OBSERVATORIO

Financiación alternativa con colateral hipotecario en España

Primera edición | 2026



TQ EUROCREDIT pwc CUATRECASAS

ÍNDICE

1. Introducción **3**

2. Estructura del observatorio **4**

3. Cartas de presentación **5**

4. La financiación alternativa **18**
4.1. Origen de la financiación alternativa 19
4.2. Definición de la financiación alternativa 21
4.3. Marco de actuación de la financiación alternativa 24
4.3.1. Principales instrumentos 24
4.3.2. Momentos de intervención 27
4.4. Ecosistema de financiadores alternativos 29

5. Evolución y proyección de la financiación alternativa **31**
5.1. Situación actual y evolución del mercado 32
5.1.1. Volumen de financiación alternativa 33
5.1.2. Actividad de los financiadores 35
5.1.3. Condiciones de la deuda alternativa 37
5.2. Dinámicas de mercado 38
5.2.1. Impulsores de la demanda 38
5.2.2. Tendencias de la oferta 47
5.3. Limitaciones y retos del mercado 50

6. Marco jurídico **54**
6.1. Modelo “bridge-to-term” 54
6.2. Alternativas a la ejecución hipotecaria judicial 57
6.3. La financiación de la construcción industrializada 60
6.4. El crecimiento de la financiación alternativa a través de la renta fija 62

7. Conclusiones **66**

8. Metodología del observatorio **67**

9. Firmantes **68**

1. Introducción

La financiación alternativa con colateral hipotecario ha crecido en España a un ritmo próximo al 32% anual entre 2023 y 2025, aunque su penetración en el conjunto de la financiación continúa por debajo de la de mercados de referencia como el Reino Unido o Estados Unidos, lo que anticipa un recorrido de crecimiento todavía amplio. **Este crecimiento no compite con la banca, sino que la complementa** allí donde el consumo de capital regulatorio derivado de Basilea III y CRR3, los criterios de riesgo o la falta de track record de determinados activos limitan su capacidad de respuesta. Así, la financiación alternativa ha encontrado su espacio dando solución a proyectos con déficit de suelo finalista, a nuevos formatos residenciales sin recorrido bancario, o a empresas que necesitan capital ágil respaldado por sus activos inmobiliarios. Pese a esta relevancia creciente, el mercado español carecía hasta ahora de un informe de referencia que ofreciese una medición sistemática y transparente de su tamaño, sus condiciones y su evolución.

El presente observatorio nace con el objetivo de cubrir ese vacío. Se trata de un ejercicio impulsado por TQ Eurocredit con motivo de su vigésimo aniversario, elaborado conjuntamente con PwC y con la colaboración jurídica de Cuatrecasas, cuyo propósito es convertirse en la referencia del mercado de financiación con colateral hipotecario en España. El informe analiza esta financiación con independencia de que el activo pignorado responda a una operación de promoción inmobiliaria o a la necesidad de capital de cualquier empresa que disponga de activos inmobiliarios susceptibles de constituir garantía, una perspectiva que se desarrolla con mayor detalle en el apartado de definición y perímetro del informe.

El informe combina una parte teórica, que reconstruye el origen de la financiación alternativa, su definición y perímetro, sus instrumentos y los momentos del ciclo en los que interviene, con un análisis de mercado que traduce ese marco conceptual en cifras de volumen, condiciones y financiadores activos, además de las dinámicas de demanda y oferta que explican su crecimiento y las limitaciones y retos a los que se enfrenta. A esta lectura de mercado se suma un marco jurídico elaborado por Cuatrecasas sobre cuestiones de aplicación práctica inmediata, y una investigación que combina fuentes primarias, cuantitativas y cualitativas, con el análisis de fuentes secundarias públicas.

El resultado es el primer informe de referencia centrado específicamente en la financiación alternativa con colateral hipotecario en España, construido a partir de datos propios y de la voz directa de fondos de deuda, plataformas de financiación participativa, entidades bancarias, promotores y asociaciones sectoriales. Su vocación es consolidarse como una herramienta de seguimiento periódico que aporte al mercado la transparencia que hasta ahora le faltaba.

2. Estructura del observatorio

En este apartado se presenta la estructura del trabajo recogido en el presente observatorio. A este respecto, se ha dividido el trabajo en cinco grandes secciones, que se detallan a continuación:

- En la **sección 3** se recoge, por un lado, la presentación de las entidades colaboradoras que introducen el observatorio y, por otro, las cartas de presentación de un conjunto de referentes del sector, que ofrecen su visión y perspectiva sobre el mercado antes de entrar en el contenido del informe.

- En la **sección 4** se construye el marco conceptual de la financiación alternativa con colateral hipotecario en España, con la finalidad de que el lector disponga de las claves necesarias para comprender el mercado, describiendo su origen, su definición y perímetro, sus principales instrumentos y momentos de intervención, y el ecosistema de financiadores que la conforman.

- En la **sección 5** se analiza la evolución y proyección de la financiación alternativa, con datos de volumen, condiciones y financiadores activos, así como las dinámicas de demanda y oferta que explican su crecimiento y las limitaciones y retos a los que se enfrenta el mercado.

- En la **sección 6** se desarrolla el marco jurídico, con el análisis de la venta directa como alternativa a la ejecución hipotecaria judicial, los retos que plantea la financiación de la construcción industrializada, y la renta fija como vía de financiación para fondos de deuda y prestamistas alternativos.

- En la **sección 7** se recogen las conclusiones del informe, que sintetizan hacia dónde se dirige el mercado a partir de todo lo expuesto.

3. Cartas de presentación

Este informe se ha enriquecido con la participación directa del conjunto de actores que conforman el ecosistema de la financiación alternativa con colateral hipotecario en España. A la presentación del Observatorio por parte de sus colaboradores —TQ Eurocredit, PwC y Cuatrecasas— se suman las cartas de otras voces relevantes del sector: asesores inmobiliarios, grupos promotores y bancos tradicionales. Las cartas a continuación permiten conocer de primera mano la percepción y las perspectivas de mercado de algunos de los actores que conviven en este ecosistema.

Colaboradores



Antoni Quintana
CEO de TQ Eurocredit



Bernat Martínez
Managing Director de TQ Eurocredit



Miren Telleria
Socia responable de Real Estate en PwC España



Manuel Follia
Socio de Cuatrecasas Bancario y Financiero / Inmobiliario



Ana Mª Gamazo
Socia de Cuatrecasas Mercado de Capitales / Mercantil Financiero

Asesores inmobiliarios



Mikel Echavarren
Presidente de Colliers Iberia



Jorge Ginés
Director General de Asprima

Grupos promotores



Francisco Pérez
Consejero Delegado en Culmia



Julio Egusquiza
Managing Director de Sukia



Miguel Riesgo
Vicepresidente de Grupo Nido Capital

Bancos tradicionales



Javier Piñeiro
Director de Negocio Promotor Banco Santander



Mar Santana
Directora de Negocio Inmobiliario Caixabank



Jorge Aguerri
Jefe de Desarrollo de Negocio Promotor Ibercaja



"Conectar a unos y a otros, y comprobar que era posible financiar estos proyectos de una forma alternativa, fue el principio de todo.."

Antoni Quintana
CEO de TQ Eurocredit

Antoni Quintana

La vida da muchas vueltas y, a menudo, nos plantea retos que no tenemos más remedio que afrontar y superar.

En 2006 creé el embrión de lo que hoy es el grupo TQ. Éramos dos personas, solo dos. En pleno auge económico, iniciamos el camino asesorando a nuestros clientes y buscando para ellos la mejor financiación. Sin embargo, entre 2007 y 2008 se formó la tormenta perfecta en forma de crisis financiera global: las entidades tradicionales dejaron de conceder crédito y se instaló una profunda desconfianza hacia la banca.

Ese fue el primer gran reto: cambiar el modelo de negocio cuando el mercado había dado un giro radical. La palabra crisis procede del griego y, en su origen, significa simplemente cambio, sin connotaciones negativas. Tenía claro que había clientes con buen perfil que no conseguían financiación, y al mismo tiempo, inversores dispuestos a financiar este tipo de operaciones sin mantener toda su liquidez en depósitos bancarios. Conectar a unos y a otros, y comprobar que era posible financiar estos proyectos de una forma alternativa, fue el principio de todo.

Como todo comienzo, no fue nada fácil: la primera hipoteca que concedí la financié con mi propio dinero, tras hipotecar mi casa. Poco a poco fueron llegando inversores interesados en financiar proyectos empresariales mediante nuestros préstamos, y la compañía empezó a crecer. También llegó el momento de entender que el sector debía crecer de manera ordenada y profesional: fuimos los primeros en emitir una oferta vinculante previa a la firma de la operación hipotecaria, porque siempre hemos considerado que el sector debía ser absolutamente transparente.

Con el paso de los años, tanto el sector como nuestra compañía han alcanzado una dimensión impensable hace dos décadas, creciendo de forma exponencial en volumen de negocio, pero también en rigor, profesionalidad y capacidad para diseñar soluciones a medida. Veinte años después, TQ Eurocredit cuenta con casi sesenta empleados, está inscrita en el Banco de España y acaba de lanzar un fondo de inversión libre junto con Anta Asset Management. Tanto el sector como nuestra compañía viven un momento de pleno auge, impulsados por una demanda creciente del mercado. Por el camino, también hemos creado una rama promotora relevante, contamos con empresas de servicios e incluso con un fondo de venture capital. No hemos dejado de pensar, evolucionar y adaptar nuestras decisiones, porque el mundo se encuentra en un proceso continuo de cambio y debemos saber avanzar con él.



"El presente observatorio pone luz y datos a un sector en pleno crecimiento"

Bernat Martínez
Managing Director de TQ Eurocredit

Bernat Martínez

Gran parte de mi carrera profesional la he desarrollado en el sector financiero: veinticinco años en la financiación tradicional y los últimos tres años y medio en el apasionante mundo de la financiación alternativa. Esa trayectoria me ha dado una visión amplia del sector, que intentaré plasmar en pocas palabras.

España ha sido tradicionalmente uno de los países en los que prácticamente la totalidad de la financiación concedida era financiación bancaria. Esa situación no se daba en el resto de economías occidentales, donde, si bien la banca tenía una cuota mayoritaria, sí existían fuentes alternativas con peso importante.

Pero, a partir de 2008, con la crisis, todo cambia. Desde entonces se acelera de forma imparable el crecimiento de la financiación alternativa, a nivel mundial y nacional.
La cuota de mercado de la financiación alternativa supera el 50% en países pioneros como Estados Unidos y Reino Unido, y el 30% en la Europa continental. En España estamos más rezagados, y en este informe podemos ofrecer, por fin, una cuota y volúmenes reales. Ponemos luz y datos a un sector en pleno crecimiento.

El nacimiento y la consolidación de la financiación alternativa no fueron, en un primer momento, bien comprendidos por la financiación tradicional. Sin embargo, con el tiempo, todos hemos entendido nuestra complementariedad.

La financiación alternativa entra en momentos y proyectos en los que la tradicional aún no puede hacerlo: suelen ser fases iniciales, con más incertidumbre, donde su valor es tremendamente alto. Después, en fases más maduras, entra la financiación tradicional, de manera que el cliente dispone de financiación en todas las fases de su proyecto.

No olvidemos que lo importante es EL CLIENTE, al que todos los financiadores hemos de poner en el centro. Además, es el gran beneficiado, pues tiene acceso a más fuentes de financiación que nunca, y esa capacidad de elección le da el mayor de los poderes.

Dicho esto, y aun con buena colaboración entre la financiación alternativa y la tradicional, hemos de seguir evolucionando en esa complementariedad. Pasa por estudiar las operaciones de forma conjunta, utilizar ambos la misma minuta para evitar la doble AJD... y, desde luego, seguir poniendo al cliente en el centro para aportarle más valor. Porque, sin el cliente, cualquier financiador pierde su sentido.



"Este mercado ya no es un nicho marginal: es un actor con entidad propia dentro del ecosistema financiero español, y todo apunta a que seguirá ganando protagonismo en los próximos años."

Miren Telleria
Socia responable de Real Estate en PwC España

Miren Telleria

Estimados lectores,
Presentar la primera edición de este Observatorio de Financiación Alternativa con Colateral Hipotecario es, para mí, un privilegio. Llevamos tiempo viendo cómo este mercado se profesionaliza y gana peso en España, y sin embargo, hasta ahora, nadie había puesto datos propios y rigurosos a esa intuición que compartíamos tantos en el sector.

Eso es exactamente lo que hemos querido construir junto a TQ Eurocredit, con motivo de su vigésimo aniversario, y con Cuatrecasas aportando la mirada legal que este mercado necesita: una fotografía rigurosa de dónde está hoy este mercado, cómo ha llegado hasta aquí y hacia dónde puede evolucionar. Los datos no sustituyen al criterio, pero sin datos no hay criterio que valga.
Nuestro papel en este proyecto ha sido el que siempre intentamos cumplir en PwC: aportar rigor analítico y una mirada independiente, poniendo en contexto la información y las opiniones de mercado sin más pretensión que ofrecer a quien lo lea una base sólida sobre la que construir sus propias conclusiones.

Me quedo con una idea de todo el proceso: este mercado ya no es un nicho marginal ni una curiosidad de unos pocos operadores. Es un actor con entidad propia dentro del ecosistema financiero español, que complementa a la banca allí donde esta, por diseño regulatorio, no puede llegar.

Quiero agradecer a TQ Eurocredit la confianza depositada en nosotros para liderar este análisis, a Cuatrecasas por su rigor y colaboración constante, y a todos los financiadores y actores del sector que han dedicado su tiempo a compartir su visión con nosotros. Sin ellos, este Observatorio no existiría.

Espero que este documento se convierta en una referencia recurrente para el sector, y que esta primera edición sea solo el comienzo de un seguimiento continuado de un mercado que, estoy convencida, seguirá ganando protagonismo en los próximos años.



"Un mercado que ha crecido tanto merecía ser contado con rigor."

Manuel Follia
Socio de Cuatrecasas Bancario y Financiero / Inmobiliario
y Ana Mª Gamazo
Socia de Cuatrecasas Mercado de Capitales/ Mercantil Financiero

Manuel Follia Ana Mª Gamazo

Hace poco más de un año, TQ Eurocredit compartió con nosotros una idea que todavía estaba tomando forma: construir el primer Observatorio de Financiación Alternativa con Colateral Hipotecario en España. No teníamos hoja de ruta, pero sí mucha ilusión y la convicción de que un mercado que había crecido tanto merecía ser contado con rigor. Esa apuesta temprana de TQ Eurocredit por sumar a Cuatrecasas, cuando todo estaba aún por definir, es algo que valoramos enormemente.

