconocimiento de mercado

Chambers  
AND PARTNERS

Legal500

IFLR1000

**Firma líder**, reconocida por los principales anuarios jurídicos en **Bancario y financiero, Financiación de proyectos, Capital markets y Reestructuración de deuda** en España.

*"A popular choice for borrowers and financial institutions navigating complex financing transactions across Iberia and Latin America."*

Legal 500, 2025

*"Cuatrecasas has excellent professionals who are always up to date on market trends, which allows them to propose innovative solutions to deals"*

Chambers, 2025

# CUATRECASAS: QUÉ OFRECEMOS



**FT** INNOVATIVE LAWYERS  
20 YEARS: TOP 10 EUROPEAN LAW FIRM

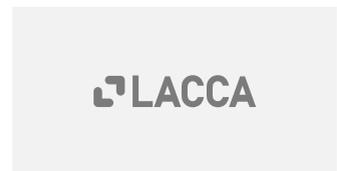
Firma más innovadora  
de Europa continental  
2005-2025



Recomendados para las principales áreas del derecho en Europa y Latinoamérica



Firma del año en Europa, 2025  
Firma del año en Portugal, 2025



6ª firma internacional más popular en Latinoamérica, 2024

# CONTACTOS

## Financiero



**Íñigo Rubio**  
Socio Coordinador  
[inigo.rubio@cuatrecasas.com](mailto:inigo.rubio@cuatrecasas.com)



**Beatriz Causapé**  
Socia Coordinadora  
[beatriz.causape@cuatrecasas.com](mailto:beatriz.causape@cuatrecasas.com)



**Fernando Bernad**  
Socio  
[fernando.bernad@cuatrecasas.com](mailto:fernando.bernad@cuatrecasas.com)



**Héctor Bros**  
Socio  
[hector.bros@cuatrecasas.com](mailto:hector.bros@cuatrecasas.com)



**Agustín Cerdá**  
Socio  
[agustin.cerda@cuatrecasas.com](mailto:agustin.cerda@cuatrecasas.com)



**Cristóbal Cotta**  
Socio  
[cristobal.cotta@cuatrecasas.com](mailto:cristobal.cotta@cuatrecasas.com)



**Miguel Cruz Ropero**  
Socio  
[miguel.cruz@cuatrecasas.com](mailto:miguel.cruz@cuatrecasas.com)



**Manuel Follía**  
Socio  
[manuel.follia@cuatrecasas.com](mailto:manuel.follia@cuatrecasas.com)



**Carlos Lasarte de Launet**  
Socio  
[carlos.lasarte@cuatrecasas.com](mailto:carlos.lasarte@cuatrecasas.com)



**Íñigo de Luisa**  
Socio  
[inigo.deluisa@cuatrecasas.com](mailto:inigo.deluisa@cuatrecasas.com)



**Pol Solsona**  
Socio  
[pol.solsona@cuatrecasas.com](mailto:pol.solsona@cuatrecasas.com)



**Tomás Ugalde**  
**Socio**

*tomas.ugalde@cuatrecasas.com*



**Mª Carmen Arribillaga**  
**Consejera**

*mcarmen.arribillaga@cuatrecasas.com*



**María Lérica**  
**Consejera**

*maria.lerida@cuatrecasas.com*

---

## Renta Fija y Titulización



**Jaime de la Torre**  
**Socio Coordinador**

*jaime.delatorre@cuatrecasas.com*



**Miguel Cruz Roperó**  
**Socio**

*miguel.cruz@cuatrecasas.com*



**Ana Mª Gamazo**  
**Socia**

*anamaria.gamazo@cuatrecasas.com*



**CUATRECASAS**