Cuando recibimos la propuesta, aceptamos el reto sin dudarlo: no fue una decisión difícil, pero sí exigente. Construir una guía de referencia para un mercado tan dinámico y en constante evolución requiere rigor, humildad y una voluntad real de escuchar a todos los actores que lo conforman. Lo hemos asumido con enorme ilusión, conscientes de que TQ Eurocredit ha sido un protagonista en este ecosistema, no solo por su trayectoria de dos décadas, sino por su capacidad de anticiparse, de profesionalizar el mercado y de impulsar iniciativas como ésta, escogiendo extraordinarios partners, como PwC, para participar en este reto.

Ha sido un privilegio unir nuestras visiones, tanto desde un punto de vista comercial y de mercado como jurídico, e incluyendo no solo financiación crediticia, sino también renta fija, para así ofrecer una mirada verdaderamente completa.

Desde Cuatrecasas, nuestra aspiración es que esta guía se convierta en un punto de partida sólido para todos los profesionales del sector: promotores, financiadores, asesores, inversores y cualquier actor que necesite entender las claves de un mercado que ya forma parte del paisaje financiero español. Un documento al que volver, con el que orientarse y sobre el que construir criterio propio.

Este Observatorio no es un punto de llegada, sino el inicio de un compromiso. Aprovecharemos cada nueva edición para actualizar los datos, contar las novedades, escuchar a todos los participantes e incorporar las tendencias que redefinan el mercado. Iremos sumando nuevas voces y nuevas fórmulas de financiación que enriquezcan el análisis.

Gracias, una vez más, a TQ Eurocredit por confiar en nosotros, a PwC por compartir su profundo conocimiento desde otros puntos de vista, y a todos los actores del sector que han hecho posible este primer número.

¡Seguimos!



Mi experiencia en el sector inmobiliario español me ha permitido ver de cerca cómo evoluciona el mercado de financiación a lo largo de los ciclos. He visto la sequía bancaria, he visto los fondos oportunistas entrar cuando nadie quería saber nada del sector, y ahora estoy viendo algo que hace diez años habría sonado a ciencia ficción: financiación alternativa compitiendo con la banca. Eso ya no es alternativa. Es banca con más flexibilidad y menos burocracia.

La financiación alternativa entró en España con un componente marcadamente oportunista. Rentabilidades de dos dígitos, tickets mínimos que dejaban fuera a la mayoría del mercado y estrategias difíciles de cumplir. Los que sobrevivieron aprendieron a reciclar el capital, a centrarse en la TIR y a adaptarse a las necesidades reales del mercado. Y hoy tenemos un ecosistema maduro, con operadores sofisticados captando capital institucional de largo plazo que busca retornos moderados con riesgo controlado.

¿Va a seguir creciendo? Por supuesto. España necesita construir el doble de viviendas de las que construye ahora. Ese volumen de capital no existe en la banca. Y la banca, con el consumo de capital que tiene y los riesgos que asume, no tiene grandes incentivos para multiplicar su exposición al sector promotor. Ahí está el hueco, y la financiación alternativa lo seguirá ocupando con inteligencia.

La financiación alternativa más sana es la que actúa como puente: entra donde la banca no puede, aguanta hasta que el proyecto madura y sale cuando la banca toma el relevo. Pero cada vez más veremos financiación alternativa que compite directamente, y eso también es positivo. La competencia siempre beneficia a quien necesita financiarse.

El mercado está madurando. Este observatorio es la mejor prueba de ello, y también la señal de que la industria ha alcanzado la solidez suficiente para analizarse con rigor.



Os cuento una anécdota que explica por qué la llamamos financiación alternativa cuando es, en realidad, complementaria. Marzo de 2015, el sector empezaba a ver la luz tras el diluvio de la crisis 2008-2014. Yo era un recién llegado al negocio promotor, pese a mi trayectoria en banca y LeasePlan.

Llegó la oportunidad de comprar un suelo grande, inasumible para una sola promotora mediana. Una UTE de tres compañías creyó en el proyecto —150 chalés, mercado y números que funcionaban—, pero no había equity suficiente. La banca no financiaba suelo, y alguien habló de un fondo de deuda.

Sorprendió el coste del préstamo, y más su naturaleza: un préstamo participativo, financiado por particulares vía sociedad, en el que si no se devolvía a tiempo, el prestador se quedaba con la SPV y el suelo. ¿Esto era deuda o equity? Quienes vivimos operaciones así, hace ya más de diez años, vivimos el nacimiento de una industria.
Esa anécdota resume varias ideas relevantes para este primer Observatorio. En poco tiempo ha nacido una industria entre promotores, bancos, tasadores y entidades financieras, en constante evolución —de la financiación de suelo al préstamo puente, del PHP a la financiación industrializada—. Los prestamistas también han evolucionado: de aquel grupo primigenio en torno a una operación de alto riesgo y alta rentabilidad, a un ecosistema con PFP, fondos de deuda, intermediarios y asesores.

Ha sido una adaptación modélica al mercado, con banca y financiadores privados cooperando más que compitiendo. Y ha sido clave que quienes lideran esta industria conozcan tanto la banca tradicional como el negocio promotor.

Por eso auguro un futuro enorme a la financiación colaborativa y/o complementaria. Como decía Borges, "el futuro no es lo que va a pasar, sino lo que vamos a hacer".

Un último aviso: desde marzo de 2015 hemos vivido un ciclo expansivo inusualmente largo —más de diez años—, pese a dos guerras, subidas de tipos e inestabilidad geopolítica y nacional. Nadie sabe cuándo acabará, pero como todo ciclo, acabará. Ahí demostrarán su madurez prestadores, prestatarios, bancos y demás actores del sector, gestionando también cuando la demanda disminuya. Hasta entonces, sigamos disfrutando de hacer industria.



CULMIA

"Lo que más ha cambiado en los últimos años no es solo la disponibilidad de capital alternativo, sino la calidad con la que opera"

Francisco Pérez
Consejero Delegado en Culmia

Francisco Pérez

El mercado de financiación inmobiliaria en España ha experimentado una transformación profunda en los últimos años. Lo que hace una década era un nicho reservado a situaciones muy específicas se ha convertido en una categoría reconocida dentro del ecosistema financiero del sector promotor, con operadores cada vez más sofisticados y productos adaptados a necesidades muy concretas. La velocidad a la que ha madurado esta industria es una señal de que responde a una demanda real y estructural del mercado.

España tiene una particularidad que la distingue del resto de Europa: la banca española conoce muy bien el negocio promotor, es extraordinariamente competitiva y tiene un incentivo comercial de largo plazo —las subrogaciones hipotecarias a los compradores finales— inexistente en otros mercados. Eso explica por qué la penetración de la financiación alternativa aquí es menor que en Reino Unido o Estados Unidos. También explica que donde la banca no llega —en los momentos más tempranos del ciclo, en los nuevos formatos de activos, en operaciones de reposicionamiento o cambios de uso que requieren una flexibilidad que el sistema bancario no puede dar— la financiación alternativa ha encontrado su espacio y lo ha sabido ocupar con inteligencia creciente.
Desde mi perspectiva, lo que más ha cambiado no es solo la disponibilidad de capital alternativo, sino la calidad con la que opera. Han desarrollado equipos con conocimiento real del negocio inmobiliario, procesos de análisis más rigurosos y productos más sofisticados. Eso los convierte en interlocutores capaces de entender cada operación y estructurar soluciones que la banca, por diseño regulatorio, no puede ofrecer.

El recorrido de crecimiento está ahí. No tanto en el segmento de los grandes promotores, donde la banca española seguirá siendo muy competitiva mientras mantenga su apetito, sino en el universo mucho más amplio de promotores medianos, empresas y nuevos formatos de activos que el sistema bancario todavía no ha incorporado a sus modelos. A medida que la financiación alternativa siga profesionalizándose, ese universo de demanda potencial no hará sino crecer. Este observatorio es la señal de que el mercado ha alcanzado la madurez suficiente para analizarse con rigor y con ambición.



"La financiación alternativa es complementaria a la bancaria y puede tener un futuro brillante si sabe dar respuesta a los grupos promotores y acompañarles en la consolidación de los proyectos."

Julio Egusquiza
Managing Director de Sukia

Julio Egusquiza

Creo que merece la pena hacer una reflexión sobre el mercado inmobiliario actual y su evolución desde la recesión de 2007. Mucho ha llovido y mucho ha mutado. Las compañías inmobiliarias han cambiado indudablemente, y también los requisitos de las entidades bancarias para financiar esos proyectos. Si bien es cierto que compañías capitalizadas, con estricto gobierno corporativo y acceso a los mercados de capitales han podido acceder a grandes bolsas de suelo en los balances de bancos y fondos, no es menos cierto que esas oportunidades licenciables en localizaciones atractivas son hoy muy escasas. Es necesario contar con los grupos promotores que apuestan por el conocimiento local, la inversión a largo plazo y la tramitación urbanística para volver a generar suelo finalista. Las promotoras, no promoTIRes.

En los últimos años el volumen de plataformas de crowdfunding y crowdlending ha crecido notablemente, como observamos en la última edición de la feria inmobiliaria The District, donde su presencia era superior a la de las entidades bancarias tradicionales, tanto de origen nacional como de otras latitudes europeas. Es obvio que el mercado existe y crece.

La financiación alternativa es complementaria a la bancaria y puede tener un futuro brillante si sabe dar respuesta a esos grupos y acompañarles en el posicionamiento de la inversión, en la consolidación de los proyectos y en la rotación del capital propio, incluso siendo muy ambiciosos en la coinversión. Las reglas del préstamo promotor para la banca tradicional y la norma de valoración ECO son un traje muy ceñido.

Poder salirse de ese marco ofrece a las pujantes compañías de la inversión alternativa un futuro brillante para crecer, posicionándose no como una moda o un negocio de oportunidad, sino como un actor complementario y de largo plazo. Por ello, su participación activa en patronales y colegios profesionales es clave para entender los retos a los que se enfrenta el sector inmobiliario, identificar dónde pueden posicionarse y lograr el reconocimiento del sector como un agente estable con vocación de permanencia.



"El mérito de este mercado no ha sido solo crecer, sino haber sabido crecer sin perder el foco: con transparencia y rigor"

Miguel Riesgo
Vicepresidente del grupo Nido Capital

Miguel Riesgo

Años de promoción inmobiliaria en España enseñan que la financiación no es una fase más, sino una variable que determina si un proyecto sale adelante. También se aprende que la financiación bancaria no siempre es viable, ya sea por sus plazos, sus requisitos, o por el tipo de proyecto.

En Grupo Nido Capital hemos recurrido a la financiación alternativa con colateral hipotecario para promover viviendas unifamiliares, plurifamiliares y oficinas, sumando más de 500 unidades y 53 millones de euros financiados, y esa experiencia me permite hablar de su papel en el mercado español desde la práctica.

La financiación alternativa ya no es, en el mercado español, un recurso marginal, sino una pieza fundamental que hace posible ejecutar proyectos perfectamente viables que no siempre encajan en el esquema bancario habitual. Y quiero ser preciso en esto: su valor no está en sustituir a la banca, sino en complementarla. La banca sigue siendo el gran pilar del sector y la fuente de capital más económica, pero hay tramos del proyecto —especialmente los iniciales— donde el banco no entra, o exige condiciones que aún no se pueden cumplir. Ahí es donde la financiación alternativa marca la diferencia: aporta la agilidad, la flexibilidad y la estructura de capital que esas fases requieren.

Creo que estamos ante un punto de inflexión, y no solo por el volumen que se cierra, sino por lo que ese volumen exige de los promotores: hoy no basta con conocer el suelo, hay que dominar los números y negociar con inversores que exigen un rigor impensable hace pocos años. La promoción ha dejado de ser un oficio de ladrillos para convertirse en un negocio fundamentalmente financiero, donde la gestión del capital pesa tanto como la gestión de la obra.

De cara al futuro, la financiación alternativa seguirá ganando terreno hasta lograr una convivencia cada vez más fluida con la banca, en esquemas por tramos donde cada tipo de financiación entra en la fase del proyecto donde mejor encaja.

Dicho esto, sería ingenuo presentarla como una solución ideal. Su coste suele ser más elevado que el bancario, y es razonable esperar que, a medida que aumente la competencia entre financiadores, los tipos se acerquen a los de la banca, sin llegar necesariamente a igualarlos.

El mérito de este mercado no ha sido solo crecer, sino haberlo hecho sin perder el foco: con transparencia y rigor. Es esa solidez, y no solo la disponibilidad de capital, la que puede consolidarlo como un pilar permanente del sector inmobiliario español.



"El verdadero reto no es decidir quién financia más operaciones, sino generar un mayor número de proyectos viables."

Javier Piñeiro
Director de Negocio Promotor Banco Santander

Javier Piñeiro

No toda la financiación del sector inmobiliario debe ser bancaria, ni sería deseable que lo fuera. La complejidad y diversidad de los proyectos actuales requieren un ecosistema financiero capaz de aportar soluciones complementarias. En este contexto, la deuda alternativa ha dejado de ser un actor secundario para convertirse en una pieza relevante del mercado inmobiliario español, al ofrecer soluciones donde la financiación bancaria no siempre puede llegar.

Desde mi experiencia financiando proyectos de promoción residencial, percibo un mercado extraordinariamente dinámico. Existe una demanda de vivienda muy superior a la oferta disponible, especialmente en los principales núcleos urbanos, y un consenso generalizado sobre la necesidad de incrementar la producción residencial. Sin embargo, construir más vivienda no depende únicamente de la financiación: también requiere suelo finalista, mayor agilidad administrativa, seguridad jurídica y un marco regulatorio que incentive la inversión.

La banca continúa desempeñando un papel esencial. Su capacidad para ofrecer financiación estable, a largo plazo y con un coste competitivo sigue siendo insustituible. No obstante, la evolución regulatoria tras la crisis financiera, culminada con Basilea III y CRR3, ha incrementado las exigencias de capital inmobiliario. Como consecuencia, la asignación de recursos depende no solo de la calidad del proyecto, sino de la eficiencia en el consumo de capital regulatorio, una realidad que influye directamente en la capacidad del sector para responder al déficit de vivienda. Mirando hacia el futuro, no creo que asistamos a una sustitución de la banca por la deuda alternativa, sino a una creciente especialización y colaboración entre ambos modelos. El verdadero reto no es decidir quién financia más operaciones, sino generar un mayor número de proyectos viables. El análisis no debería limitarse al coste nominal, sino al valor que aporta cada estructura de capital al proyecto: en ocasiones, una solución aparentemente más costosa puede acelerar la ejecución, reducir incertidumbres y mejorar la rentabilidad global de la inversión. Para lograrlo será imprescindible reforzar la colaboración público-privada, agilizar el desarrollo de suelo y los plazos administrativos, y avanzar hacia un marco regulatorio que, manteniendo la prudencia financiera, favorezca la canalización de inversión hacia nuevos desarrollos residenciales.

Estoy convencido de que el futuro no pasa por elegir entre banca o deuda alternativa, sino por aprovechar las fortalezas de ambos modelos. Solo así conseguiremos movilizar el capital necesario para aumentar la oferta de vivienda y responder con eficacia a uno de los mayores retos económicos y sociales de nuestro país.



"El principal reto no es la falta de capital, sino generar la certidumbre, la agilidad administrativa y la seguridad jurídica que conviertan ese capital en vivienda."

Mar Santana
Directora de Negocio Inmobiliario Caixabank

Mar Santana

La evolución del mercado inmobiliario español ha puesto de manifiesto la importancia de contar con un ecosistema financiero cada vez más amplio y diversificado, capaz de adaptarse a las distintas necesidades del ciclo de desarrollo de un proyecto. España sigue siendo un mercado donde la financiación bancaria mantiene un peso muy relevante, especialmente en el ámbito residencial y en la promoción inmobiliaria, y en los últimos años las entidades financieras han realizado un importante esfuerzo de especialización y profesionalización, adaptando sus criterios y procesos a las nuevas necesidades del sector.

En este contexto, la financiación alternativa ha adquirido un papel creciente como complemento a la oferta tradicional, especialmente en proyectos que se encuentran en fases iniciales de desarrollo, presentan estructuras complejas o perfiles de riesgo elevado, antes de alcanzar los niveles de madurez necesarios para acceder a financiación bancaria convencional, ampliando así las opciones disponibles para promotores e inversores.

Desde mi posición, observo un mercado que atraviesa un momento de notable actividad y transformación. La demanda de vivienda continúa mostrando una fortaleza significativa, impulsada por factores demográficos, sociales y económicos, mientras que la escasez de oferta sigue siendo uno de los principales retos estructurales del sector. En este entorno, la disponibilidad de financiación sigue siendo una condición necesaria para el desarrollo de nuevos proyectos, aunque conviene recordar que el principal desafío del mercado español no es la falta de capital. Existe liquidez, tanto bancaria como alternativa. El reto reside, en gran medida, en generar las condiciones de certidumbre, agilidad administrativa y seguridad jurídica que permitan transformar esa capacidad financiera en oferta efectiva de vivienda.

Mirando hacia el futuro, la financiación alternativa continuará ganando relevancia y sofisticación, aproximándose a los niveles de penetración de otros mercados europeos más desarrollados, de la mano de una mayor especialización por segmentos, una creciente colaboración con la banca tradicional y una aportación creciente en ámbitos como los nuevos modelos residenciales, la rehabilitación, la industrialización de la construcción o la sostenibilidad.

Por ello, contar con información rigurosa y observatorios que analicen la evolución de este mercado resulta especialmente valioso: entender cómo evolucionan las distintas fuentes de financiación, qué dinámicas presentan y cómo contribuyen al desarrollo del sector inmobiliario es un ejercicio imprescindible para todos los actores implicados.

Confío en que este informe contribuya a enriquecer ese conocimiento compartido y a favorecer un debate informado sobre el futuro de la financiación inmobiliaria en España.



"Gracias a la financiación alternativa han visto la luz numerosos proyectos inmobiliarios que de otra manera no habría sido posible"

Jorge Aguerri
Jefe de Desarrollo de Negocio Promotor Ibercaja

Jorge Aguerri

Cuando surgió la financiación alternativa, la banca tradicional la vimos con cierta cautela, sobre todo por desconocimiento de en qué fases y proyectos se iba a posicionar. La realidad ha sido otra. Estos financiadores y plataformas han encontrado un espacio que no estaba suficientemente atendido, el de la financiación de suelo y de proyectos en sus fases iniciales.

Por eso la financiación alternativa y la banca son complementarias en aquellos proyectos que, en su fase inicial, resultan menos claros o más difíciles de gestionar. Gracias a ello han salido adelante numerosos proyectos inmobiliarios que de otra forma no habrían sido posibles.

Conviene recordar que la regulación bancaria nos exige requerimientos de capital muy importantes en la financiación inmobiliaria, lo que se traduce en altos niveles de preventas y de aportación de recursos propios por parte de los promotores y empresas.

A ello se suma la situación del sector de la vivienda en España y la inestabilidad política y regulatoria que le rodea. Escasez de suelo urbanizado, plazos cada vez más largos para trámites urbanísticos y licencias, falta de mano de obra, encarecimiento de materiales y, con frecuencia, dificultades o retrasos en el suministro eléctrico.

En este entorno, la financiación alternativa ha permitido cubrir obras de urbanización y primeros costes necesarios para después acceder a financiación bancaria. Más recientemente está explorando la financiación de las fases iniciales de la construcción industrializada, que a las entidades tradicionales nos resulta difícil porque se sale del paradigma hipotecario y de las garantías que nos marca la Orden ECO del Banco de España.

Con los precios de la vivienda en máximos respecto a la última serie del ciclo, creo que ambas formas de financiación pueden convivir y ser parte de la solución para poner más viviendas en el mercado y ampliar la oferta.

Entre todos los actores del sector debemos hacer un ejercicio de responsabilidad para contribuir a resolver el acceso a la vivienda. Esto pasa por mayor consenso político, estabilidad jurídica y medidas que incentiven la oferta para que el mercado se estabilice, junto con políticas de vivienda pública.

4. La financiación alternativa

Este bloque tiene como finalidad recoger los conceptos y aspectos fundamentales del mercado de la deuda alternativa con colateral hipotecario que asienten la base para poder comprender los datos y conclusiones recogidas en este informe, especialmente en el capítulo 5. De este modo, su lectura debería permitir adquirir una comprensión completa del mercado de la financiación alternativa con colateral hipotecario en España —tanto la dirigida a la actividad promotora como a cualquier empresa que aporte un activo inmobiliario en garantía—: qué es, por qué existe, a través de qué tipologías se concede financiación y quiénes son los actores que lo conforman:

- **Origen de la financiación alternativa** (sección 4.1), en el que se contextualiza el surgimiento de este mercado en la retracción de la financiación tradicional tras la crisis inmobiliaria de 2008 y explica por qué generó un hueco de financiación que dio lugar al origen de mercado de deuda alternativa que ha ido evolucionado hasta día de hoy.

- **Definición de la financiación alternativa** (sección 4.2), en el que se acota con precisión qué se entiende por financiación alternativa en el perímetro de este observatorio, como se compara con la financiación bancaria tradicional, así como sus bondades e inconvenientes, y establece el marco conceptual sobre el que se construye el resto del bloque.

- **Marco de actuación de la financiación alternativa** (sección 4.3), en el que se describen los instrumentos financiación alternativa predominantes en el mercado —préstamo promotor, préstamo puente y special situations— y los momentos del ciclo, tanto del proyecto inmobiliario como de la actividad empresarial, en los que interviene cada modelo de financiación, alternativo y tradicional.

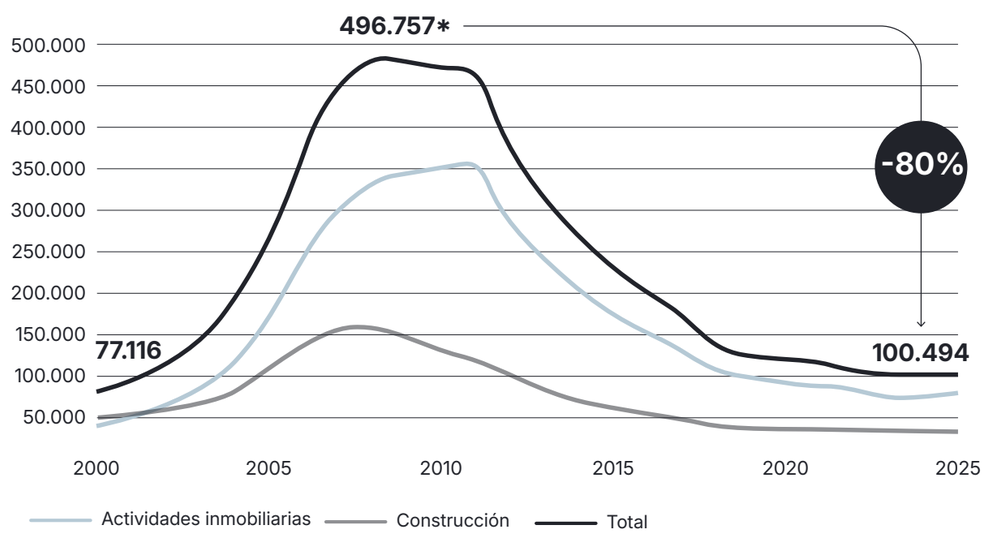
- **Ecosistema de financiadores alternativos** (sección 4.4), en la que se presentan las principales tipologías de entidades que conceden financiación alternativa con colateral hipotecario en España —fondos de inversión especializados, plataformas de financiación participativa y family offices— situando a los actores más relevantes del mercado español dentro de cada categoría.

4.1. Origen de la financiación alternativa

El surgimiento y consolidación de la financiación alternativa en España responde a un desajuste entre la demanda de financiación del sector inmobiliario y la capacidad del sistema bancario para atenderla. El desajuste comenzó a darse a partir de la crisis financiera de 2008 y se ha ido reforzando de forma progresiva por el marco regulatorio que se ha ido implementando desde entonces. Para entender qué es y cómo opera este mercado hoy, es necesario entender primero el sistema que vino a complementar y las circunstancias que hicieron inevitable su aparición.

El sistema financiero español ha sido históricamente uno de los más bancarizados de Europa occidental. A diferencia de economías como la estadounidense o la británica, donde los mercados de capitales y los inversores institucionales privados desempeñan un papel relevante en la financiación empresarial, España canalizó durante décadas la práctica totalidad de sus necesidades de financiación a través del sistema bancario. Tal y como ilustra el Cuadro 1, en el momento de mayor expansión del ciclo inmobiliario, a finales de 2008, el saldo de crédito bancario para actividades inmobiliarias y de construcción superaba los 496 mil millones de euros —337 mil millones en actividades inmobiliarias y 159 mil millones en construcción—, cifra equivalente a aproximadamente el 45% del PIB español de aquel año (1.112 mil millones de euros). La banca era, en la práctica, el único canal de financiación del sector.

Cuadro 1 – Evolución del saldo vivo de crédito bancario a actividades inmobiliarias y construcción en España [2000-25; M€]



** Máximo histórico alcanzado en 2008*
Fuente(s): Banco de España; Elaborado por PwC

Una exposición de esa magnitud significaba que el sistema bancario español había vinculado una parte extraordinaria de su balance a un único sector. Cuando el mercado inmobiliario colapsó en 2008 y los promotores dejaron de poder vender las viviendas construidas, dejaron también de poder devolver los préstamos. Los bancos se encontraron con carteras masivas de crédito impagado respaldadas por activos cuyo valor había caído drásticamente fruto de la falta de demanda, lo que generó pérdidas de una magnitud que forzó una revisión estructural y permanente de su disposición a financiar el sector inmobiliario, cuyos efectos se desarrollan a continuación.

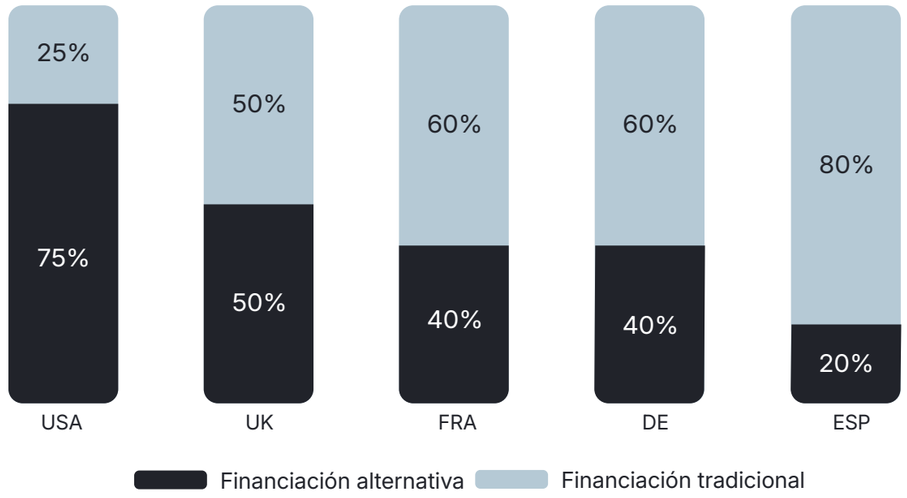
La crisis financiera de 2008 evidenció las consecuencias de esa concentración del riesgo. Las cajas de ahorros, que habían concentrado la mayor parte de la exposición crediticia, prácticamente desaparecieron como sector autónomo a través de un proceso de fusiones, bancarizaciones y resoluciones forzadas coordinado por el FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria). **La crisis generó un cambio permanente en los criterios con los que la banca evalúa y gestiona el riesgo inmobiliario:** endurecimiento de los requisitos de preventas y de aportación de capital propio del promotor, y una política generalizada de no financiar suelo sin licencia ni fases iniciales sin garantías tangibles sobre la viabilidad comercial de la operación. Estas restricciones no son una respuesta transitoria al ciclo sino la norma del mercado bancario español desde entonces.

Este repliegue no fue exclusivamente una reacción de mercado ante las pérdidas acumuladas. Fue también la consecuencia directa de un nuevo marco regulatorio internacional que vino a consolidarlo. La implementación progresiva de Basilea III[1] a partir de 2010 —completada en la Unión Europea con la entrada en vigor del Reglamento CRR3[2] a finales de 2024— elevó de forma significativa los requisitos de capital asociados a la exposición crediticia inmobiliaria. Cada euro prestado a un proyecto en fase inicial consume hoy más capital regulatorio del banco que hace quince años, lo que reduce de forma estructural el apetito del sistema para asumir los tramos de mayor riesgo del ciclo promotor. **El resultado es un sistema bancario que opera con eficiencia en el tramo de menor riesgo del espectro —proyectos con preventas consolidadas, promotores con historial contrastado, activos con rentas estabilizadas— y que deja sin cobertura natural todo lo que ocurre antes: la adquisición de suelo, las fases iniciales de desarrollo y los proyectos que por su estructura, tamaño o tipología no encajan en sus modelos de análisis estandarizados. Este hueco entre la demanda legítima de financiación del sector y la oferta bancaria disponible es el espacio en el que opera la financiación alternativa.**

La financiación alternativa ha venido a cubrir de forma progresiva el hueco que la retracción bancaria ha dejado en la estructura financiera del sector inmobiliario español, respondiendo a una demanda que el sistema bancario no puede atender por diseño regulatorio, complementando así su oferta en los tramos que esta no cubre. Tal y como ilustra el Cuadro 2, su penetración en el mercado español se sitúa actualmente en torno al 20% de la financiación total, frente al 75% de Estados Unidos, el 50% del Reino Unido o el 40% de Francia y Alemania. Esta comparativa refleja que el mercado español, pese a su crecimiento sostenido en los últimos años, mantiene un recorrido significativo hacia niveles de madurez equivalentes a los de los mercados de referencia internacionales, lo que apunta a un potencial de desarrollo considerable en los próximos años.

[1] *Marco regulatorio internacional elaborado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea que establece los requisitos mínimos de capital, liquidez y apalancamiento que deben cumplir las entidades de crédito*
[2] *CRR3, aplicable desde el 1 de enero de 2025, que incorpora en la UE los últimos elementos de Basilea III*

Cuadro 2 – Distribución de la financiación con colateral hipotecario por país [%]



Fuente(s): TQ Eurocredit; Elaborado por PwC

Para comprender ese potencial y las dinámicas que lo explican, es necesario antes establecer con precisión qué es la financiación alternativa en el contexto de este observatorio, qué la distingue de la financiación tradicional y qué tipologías de financiación alternativa con colateral hipotecario hay en el mercado español, que se desarrollarán en las secciones 4.2 y 4.3.

4.2. Definición de la financiación alternativa

Tras entender el contexto por el cual surgió la financiación alternativa en el apartado 4.1, resulta de gran relevancia comprender qué es realmente la financiación alternativa y cómo se compara esta con la tradicional.

A efectos del presente observatorio, la financiación alternativa comprende el conjunto de soluciones de financiación a promotores y empresas —estas últimas, con independencia de su sector de actividad— provistas por actores no bancarios, respaldadas por una garantía hipotecaria sobre un activo inmobiliario. Este perímetro responde a la naturaleza del mercado que se analiza y a la realidad operativa de los actores que lo componen: la garantía hipotecaria es el elemento que estructura la operación, determina sus condiciones y establece el orden de prelación en el cobro en caso de incumplimiento. Opera en momentos del proyecto inmobiliario o de la actividad empresarial en los que la financiación bancaria no está disponible o no cubre la totalidad de las necesidades, complementando la oferta de financiación tradicional.

Dentro de este perímetro, la financiación alternativa se articula fundamentalmente a través de tres tipos de instrumentos de deuda —préstamo promotor, préstamo puente y special situations—, que constituyen los tipos predominantes en el mercado español y que se desarrollan en detalle en el apartado 4.3. No obstante, el equity, entendido como la aportación de fondos propios a cambio de una participación en la propiedad del proyecto o empresa, también forma parte del alcance de este observatorio, al aparecer en determinadas operaciones de financiación alternativa a través de estructuraciones híbridas que acompañan a la deuda.

COMPARATIVA DE LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA CON LA FINANCIACIÓN TRADICIONAL

Definido el perímetro del mercado que analiza este observatorio, resulta relevante identificar las principales diferencias entre la financiación alternativa con colateral hipotecario y la financiación tradicional. Estas diferencias no son independientes entre sí: todas responden a una causa raíz común —la ausencia de un marco regulatorio de capital equivalente al bancario— que determina por qué cada modelo ocupa un espacio propio y complementario dentro de la estructura financiera del sector inmobiliario y de la que se derivan el resto de las características que se observan en el Cuadro 3, desarrolladas en detalle a continuación.

Cuadro 3 – Comparativa entre la financiación tradicional y la financiación alternativa con colateral hipotecario [no exhaustivo]

		Financiación tradicional	Financiación alternativa
Marco regulatorio		Basilea III / IV, BCE, Banco de España	**Sin corsé regulatorio obligatorio**
Características	Análisis para aprobar la operación	Foco en el prestatario: historial crediticio, balances pasados, track record, etc.	**Foco en la operación: viabilidad del proyecto, plan de negocio, plan de salida, etc.**
	Requisitos de acceso	Preventas mínimas, licencia concedida, historial contrastado, etc.	**Sin requisitos mínimos estandarizados**
	Tipo de producto	Producto estandarizado	**Adaptado a las necesidades de cada operación**
	Plazos de aprobación y ejecución	Proceso estandarizado de mayor duración	**Procesos ágiles y flexibles**
	Computo en CIRBE	Computa siempre	**No computa con carácter general**
Riesgo		Bajo / Medio	**Medio / Alto**
Coste		Tipo fijo o variable referenciado a Euribor	**Tipo fijo o variable, superior a la tradicional**

Fuente(s): Elaborado por PwC

Como anticipado, la causa raíz que explica las diferencias entre ambos tipos de financiación es la ausencia de un marco regulatorio de capital equivalente al bancario. **La financiación alternativa no está sujeta a los requisitos de consumo de capital que impone Basilea III/IV a las entidades de crédito, lo que le permite asumir exposiciones que el sistema bancario no puede absorber por diseño regulatorio.** Esta libertad regulatoria no implica ausencia de disciplina: los operadores alternativos gestionan su riesgo a través de la garantía hipotecaria, el análisis riguroso del proyecto y la estructuración de la operación, pero sí implica una capacidad de actuación más amplia que la de la banca en momentos del proyecto o de la actividad empresarial.

De esa causa raíz se derivan directamente las características de la financiación alternativa:

- **Análisis para aprobar operación:** al no estar condicionada por los mismos requisitos regulatorios, centra su análisis en la viabilidad futura del proyecto —el plan de negocio, los escenarios de ejecución, el plan de salida, entre otros— en lugar del historial del prestatario que utiliza la banca.
- **Requisitos de acceso:** no exige los requisitos mínimos estandarizados que caracterizan a la financiación tradicional —licencia concedida, preventas consolidadas, historial contrastado— adaptando sus condiciones a la realidad de cada operación.
- **Tipo de producto:** se estructura a medida de cada operación, adaptando plazos, disposiciones, garantías y condiciones a las circunstancias concretas del proyecto, frente al producto estandarizado de la banca.
- **Plazos de aprobación y ejecución:** los financiadores alternativos trabajan con procesos ágiles y flexibles, significativamente más cortos que los de la banca tradicional.
- **Cómputo en CIRBE[3] :** a diferencia de la financiación tradicional, la financiación alternativa no computa con carácter general en la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE).

Estas características se traducen, desde la perspectiva del prestatario, en un conjunto de ventajas concretas que explican el creciente atractivo de la financiación alternativa:

- **Acceso en momentos del ciclo donde la banca no entra:** la financiación alternativa puede estructurarse desde las fases más tempranas del proyecto —adquisición de suelo, inicio de obra sin preventas consolidadas— cubriendo los tramos del ciclo que quedan fuera del perímetro bancario por diseño regulatorio.
- **Flexibilidad en las estructuras de repago:** a diferencia de la banca, que habitualmente impone amortizaciones periódicas durante la vida del préstamo, la financiación alternativa ofrece estructuras más adaptadas a la realidad de cada proyecto —bullet, interest-only, periodos de carencia ajustados a los hitos de ejecución, entre otros—, lo que permite al prestatario preservar liquidez en los momentos más críticos del desarrollo.
- **Oferta de financiación con mayor apalancamiento:** la financiación alternativa permite al prestatario optimizar el uso de su propio equity, pudiendo ofrecer ratios de LTV de entre el 65% y el 70%, superiores al 50-55% habitual de la banca, lo que resulta especialmente relevante para promotores medianos y pequeños o en operaciones donde se requiere reducir temporalmente la aportación de capital propio.
- **Agilidad en la aprobación y el cierre:** los procesos de análisis y aprobación son significativamente más cortos que los bancarios, lo que permite a promotores y empresas actuar con la velocidad que requiere el mercado sin depender de comités de decisión de largo recorrido. Se han visto operaciones cerradas en menos de un mes desde la recepción de la documentación, frente a procesos bancarios en los que los comités de decisión pueden extenderse varios meses.

La obtención de estas ventajas tiene, no obstante, tres contrapartidas que el prestatario debe valorar:

- **Coste superior:** la financiación alternativa asume un nivel de riesgo mayor que la banca, lo que se traslada directamente a un coste superior. Este diferencial debe evaluarse en perspectiva: el coste adicional debe contrastarse con el valor de poder desbloquear y ejecutar un proyecto viable en el momento adecuado, algo que con financiación bancaria no siempre es posible.
- **Mayor intensidad en el seguimiento:** dado el perfil de riesgo asumido por el financiador, la relación con el prestatario es más estrecha y el seguimiento del proyecto más detallado que en el entorno bancario. Esta mayor proximidad, aunque implica un esfuerzo adicional de reporting, se traduce en una relación de acompañamiento continuo que permite anticipar y gestionar desviaciones de forma más ágil.

[3] *CIRBE (Central de Información de Riesgos del Banco de España) es el registro público gestionado por el Banco de España que recoge los riesgos crediticios que las entidades financieras tienen con sus clientes. Cuando una operación computa en CIRBE, queda registrada y reduce la capacidad del prestatario para obtener nueva financiación bancaria.*

- **Plazos ajustados a la operación:** la financiación alternativa se estructura con plazos definidos en función del plan de salida previsto, lo que exige al promotor una gestión rigurosa del calendario de ejecución. En caso de desviaciones, la negociación de una extensión requiere transparencia y anticipación, siendo recomendable abordarla con el financiador con suficiente antelación para encontrar la solución más adecuada para ambas partes.

4.3. Marco de actuación de la financiación alternativa

Tras haber definido en el apartado 4.2 qué es la financiación alternativa con colateral hipotecario y en qué se diferencia de la financiación tradicional, el presente apartado describe cómo opera este mercado, combinando dos lecturas complementarias: los principales instrumentos de financiación en el mercado (apartado 4.3.1) y los momentos de intervención de cada modelo de financiación en el ciclo de un proyecto de la actividad empresarial (apartado 4.3.2).

4.3.1. Principales instrumentos

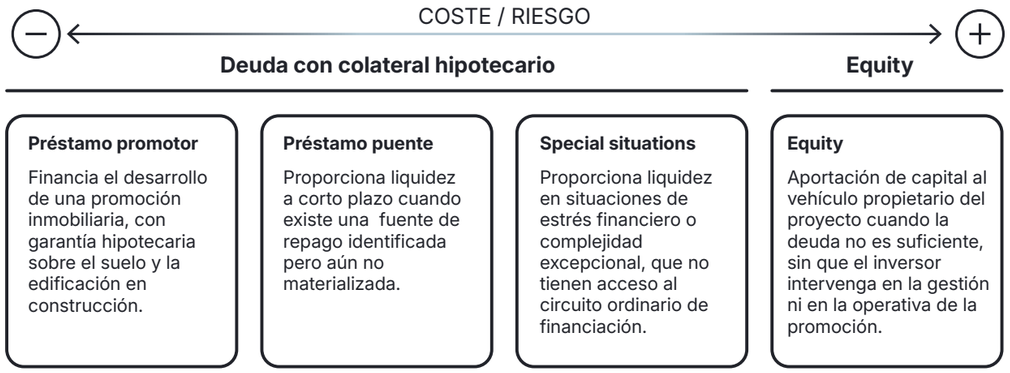
La financiación alternativa con colateral hipotecario se articula fundamentalmente en torno a instrumentos de deuda, siendo los predominantes en el mercado:

- **Préstamo promotor**
- **Préstamo puente**
- **Special situations**

No obstante, el equity aparece con frecuencia en estructuraciones híbridas junto a los instrumentos de deuda anteriores, motivo por el cual se incluye también en el alcance de este informe.

El Cuadro 4, recoge estas cuatro tipologías, ordenadas de menor a mayor riesgo, junto con una descripción de la función que cada una desempeña en el mercado.

Cuadro 4 – Principales instrumentos de financiación utilizados en el mercado [no exhaustivo]



Fuente(s): Elaborado por PwC

PRÉSTAMO PROMOTOR:
El préstamo promotor apoya el desarrollo de promociones inmobiliarias en sus distintas etapas cuando la financiación tradicional no está disponible o cuando el promotor prefiere una solución más flexible que la oferta bancaria tradicional. A diferencia del préstamo puente (detallado a continuación), no cubre un momento puntual, sino que acompaña el desarrollo de la obra: las disposiciones de capital se producen por hitos de construcción verificados por un certificador independiente, de forma análoga al préstamo promotor bancario.

Las particularidades descritas anteriormente se traducen en una clara ventaja concreta para el promotor: **la posibilidad de arrancar la construcción con niveles de preventa inferiores** a los que exige la banca permite al promotor iniciar la obra antes, sin quedar bloqueado a la espera de cubrir un umbral comercial que en ocasiones tarda meses en alcanzarse, lo que **genera mejores precios de venta y un mayor ritmo de absorción** al vender con obra avanzada, compensando en la mayoría de los casos el mayor coste financiero respecto a la banca.

PRÉSTAMO PUENTE:
El préstamo puente atiende una necesidad de liquidez a corto plazo en aquellos momentos en que el promotor o empresa dispone de una fuente de repago identificada pero aún no materializada. Su intervención es habitual cuando el promotor o empresa tiene un plan de salida claro e identificado, pero necesita liquidez para cubrir el periodo hasta que ese plan se materialice. Un ejemplo representativo es el del promotor que tiene un contrato de compraventa firmado sobre un activo pero cuya escrituración no se producirá hasta dentro de varios meses, necesitando liquidez para no paralizar su actividad mientras tanto. Otro caso frecuente es el del promotor que tiene un terreno y sabe que en un plazo cierto dispondrá del préstamo promotor bancario, pero necesita cubrir el intervalo hasta que ese momento llega. En ambos casos, la lógica es la misma: un préstamo temporal entre dos hitos financieros definidos, respaldado por la certeza de que existe una entrada de capital futura que garantiza el repago al vencimiento.

Su estructura es habitualmente bullet[4] y la garantía es una hipoteca de primer rango sobre activos inmobiliarios. Los plazos se ajustan al hito concreto que desbloquea la fuente de repago. El criterio de análisis central no es el historial financiero del promotor o empresa sino la solidez del plan de salida: la certeza de que al vencimiento existe una fuente de repago real y ejecutable es lo que determina la viabilidad de la operación.

SPECIAL SITUATIONS
Los préstamos special situations proporcionan liquidez a promotores o empresas en situaciones de estrés financiero o complejidad excepcional que quedan fuera del circuito ordinario de financiación. Lo que define este tipo no es el instrumento utilizado —que puede ser estructuralmente similar a un préstamo puente— sino el contexto en el que se produce: empresas con convenios de crédito vigentes, en procesos de reestructuración de deuda o en riesgo de concurso que, pese a mantener capacidad de repago o activos con valor suficiente, no tienen acceso al sistema bancario ni a la financiación alternativa convencional.

Las special situations pueden producirse en cualquier momento del proyecto inmobiliario o de la actividad empresa, y cada operación responde a una casuística propia —reordenación de balance, refinanciación de deuda vencida, necesidad de liquidez puntual ante activos no

[4] *Modalidad de préstamo en la que el capital se devuelve íntegramente en un único pago al vencimiento, sin amortizaciones parciales durante la vida del préstamo.*

líquidos, entre otros— que requiere un análisis individualizado que va más allá de los criterios estándar. El plan de salida existe, pero su naturaleza es más compleja y menos predecible que en un préstamo puente convencional, y el pricing refleja ese nivel adicional de riesgo: es el tipo de financiación alternativa de mayor coste dentro del bloque de deuda.
Dada la naturaleza excepcional de las situaciones en las que interviene, el valor que aporta este tipo de financiación es cualitativamente distinto al del resto, siendo sus principales aportaciones las siguientes:

- **El acceso a liquidez se mantiene abierto para promotores o empresas en situaciones de estrés financiero que conservan activos con valor y capacidad de generación**, siendo frecuentemente la única vía disponible cuando tanto la banca como la financiación alternativa convencional han cerrado el acceso.
- **La maximización de las oportunidades de continuidad del negocio** se hace posible al proporcionar liquidez en un momento crítico, evitando que una situación de estrés financiero derive en un proceso concursal o una liquidación que cerraría definitivamente las opciones de recuperación para el deudor y destruiría valor para todas las partes implicadas.

EQUITY
En el contexto de **la financiación alternativa, la aportación de equity externo cubre el gap entre la capacidad máxima de endeudamiento que admite la estructura financiera del proyecto y los recursos propios que puede aportar el promotor**. Su intervención es habitual en aquellos proyectos en los que la deuda ha alcanzado su límite natural dentro de la estructura y el promotor no cuenta con capital suficiente para cubrir el tramo restante. En estos casos, un inversor externo puede aportar el equity necesario para completar la estructura, siempre que el proyecto presente las características adecuadas en términos de viabilidad, rentabilidad esperada y perfil de riesgo.

A diferencia de la entrada de un socio industrial o de un copromotor, el equity en el contexto de este informe no implica cesión del control ni injerencia en las decisiones operativas. El promotor mantiene la dirección y gestión íntegra de la promoción; el inversor externo ocupa una posición financiera que le otorga derecho a un retorno vinculado al resultado de la operación y mecanismos de protección contractual, sin intervenir en la operativa. A diferencia de la deuda, cuyo retorno se materializa en forma de tipo de interés, el retorno del equity se produce vía dividendo, liquidación o participación en el resultado de la operación. Dado que el inversor de equity asume una posición de mayor riesgo que el prestamista —al ocupar la última posición en el orden de prelación de cobro— el retorno exigido es superior: a mayor equity aportado, mayor riesgo asumido y mayor retorno requerido.

La aportación de equity genera un conjunto de efectos sobre la estructura financiera del proyecto, siendo los principales los siguientes:

- **La activación de proyectos viables que quedarían paralizados se hace posible al cubrir el gap de capital que el financiador senior exige como condición previa**, sin que el promotor tenga que renunciar al proyecto por insuficiencia de fondos.
- **La preservación del control operativo distingue esta modalidad de cualquier otra alternativa:** a diferencia de ceder participación a un copromotor o socio industrial, el promotor mantiene la iniciativa y la gestión íntegra de la promoción, siendo el inversor externo únicamente un partícipe financiero en el resultado.

Los tres tipos de deuda descritos —préstamo promotor, préstamo puente y special situations— constituyen los principales instrumentos de financiación alternativa con colateral hipotecario en el mercado español. El equity, si bien responde a una lógica distinta, forma parte del ecosistema de financiación alternativa y puede intervenir en determinadas operaciones para completar la estructura de capital cuando la deuda por sí sola no es suficiente. La naturaleza flexible y personalizada de este mercado implica que las condiciones habituales descritas pueden variar en función de las circunstancias concretas de cada operación, del perfil del promotor o empresa y del momento específico del proyecto.

4.3.2. Momentos de intervención

Junto a esta lógica de instrumentos, existe una segunda lógica igual de relevante para comprender este mercado: los momentos de intervención, es decir, la fase del ciclo —tanto del proyecto inmobiliario como de la actividad de la empresa— en la que actúa cada modelo de financiación, alternativa y tradicional. Este patrón se repite en las cuatro situaciones de mayor recorrido en el mercado español:

- **Adquisición de suelo**
- **Promoción/ Desarrollo**
- **Planes de crecimiento**
- **Situaciones de distress**

En las cuatro, la financiación alternativa interviene en la fase de mayor riesgo o menor visibilidad —antes de que exista el historial o los criterios que exige la banca—, cediendo el relevo a la financiación tradicional cuando el proyecto o la empresa alcanza el perfil consolidado que esta requiere. El Cuadro 5 recoge, para cada uno de estos momentos, cómo interviene cada uno de los dos modelos.

Cuadro 5 – Principales momentos de intervención según el tipo de financiación [no exhaustivo]

	Financiación alternativa con colateral hipotecario	Financiación tradicional
Adquisición del suelo	**Puente hasta la financiación de desarrollo**	Excepcionalmente, con promotores consolidados
Promoción / Desarrollo	**Fase inicial del desarrollo**	Cumple los criterios bancarios
Plan de crecimiento	**Arranque del plan de crecimiento**	Plan de crecimiento ya consolidado
Situación de distress	**Fase de reestructuración**	Empresa ya estabilizada

Fuente(s): Información proporcionada por TQ Eurocredit; Elaborado por PwC

ADQUISICIÓN DE SUELO
La adquisición de suelo es el momento en el que la financiación alternativa actúa como puente hasta que el activo alcanza los hitos que permiten acceder a financiación bancaria, tal y como se ha descrito en el apartado 4.1. Por tratarse de la fase de mayor riesgo y menor visibilidad del ciclo, la entrada de la banca en este momento, cuando se produce, queda limitada a casos muy concretos, como por ejemplo grandes promotores con historial contrastado y una relación bancaria ya consolidada. Para el resto de promotores y empresas, sigue siendo la excepción y no la norma.

PROMOCIÓN/ DESARROLLO
En la fase de promoción y desarrollo, la financiación alternativa permite arrancar la obra sin esperar a los umbrales de preventa que exige la banca, tal y como se ha descrito para el préstamo promotor. La financiación tradicional, sujeta al marco regulatorio descrito en el apartado 4.1, solo puede asumir esta exposición una vez el proyecto cubre los requisitos que ese marco le exige.

PLAN DE CRECIMIENTO
El plan de crecimiento cubre un momento distinto a los dos anteriores: no se trata de financiar el desarrollo de un activo, sino de acompañar la expansión de una empresa —nueva capacidad productiva, adquisición de otro negocio, apertura de una nueva línea comercial, entre otros— apoyándose en un activo inmobiliario de su propiedad como garantía. La financiación alternativa entra al inicio del plan, cuando todavía no existe el historial de ejecución que la banca exige para financiarlo en condiciones estándar; la banca retoma el relevo una vez el plan se consolida y genera resultados demostrables.

SITUACIÓN DE DISTRESS
En las situaciones de distress, la financiación alternativa cubre, a través del instrumento de special situations, la reordenación de balance o la refinanciación de deuda vencida de empresas que, pese a mantener activos con valor, no tienen acceso al circuito bancario por diseño regulatorio, tal y como se ha descrito anteriormente en este mismo apartado. La banca retoma la relación una vez la empresa recupera la estabilidad financiera.

Estas cuatro situaciones no agotan el universo de casos en los que interviene la financiación alternativa, pero sí representan los momentos de mayor recorrido en el mercado español. En todos ellos se repite el mismo patrón: la financiación alternativa no compite con la banca por el mismo tramo de riesgo, sino que interviene en el tramo que esta todavía no puede cubrir, cediendo el relevo a la financiación bancaria en el momento en que el proyecto o la empresa alcanza el perfil que esta exige.

4.4. Ecosistema de financiadores alternativos

Con el marco conceptual del mercado establecido en los apartados 4.2 y 4.3, el presente apartado presenta el ecosistema de actores que conforman este mercado en España. Se trata de un mercado heterogéneo en el que conviven perfiles de distinta naturaleza y estructura, cada uno con un papel propio dentro del ecosistema. El ecosistema se articula en tres grandes tipologías de actores:

- **Fondos de inversión especializados**
- **Plataformas de financiación participativa**
- **Family offices**

A continuación, se describen las características y particularidades de cada una de estas tipologías, con los principales actores del mercado español representados en el Cuadro 6 y en el Cuadro 7.

FONDOS DE INVERSIÓN ESPECIALIZADOS

Los fondos de inversión especializados son actores profesionales que despliegan capital en operaciones de financiación alternativa con colateral hipotecario, ya sea directamente desde su propio balance o a través de vehículos de inversión gestionados para terceros. Su capital proviene habitualmente de inversores institucionales —fondos de pensiones, aseguradoras, fondos soberanos y family offices de mayor tamaño— así como de inversores privados de alto patrimonio que buscan exposición al mercado de deuda privada inmobiliaria como fuente de rentabilidad ajustada al riesgo. Su capacidad para analizar operaciones complejas, estructurar soluciones a medida y actuar con rapidez los convierte en el actor de referencia del mercado, especialmente en operaciones de mayor tamaño y sofisticación. Dentro de esta categoría conviven actores nacionales con fondos internacionales que han abierto estrategias específicas para el mercado español, cuya presencia creciente refleja el atractivo que este mercado está generando como destino del capital privado y el recorrido de crecimiento que aún tiene por delante.

El Cuadro 6 recoge los principales fondos de inversión especializados activos en el mercado de la financiación alternativa con colateral hipotecario en España.

Cuadro 6 – Principales fondos de inversión especializados en España [no exhaustivo]

TQ EUROCREDIT · Alternative Investments · Onate · OXYGEN REAL ESTATE FINANCE · AEXBRIDGE CAPITAL · ARCANO · veld capital · IronGate Credit Opportunities · FRUX CAPITAL · TalDe · MASLOW CAPITAL · ALANTRA · STRONGHOLD Asset Management · IZILEND · COPERNICUS Credit · Incus Capital · TERRAM CAPITAL

Fuente(s): Información proporcionada por TQ Eurocredit; Elaborado por PwC

PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

Las plataformas de financiación participativa son operadores digitales que canalizan capital de múltiples inversores particulares hacia operaciones inmobiliarias concretas. Su actividad se articula a través de dos modalidades:

- Crowdlending: los inversores actúan como prestamistas concediendo préstamos con colateral hipotecario a promotores y empresas a cambio de un tipo de interés.
- Crowdfunding: los inversores participan en el capital del vehículo propietario del proyecto a cambio de un retorno vinculado al resultado de la operación.

Dependiendo de la plataforma, su actividad puede centrarse exclusivamente en una de las modalidades o combinar ambas. Operan bajo el marco regulatorio del Reglamento europeo European Crowdfunding Service Providers Regulation (ECSP) y están supervisadas en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Su principal aportación al mercado es la democratización del acceso a la financiación alternativa: su ticket de entrada reducido y su operativa digital incorporan un perfil de inversor minorista que anteriormente no tenía acceso a este tipo de activo, ampliando así la base de capital disponible promotores y empresas en España.

El Cuadro 7 recoge las principales plataformas de financiación participativa activas en el mercado español de financiación alternativa con colateral hipotecario.

Cuadro 7 – Principales plataformas de financiación participativa en España [no exhaustivo]

urbanitae · wecity · civislend · StockCrowd IN Investment Networks · ClubFunding

Fuente(s): Elaborado por PwC

FAMILY OFFICES

Los family offices constituyen un actor relevante del ecosistema aunque con un perfil de actuación diferenciado. A diferencia de los fondos especializados y las gestoras, **los family offices no gestionan capital de terceros sino patrimonio propio, lo que les otorga una flexibilidad operativa singular**: no están sujetos a mandatos de inversión estrictos, no tienen presiones de desinversión por vencimiento de fondo y pueden tomar decisiones con mayor agilidad y menor burocracia interna. **Su intervención en el mercado de financiación alternativa se produce habitualmente a través de equity, participando en el capital del vehículo propietario del proyecto a cambio de un retorno vinculado al resultado de la operación**, aunque en ocasiones también participan como coinversores en tramos de deuda junto a fondos especializados. Su carácter privado hace que su actividad sea menos visible que la de los fondos institucionalizados, pero su peso en el mercado español es significativo, especialmente en operaciones de tamaño medio y en mercados regionales donde la presencia de fondos internacionales es más limitada.

La heterogeneidad de este ecosistema —en términos de origen del capital, estructura operativa y tipo de financiación desplegada— es precisamente lo que garantiza su capacidad para dar cobertura al espectro completo de necesidades del ciclo inmobiliario. Cada tipología ocupa un espacio propio dentro del mercado, y la superposición entre ellas es más complementaria que competitiva. A continuación, en la sección 5, se presenta el análisis cuantitativo de la evolución del mercado y de su peso relativo dentro de la financiación del sector inmobiliario español.

5. Evolución y proyección de la financiación alternativa

Este bloque tiene como finalidad cuantificar el mercado de financiación alternativa con colateral hipotecario en España y explicar su trayectoria, apoyándose en el marco conceptual establecido en el bloque 4. Mientras que el bloque anterior respondía a qué es este mercado, qué instrumentos lo articulan, en qué momentos interviene y quiénes son sus actores, este bloque responde a cuánto pesa hoy, cómo ha crecido, por qué tiene recorrido de crecimiento y qué podría condicionar esa trayectoria. A tal efecto, el bloque se organiza en tres apartados:

- **Situación actual y evolución del mercado** (sección 5.1), en el que se presenta una fotografía cuantitativa del estado actual del mercado español, estructurada en tres bloques de mayor a menor nivel de detalle —el volumen de las operaciones, el tipo de operaciones que se realizan y las condiciones bajo las que operan—, construida a partir de los datos agregados del cuestionario remitido a los operadores del mercado y complementada con las entrevistas cualitativas realizadas a sus principales actores.
- **Dinámicas de mercado** (sección 5.2), en el que se examinan los impulsores que ensanchan la demanda de financiación alternativa y las tendencias de la oferta que permiten que esa demanda encuentre respuesta, explicando por qué el mercado tiene recorrido de crecimiento en los próximos años.
- **Limitaciones y retos del mercado** (sección 5.3), en el que se identifican las limitaciones que condicionan hoy el desarrollo del mercado y los retos latentes que podrían moderar su trayectoria en el futuro.

5.1. Situación actual y evolución del mercado

Con el marco conceptual de la financiación alternativa definido en el bloque 4, se procede a analizar la situación actual del mercado de financiación alternativa con colateral hipotecario en España y su evolución en los últimos años. Para elaborar este análisis, se ha realizado un cuestionario respondido por los principales financiadores del mercado, complementado con las entrevistas cualitativas realizadas a sus actores, que nutren los apartados 5.2 y 5.3.
El presente apartado se organiza en tres bloques:

• **Volumen de financiación alternativa**, (sección 5.1.1), en el que se cuantifica el volumen de operaciones cerradas anualmente por los operadores del mercado, diferenciando entre deuda y equity, así como su evolución entre 2023 y 2026. El volumen de financiación alternativa presenta los siguientes datos a destacar, entre otros:

2.583 M€
de volumen de financiación alternativa concedida en 2025 en España

594
operaciones de financiación alternativa en 2025

• **Distribución por tipo de financiador** (sección 5.1.2), en el que se desglosa el volumen de financiación alternativa concedido en 2025 según el tipo de financiador (fondos de inversión especializados y plataformas de financiación participativa), así como los instrumentos y segmentos de activo en los que centra su actividad cada uno de ellos. Los fondos de inversión especializados concentran cerca de tres cuartas partes del volumen total:

2.116 M€
de financiación alternativa concedida por fondos de inversión en España en 2025

467 M€
de financiación alternativa concedida por plataformas *crowd* en España en 2025

• **Condiciones de la deuda alternativa**, (sección 5.1.3), en el que se presenta la situación actual del mercado en torno a las principales condiciones y particularidades de este tipo de financiación: el LTV, el tipo de interés, el plazo medio de las operaciones y el tamaño de las operaciones de deuda. Las condiciones medias de las operaciones de deuda alternativa son:

55%
LTV

10%
Tipo de interés

28 meses
Duración

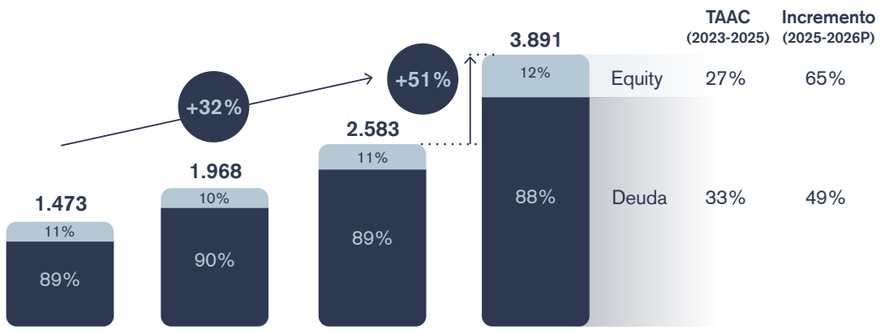
4,9M€
Ticket

A continuación se presentan, en el mismo orden, los datos detallados de cada uno de estos tres bloques, incluyendo su evolución en el tiempo y otros datos adicionales que no se recogen en este primer resumen.

5.1.1. Volumen de financiación alternativa

El mercado de la financiación alternativa se encuentra en un momento favorable, creciendo a un 32% anual entre 2023 y 2025 hasta alcanzar los 2.583M€ de volumen total, con una previsión de crecimiento adicional del 51% en 2026, hasta los 3.891 M€, tal y como se puede observar en el Cuadro 8.

Cuadro 8 – Volumen total de financiación alternativa en España [M€]



	2023	2024	2025	2026P
Volumen de equity alternativo (M€)	169	201	273	450
Volumen de deuda alternativa (M€)	1.304	1.767	2.311	3.442

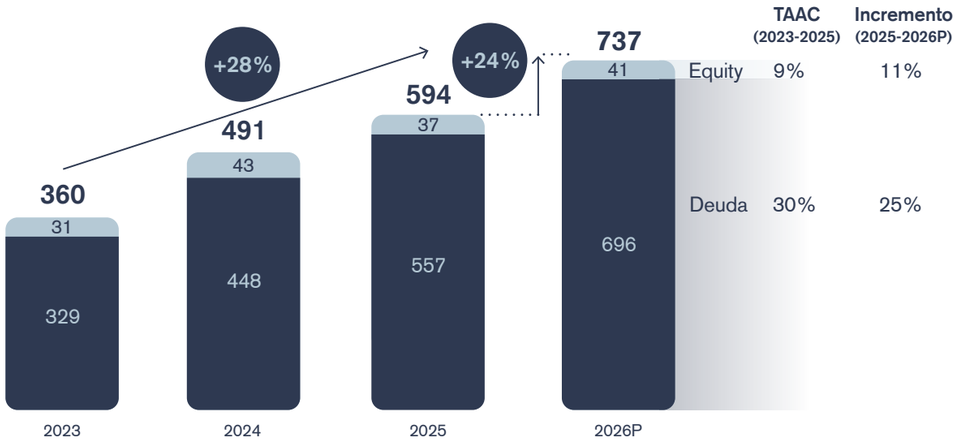
Fuente(s): Información proporcionada a través del cuestionario; Elaborado por PwC

La deuda concentra en torno al 89% de ese volumen a lo largo de todo el periodo, con un crecimiento del 33% anual entre 2023 y 2025 —el más intenso de los dos instrumentos— hasta alcanzar los 2.311M€, y una previsión adicional del 49% para 2026, hasta los 3.442M€.

El equity, cuya intervención es específica de determinadas estructuras híbridas en las que complementa a la deuda, tal y como se ha descrito en el apartado 4.3, concentra el 10-12% restante: un volumen menor en términos absolutos, pero con un crecimiento previsto aún más marcado de cara a 2026, del 65%, tras haber crecido un 27% anual entre 2023 y 2025. A diferencia de los instrumentos de deuda, el equity no es un producto homogéneo, sino una fórmula de flexibilidad que cada financiador estructura de forma específica en función de los criterios y las necesidades concretas de cada operación. Esa naturaleza, propia del equity, explica que aparezca en un número más reducido de operaciones y que su crecimiento porcentual dependa en mayor medida de operaciones puntuales.

Este crecimiento del volumen, tanto en deuda como en equity, se ha materializado a través de dos vías: un mayor número de operaciones cerradas cada año, y un ticket medio también creciente. La primera de las dos vías a través de las que se ha dado el crecimiento del volumen es el número de operaciones cerradas cada año, y aquí la deuda y el equity divergen de forma marcada, tal y como recoge el Cuadro 9.

Cuadro 9 – Número de operaciones de financiación alternativa cerradas en España



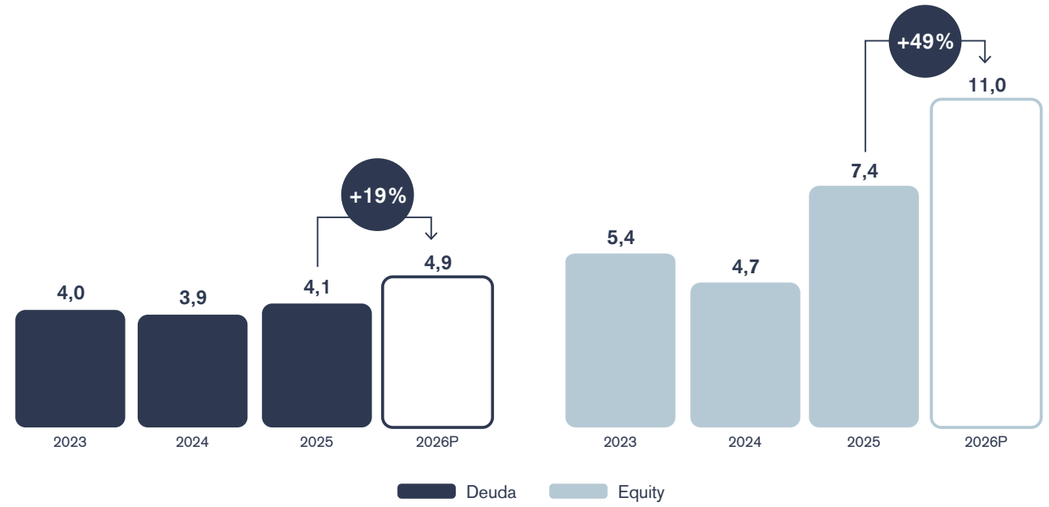
Fuente(s): Información proporcionada a través del cuestionario; Elaborado por PwC

En la deuda, el número de operaciones ha crecido de forma sostenida en todo el periodo, pasando de 329 en 2023 a 557 en 2025 —un 30% anual—, con una previsión de 696 operaciones para 2026, un 25% más. Este crecimiento refleja una base cada vez más amplia de promotores y empresas con acceso a este tipo de financiación, impulsada tanto por la mejora de la oferta —en volumen de capital disponible y en profesionalización de los financiadores, entre otros— como por la creciente concienciación de los propios financiados y otros impulsores de la demanda, dinámicas que se desarrollan en detalle en el apartado 5.2.

En el equity, en cambio, el número de operaciones se mueve en un rango mucho más reducido —entre 31 y 43 anuales— y crece a un ritmo mucho menor, del 9% anual entre 2023 y 2025, con una previsión de repunte del 11% para 2026. Esta estabilidad es coherente con la naturaleza del propio instrumento: al tratarse de estructuras híbridas que solo intervienen cuando la deuda agota su capacidad dentro de la operación, tal y como se describe en el apartado 4.2, el equity no está pensado para crecer multiplicando su número de operaciones, sino para aparecer de forma selectiva allí donde la estructura de capital lo requiere. Su crecimiento, por tanto, tiene que explicarse por el segundo factor: el ticket medio.

La segunda vía a través de la que se ha dado el crecimiento del volumen es el ticket medio de las operaciones, y es precisamente aquí donde se completa la imagen que el número de operaciones dejaba a medias en el caso del equity, tal y como recoge el Cuadro 10.

Cuadro 10 – Ticket medio de las operaciones de financiación alternativa cerradas en España [M€]



Fuente(s): Información proporcionada a través del cuestionario; Elaborado por PwC

En la deuda, el ticket medio tiene previsto aumentar un 19% hasta los 4,9M€ para 2026, un incremento moderado que se suma al crecimiento ya visto en el número de operaciones: la deuda, por tanto, crece por dos vías a la vez, más operaciones y operaciones ligeramente más grandes.

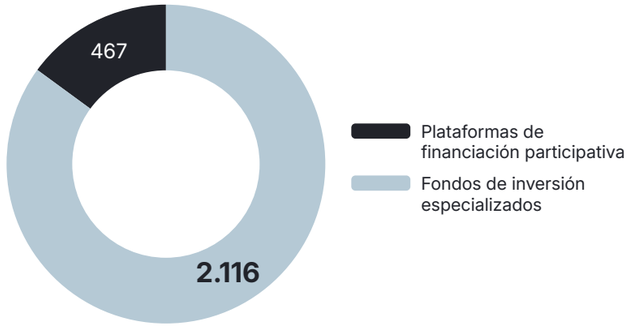
En el equity, el ticket medio tiene previsto aumentar un 49% hasta los 11M€ para 2026, un incremento importante que se suma al incremento del 57% del año anterior.

En conjunto, a diferencia de la deuda, cuyo crecimiento se reparte entre los dos factores, el del equity responde casi en su totalidad al aumento del tamaño de cada operación, tanto en lo ya observado como en lo previsto, cerrando así el círculo que dejaba abierto el bloque anterior: el equity no crece cerrando más operaciones, sino operaciones cada vez más grandes, coherente con su papel como instrumento reservado a estructuras completamente a medida según la operación.

5.1.2. Actividad de los financiadores

Una vez comprendida la dimensión del mercado y su evolución, resulta relevante entender la actividad que hay detrás de ese volumen: quiénes son los financiadores que lo sostienen, y a través de qué instrumentos y segmentos de activo operan. En el mercado, la financiación total de 2025 se destribuye en un 2.116M€ (82%) financiados por fondos de inversión especializados —actores profesionales que despliegan capital de forma directa o a través de vehículos gestionados para terceros— y un 467M€ (18%) financiados por plataformas de financiación participativa —operadores digitales que canalizan capital de múltiples inversores particulares—, tal y como recoge el Cuadro 11. Estos tipos de organizaciones han sido descritas en mayor detalle en el apartado 4.4.

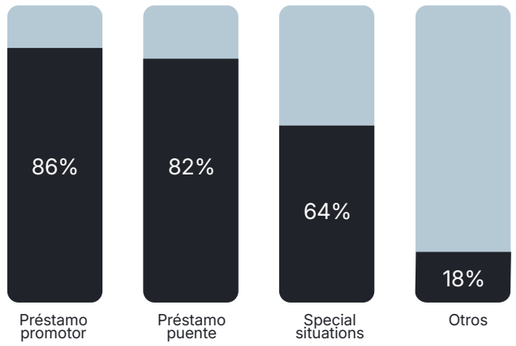
Cuadro 11 – Distribución del volumen de financiación alternativa [2025; M€]



Fuente(s): Información proporcionada a través del cuestionario; Elaborado por PwC

En cuanto a los instrumentos que se utilizan, **el préstamo promotor y el préstamo puente son los más extendidos, utilizados por el 86% y el 82% de los financiadores del mercado, respectivamente,** tal y como ilustra el Cuadro 12. A continuación, se sitúa special situations, utilizado por el 64% de los financiadores, mientras que un 18% adicional recurre a otras tipologías de financiación menos predominantes.

Cuadro 12 – Instrumentos utilizados por los financiadores

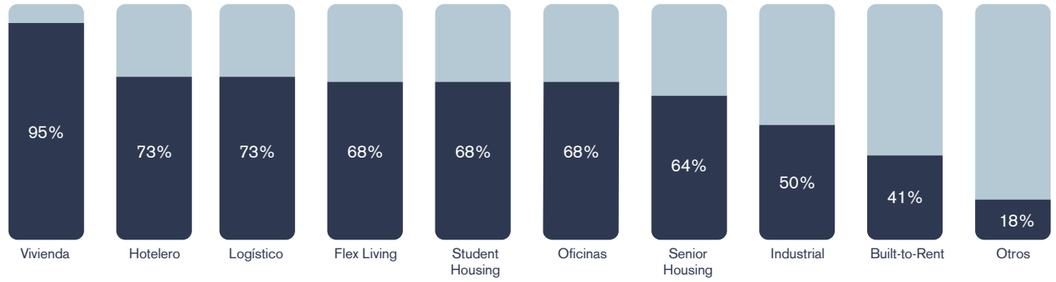


Fuente(s): Información proporcionada a través del cuestionario; Elaborado por PwC

Por segmento de activo, la vivienda concentra la actividad de la práctica totalidad del mercado, con un 95%. Le siguen hotelero y logístico, ambos con un 73%; flex living, student housing y oficinas, todos con un 68%; y, a continuación, el segmento senior housing, con un 64%. En niveles intermedios se sitúan el industrial, con un 50%, y Built-to-Rent, con un 41%, mientras que otros segmentos presentan una penetración menor.

La amplitud de esta distribución, con la mayoría de los segmentos por encima del 60% confirma que los financiadores del mercado no restringen su actividad únicamente al residencial, sino que financian a promotores y empresas a lo largo de varios segmentos.

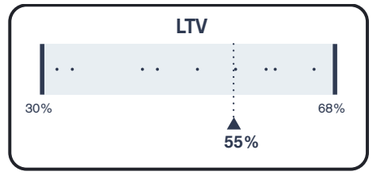
Cuadro 13 – Tipos de segmentos financiados por los financiadores



Fuente(s): Información proporcionada a través del cuestionario; Elaborado por PwC

5.1.3. Condiciones de la deuda alternativa

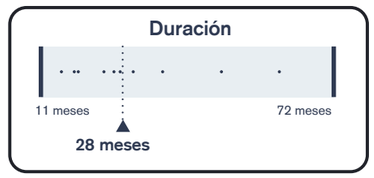
Una vez comprendido el volumen del mercado y el momento favorable que está viviendo, resulta especialmente relevante entender cómo se estructura la financiación alternativa —en concreto, la deuda— por parte de los financiadores. Para ello, el presente bloque presenta la situación actual del mercado en cuatro condiciones clave de las operaciones de deuda alternativa[5]: el apalancamiento, el coste, la duración y el ticket[6].



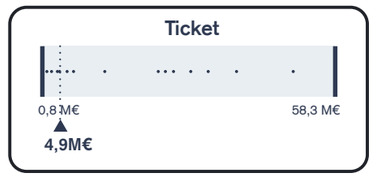
55% en un rango de entre el 30% y el 68% que cubre diversas necesidades, y que suele permitir un mayor apalancamiento que el habitual en la financiación tradicional, tal y como se ha descrito en el apartado 4.2.



10%, en un rango de entre el 7% y el 20%, coherente con el mayor coste que caracteriza a la financiación alternativa frente a la tradicional, aunque con operaciones que se aproximan ya a niveles cercanos al tipo de interés bancario.



La duración media de las operaciones es de 28 meses, en un rango de entre 11 y 72 meses, una amplitud que refleja la diversidad de instrumentos y momentos de intervención que cubre este mercado



El ticket medio de las operaciones es de 4,9M€, en un rango de entre 0,8M€ y 58,3M€, que cubre tanto operaciones de pequeña escala como estructuras de mayor tamaño.

Rango ▲ Media ● Financiador

[5] En el caso del LTV, el tipo de interés y la duración, la cifra central corresponde a la media ponderada por volumen entre los financiadores encuestados, y el rango a la media más baja y más alta declarada por estos.
[6] El ticket representa el importe monetario de una operación. La media resulta del volumen total de deuda cerrado en el año entre el número de operaciones totales y el rango representa el ticket mínimo y máximo que están dispuestos a financiar los financiadores.

5.2. Dinámicas de mercado

Una vez establecida la situación actual del mercado y analizada su evolución y ritmo de crecimiento (apartado 5.1), el apartado 5.2 procede examinar las fuerzas que explican por qué el mercado de financiación alternativa con colateral hipotecario tiene recorrido de crecimiento en el mercado español. Este apartado aborda esas fuerzas desde sus dos vertientes complementarias: de un lado, los impulsores que ensanchan la demanda; de otro, las tendencias de la oferta que habilitan que esa demanda encuentre respuesta. Como se observa en el Cuadro 14, ambas determinan la situación actual del mercado y la trayectoria de crecimiento que se proyecta en los apartados siguientes.

Cuadro 14 – Dinámicas de mercado



Fuente(s): Elaborado por PwC

5.2.1. Impulsores de la demanda

La demanda de financiación alternativa responde a la confluencia de cinco impulsores que actúan de forma simultánea y, en muchos casos, se refuerzan entre sí. Su lectura se organiza en dos bloques que reflejan las distintas razones por las que promotores y empresas recurren a ella.
Los cuatro primeros impulsores responden a dinámicas del mercado inmobiliario y del marco regulatorio bancario que generan una demanda de financiación que la banca no puede atender:

- **Impulsor 1:** Déficit estructural de vivienda. La necesidad de incorporar más de 200.000 viviendas al año genera un volumen de actividad promotora que la banca no puede financiar por sí misma, y que requiere de la financiación alternativa tanto para complementar el capital disponible como para desbloquear proyectos que no encajan en los criterios bancarios.
- **Impulsor 2:** Crecimiento de la construcción industrializada. La expansión de este modelo constructivo genera una demanda de financiación que la banca no puede atender por un desfase normativo que impide el reconocimiento de la garantía sobre los componentes fabricados fuera de la parcela.
- **Impulsor 3:** Emergencia de nuevas tipologías de activos inmobiliarios. El mercado inmobiliario genera de forma continua nuevos formatos para los que la banca no dispone de historial suficiente para evaluarlos, posicionando a la financiación alternativa como el canal de financiación que habilita sus fases de crecimiento inicial.
- **Impulsor 4:** Otras operaciones que la financiación tradicional no cubre. Existe un conjunto de situaciones, por ejemplo special situations, para las que la incompatibilidad con la banca no es temporal sino inherente a su marco regulatorio, generando una fuente de demanda permanente.

El quinto impulsor opera sobre el plano del conocimiento y la adopción de la financiación alternativa entre sus potenciales usuarios:

- **Impulsor 5:** Creciente concienciación de los potenciales usuarios. A medida que el mercado acumula un historial contrastado de operaciones, la percepción de promotores y empresas respecto a la financiación alternativa evoluciona progresivamente, consolidándola como una opción estratégica válida a medio plazo.

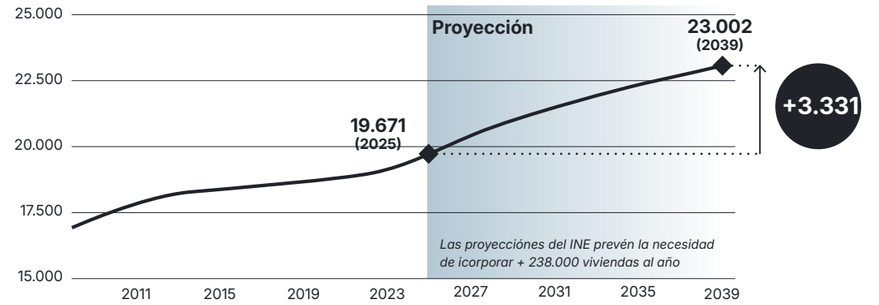
Cada uno de estos impulsores se desarrolla en detalle a continuación.

IMPULSOR 1: DÉFICIT DE VIVIENDA

Uno de los impulsores de la demanda de financiación alternativa es el profundo desequilibrio entre la oferta de vivienda nueva y la formación de nuevos hogares en España, un desajuste que no es coyuntural sino el resultado de una producción insuficiente sostenida en los últimos años y que se ha agudizado de forma acelerada desde 2020.

Por el lado de la demanda, España está en plena aceleración de la formación de hogares por dos vías que se refuerzan entre sí: el crecimiento demográfico sostenido, impulsado en gran medida por los flujos de población extranjera, y la reducción del tamaño medio del hogar, con un incremento significativo de los hogares unipersonales previsto para el periodo 2025-2039. Este segundo factor es especialmente relevante porque genera demanda de vivienda con independencia del crecimiento de la población. La conjunción de ambos factores explica la trayectoria que muestra el Cuadro 15: el parque de hogares necesitará incorporar 238.000 viviendas al año según las proyecciones del INE.

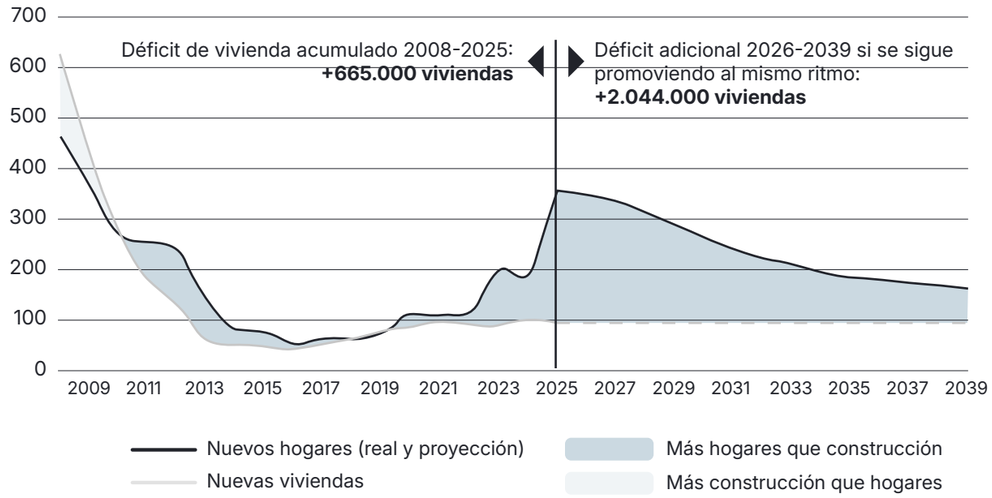
Cuadro 15 – Demanda histórica y proyectada de hogares en España [2008-2039P; en miles]



Fuente(s):): INE; Secretaría de estado de digitalización e inteligencia artificial; Elaborado por PwC

Por el lado de la oferta, las restricciones son igualmente persistentes: escasez de suelo finalista, plazos urbanísticos que en la mayoría de casos se prolongan de forma significativa, encarecimiento de los costes de producción y escasez severa de mano de obra cualificada. El resultado es una brecha que ya acumula 665.000 viviendas desde 2008 y que, de mantenerse el ritmo actual de producción, podría alcanzar las 2.044.000 viviendas adicionales entre 2026 y 2039, tal y como ilustra el Cuadro 16. La magnitud de esas cifras refleja que el problema no es coyuntural: la demanda supera sistemáticamente a la oferta.

Cuadro 16 – Histórico y previsión del nº de viviendas construidas y nuevos hogares en España [2008-2039P; en miles]



Fuente(s): INE; Secretaría de estado de digitalización e inteligencia artificial; Elaborado por PwC.

La implicación para el mercado de la financiación alternativa opera en dos niveles. El primero es de volumen: **una necesidad de 238.000 viviendas anuales durante catorce años requiere una movilización de capital sin precedentes**. El segundo, y más determinante, es el de desbloqueo: una parte significativa de esa actividad promotora corresponde a proyectos que no pueden acceder a financiación tradicional —por encontrarse en fases iniciales del ciclo como la adquisición de suelo, por no alcanzar los umbrales de preventa que exige la banca, o por no encajar en sus modelos estandarizados—. **La financiación alternativa, con su capacidad para entrar desde las fases más tempranas del ciclo y sin los requisitos que condicionan el acceso a la banca, es el canal que permite que esos proyectos se activen y contribuyan a reducir el déficit.**



El déficit de vivienda constituye, en definitiva, uno de los factores de fondo que sostendrá el crecimiento de la demanda de financiación alternativa en los próximos años: no solo porque genera un volumen creciente de proyectos que necesitan capital, sino porque la escala y la urgencia del reto favorecen un modelo de financiación más ágil y flexible que complemente a la banca.

IMPULSOR 2: EL CRECIMIENTO DE LA CONSTRUCCIÓN INDUSTRIALIZADA

La construcción industrializada representa un campo de actividad en expansión que, por sus características específicas, genera una demanda de financiación que el sistema bancario no puede atender con su marco actual, convirtiéndose así en un impulsor directo de la demanda de financiación alternativa. Su crecimiento sostenido en distintos segmentos del mercado inmobiliario español se traduce directamente en un volumen creciente de proyectos que necesitarán financiación alternativa para activarse.

Las ventajas operativas de la construcción industrializada, recogidas en el Cuadro 17, abordan directamente los principales retos del modelo constructivo tradicional —escasez de mano de obra, incremento de costes, presión sobre los plazos y exigencias de sostenibilidad—, lo que la posiciona como una opción cada vez más relevante en los distintos segmentos del mercado inmobiliario.

Cuadro 17 – Mejoras operativas de la construcción industrializada frente a la construcción tradicional [no exhaustivo]

Retos de la construcción tradicional	Mejoras operativas de la construccion industrializada
Escasez de mano de obra cualificada El sector ha reducido su base de ocupados de 2,5M en 2008 a 1,5M en 2024, con un 20% de trabajadores	**Requiere hasta un 30% menos de mano de obra en sitio y eleva la productividad hasta un 30%** gracias a la estandarización del proceso en entorno industrial controlado
Incremento de costes Los costes de construcción incrementaron un 48,3% entre 2018 y 2025	**Mejora el control sobre los costes al optimizar el aprovisionamiento** y al reducir las desviaciones de los costes de ejecución. Además, permite contener ciertos costes añadidos
Presión sobre los plazos El 90% de los proyectos no se termina en el plazo comprometido	**Reduce los tiempos de ejecución entre un 35% y un 50%** al solapar la fabricación de componentes con el avance de la obra en sitio
Cumplimiento de requisitos de sostenibilidad Estándares LEED y BREEAM, entre otros, elevan de forma creciente el umbral de exigencia ambiental	**Rebaja las emisiones de CO_2 del proceso constructivo entre un 60% y un 75%**, respondiendo directamente a las exigencias regulatorias y de inversores

Fuente(s): Elaborado por PwC.

Estas ventajas se ven directamente reflejadas en el potencial de crecimiento que presenta la construcción industrializada dentro de los distintos segmentos del mercado inmobiliario, tal y como ilustra el Cuadro 18. En todos ellos, la CI presenta un potencial de crecimiento moderado o elevado, destacando el residencial como el segmento donde mayor recorrido tiene —impulsado por el déficit de vivienda y el apoyo institucional— y el industrial y logístico, donde la CI ya cuenta con una penetración consolidada que le permitirá beneficiarse directamente de la expansión del mercado subyacente.

Cuadro 18 – Principales segmentos de la construcción industrializada [no exhaustivo]

	ACTUAL		FUTURO
	Mercado subyacente[1] [MM€; TACC 22-25]	**Penetración actual CI**	**Potencial de crecimiento a futuro CI**
Residencial	62,8 ↑ 4%		**ALTO** Mercado subyacente en crecimiento. Ámplio recorrido de penetración de la CI impulsado por el apoyo institucional.
Industrial y logístico	11,9 ↗ 2%		**MODERADO - ALTO** Mercado maduro de I a CI. Crecimiento futuro ligado a la expansión del mercado de logística subyacente.
Terciario	9,6 ↘ -1%		**MODERADO** Fase incipiente de adopción, a excepción del retail. Desarrollo futuro limitado por el foco en renovaciones.
Dotacional	2,7 ↗ 2%		**MODERADO** Demanda pública recurrente. Potencial futuro acotado por el predominio de elementos sobre soluciones.

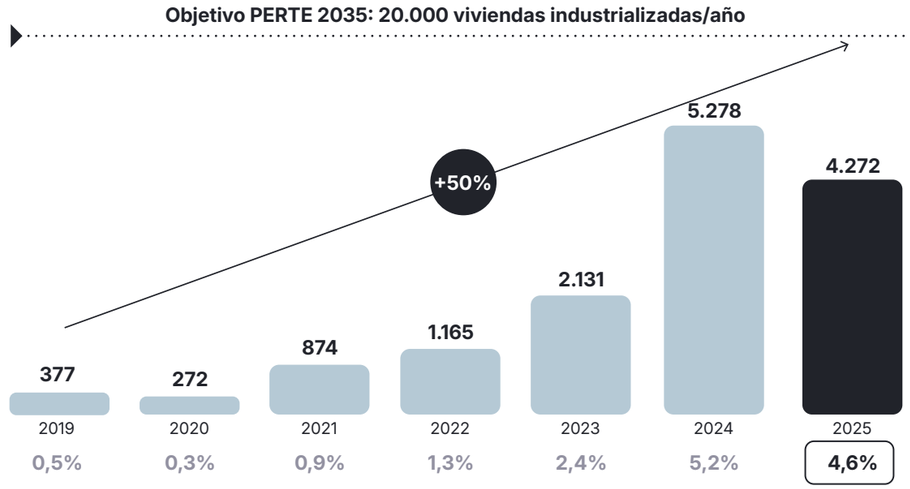
Nota(s): (1) Hace referencia al valor de "Construction Output" según definido por Euroconstruct como el importe facturable a clientes por trabajo de edificación e ingeniería civil. En este caso, se ha incluido únicamente los proyectos de obra nueva, al considerarse que los proyectos de renovación/mantenimiento son menos aptos para la construcción industrializada

Fuente(s): Euroconstruct; Elaborado por PwC

En el segmento residencial, la penetración actual en España es del 4,6% sobre el total de obra nueva, muy por debajo de los mercados del norte de Europa, donde países como Suecia alcanzan penetraciones del 45%. Este diferencial refleja el amplio recorrido de crecimiento que tiene la CI en España, recorrido que ya está comenzando a materializarse: el número de viviendas industrializadas ha crecido de forma sostenida desde las 377 unidades en 2019 hasta las 4.272 en 2025, con proyecciones que apuntan a un mercado de 2,5 MM€ en 2030 y un objetivo institucional de 20.000 viviendas anuales en 2035 de la mano del PERTE[7] , tal y como ilustra el Cuadro 19.

[7] *Proyecto Estratégico para la Recuperación y Transformación Económica. Instrumento de política industrial del Gobierno de España orientado a movilizar inversión pública y privada en sectores estratégicos, dotado con 1.300 M€ destinados a financiar nuevas fábricas y equipos de construcción industrializada*

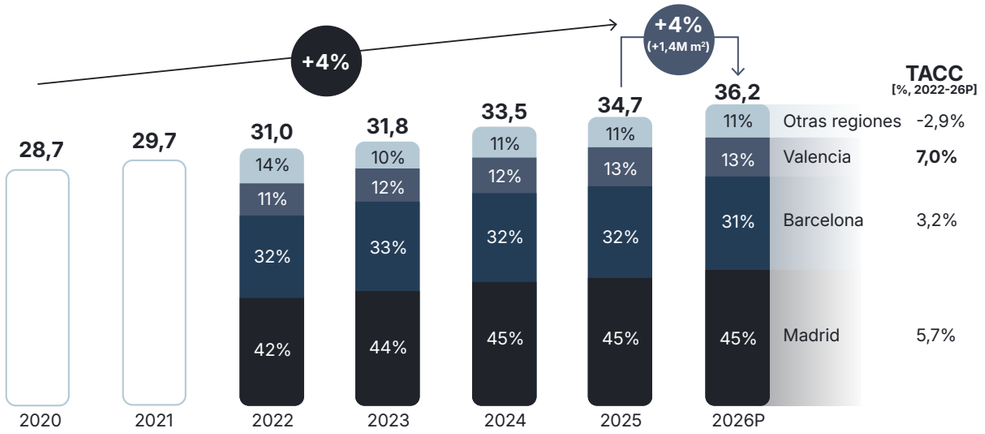
Cuadro 19 – Evolución de las viviendas industrializadas entregadas por año[8] [2019-2025]



Fuente(s): Alimarket Construcción; INE; Ministerio de Transporte y Movilidad Sostenible; Clúster de la Edificación; Elaborado por PwC

En el sector industrial y logístico, los métodos industrializados llevan décadas consolidados como el estándar en la construcción de naves, siendo el segmento con mayor madurez de penetración. La estructura de hormigón prefabricado es la tipología dominante en naves de gran formato —Mid & Big Box, Built-to-Suit y Grade A— así como en centros de datos, mientras que la perfilería metálica predomina en instalaciones que requieren mayor flexibilidad. El crecimiento futuro de la CI en este segmento está ligado directamente a la expansión del mercado logístico subyacente: tal y como ilustra el Cuadro 20, el stock logístico en España ha crecido a un TACC del 4% desde 2020, superando los 34 millones de m² en 2025, y se espera que continúe creciendo.

Cuadro 20 – Stock logístico por regiones en España [millones de m2; 2020-2026P]



Fuente(s): Colliers; Cinco días; Brainsre; TransporteXXI; Elaborado por PwC

[8] *Viviendas entregadas por los principales fabricantes. El dato de 2025 corresponde a una previsión estimada por Alimarket*

En el **sector terciario**, la dinámica varía según el subsegmento. El hotelero presenta el mayor potencial de desarrollo: la alta repetitividad de la habitación encaja de forma natural con la fabricación modular, y la reducción de plazos de ejecución de entre un 35% y un 50% es un argumento decisivo para operadores que necesitan adelantar la apertura y el inicio de la generación de ingresos. Las oficinas presentan un potencial más limitado, condicionado por el predominio de la renovación frente a la obra nueva y por la heterogeneidad del producto. El retail concentra su potencial en grandes superficies, donde la estandarización del producto facilita la industrialización.

En el segmento dotacional, la demanda pública recurrente en equipamiento sanitario y docente impulsa la adopción de la CI, favorecida por tres factores: la elevada repetitividad de los módulos —especialmente en aulas y unidades de salud—, la urgencia en los plazos de entrega derivada de necesidades sociales perentorias, y el mandato político de eliminación de soluciones provisionales. El potencial futuro está moderado por el predominio de la licitación por elementos sobre soluciones constructivas completas.

La razón por la que este segmento demanda financiación alternativa es técnica y estructural. **El préstamo promotor bancario se estructura en torno a un sistema de certificaciones de obra que reconoce como garantía hipotecaria únicamente lo construido sobre el terreno en cada momento.** En un proyecto industrializado, una parte sustancial del valor se genera en la fase de acopio y prefabricación en fábrica, antes de que exista estructura edificada sobre la parcela que pueda tasarse, lo que deja ese tramo fuera del perímetro que la normativa bancaria puede reconocer como colateral.

La financiación alternativa, al no estar sujeta a los mismos requisitos regulatorios de consumo de capital ni al sistema de certificaciones estandarizado de la banca, puede evaluar el proyecto en su conjunto y estructurar soluciones que cubran ese desfase. Este papel no tiene vocación de permanencia indefinida: a medida que la construcción industrializada acumule track record, la banca irá incorporando este segmento a sus modelos. Hasta entonces, la financiación alternativa es el canal que permite activar estos proyectos.

IMPULSOR 3: EMERGENCIA DE NUEVAS TIPOLOGÍAS DE ACTIVOS INMOBILIARIOS

El mercado inmobiliario español está atravesando un proceso acelerado de diversificación hacia nuevas tipologías de activos que, por su carácter emergente, carecen del historial que la banca necesita para evaluarlos, lo que posiciona a la financiación alternativa como el canal natural de financiación en sus fases iniciales hasta que esos formatos acumulan suficiente recorrido para ser incorporados a los modelos de análisis bancario.

La razón conecta directamente con las ventajas descritas en el bloque 4.2. La banca analiza operaciones a partir del historial del prestatario y de series históricas de comportamiento del activo: cuando esas series no existen, el modelo no puede funcionar. La financiación alternativa, en cambio, basa su análisis en la viabilidad futura del proyecto —su plan de negocio, sus escenarios de ejecución, su plan de salida, entre otros—, lo que le permite entrar en formatos que la banca todavía no sabe leer. A eso se suma su capacidad para estructurar el producto a medida de cada operación, adaptando plazos, disposiciones y condiciones a la realidad concreta de cada tipología.



"Vamos a seguir viendo productos que hoy ni imaginamos. El Flex Living no existía hace tres años; el Build-to-Rent llegó hace apenas seis o siete. Cada vez que aparece un formato nuevo, es la financiación alternativa la que entra primero, hasta que la banca lo entiende y se incorpora."

Jorge Ginés
Director General de Asprima

Lo relevante de este impulsor es que responde a una dinámica continua y sin horizonte de cierre. **El mercado inmobiliario no deja de generar nuevos formatos**: lo que hace unos años eran activos emergentes sin un recorrido inversor consolidado —Buildt-to-Rent, residencias de estudiantes, flex living, entre otros — hoy son segmentos con mayor madurez y presencia en el mercado, mientras que el sector ha seguido avanzando hacia activos de mayor complejidad operativa como el senior living, los data centers o el healthcare inmobiliario. Cada uno de estos formatos sigue el mismo patrón: la financiación alternativa entra primero a financiar este tipo de segmentos, cuando la banca todavía no los conoce lo suficiente o no encajan en sus criterios habituales de análisis y concesión.

A ello se suma una segunda dinámica que refuerza este impulsor: **conforme los activos inmobiliarios se vuelven más complejos y operativos, integrando servicios, comunidad y gestión profesionalizada, promotores e inversores buscan estructuras de financiación más sofisticadas que les permitan apalancarse más y ser más eficientes en el uso de su propio equity**. La financiación alternativa, por su capacidad para ofrecer mayor apalancamiento y estructurar soluciones adaptadas a la complejidad de cada operación, responde mejor a esa demanda que la banca, cuyo marco regulatorio limita su capacidad de asumir los tramos de mayor riesgo.

IMPULSOR 4: OTRAS OPERACIONES QUE NO CUBRE LA FINANCIACIÓN TRADICIONAL

Junto a la financiación de proyectos de promoción y la estructuración de operaciones puente —instrumentos que aparecen de forma transversal en los impulsores anteriores—, existen situaciones para las que la incompatibilidad con la financiación bancaria no responde a una falta de conocimiento o de historial, sino a restricciones regulatorias inherentes al modelo bancario que no desaparecerán con el tiempo. Los tres impulsores anteriores describen campos en los que existe un horizonte en el que las condiciones podrían evolucionar.

En este caso, esa evolución no se producirá. La tipología que concentra este universo es la siguiente:

- **Special situations:** Empresas o promotores en procesos de reestructuración de deuda, con convenios de crédito vigentes o en situaciones de estrés financiero que, pese a mantener activos con valor y capacidad de generación, no tienen acceso al circuito bancario. La regulación bancaria impide a las entidades de crédito asumir este tipo de exposición con independencia de la viabilidad del activo subyacente: el riesgo no está en el proyecto sino en el prestatario, y ese riesgo la banca no puede asumirlo por diseño regulatorio.

A ello se suma que el propio marco regulatorio bancario tiene una dirección clara: cada revisión del marco de Basilea ha elevado los requisitos de capital asociados a la exposición crediticia inmobiliaria, reduciendo el apetito del sistema para asumir las operaciones de riesgo medio/alto. La implementación del CRR3[9], en vigor desde enero de 2025, continúa esa trayectoria. El perímetro de lo que la banca no puede atender no converge hacia cero: tiende a ampliarse. Por ello, estas situaciones constituyen una fuente de demanda de financiación alternativa permanente e independiente de la evolución del resto de impulsores.

IMPULSOR 5: CRECIENTE CONCIENCIACIÓN DE LOS POTENCIALES USUARIOS

Los cuatro impulsores anteriores identifican factores que incrementan el volumen y la diversidad de operaciones que demandan financiación alternativa. El quinto es de naturaleza distinta: no responde a una dinámica de mercado externa sino a un cambio de percepción progresivo entre promotores y empresas respecto a la financiación alternativa. Este cambio se alimenta del propio historial del mercado: a medida que se acumulan operaciones cerradas con éxito, el desconocimiento y la cautela inicial dan paso a una mayor familiaridad con los productos, los operadores y las condiciones reales de este tipo de financiación. **El resultado es que la alternativa deja de percibirse como un recurso de última instancia para consolidarse progresivamente como una opción estratégica válida a medio plazo.**

Este proceso de normalización no avanza de forma homogénea. Entre los grandes promotores, fondos institucionales y grandes empresas con actividad inmobiliaria, la adopción puede considerarse prácticamente completada. El mayor recorrido se concentra en los promotores y empresas de middle market, cuyo universo potencial es amplio pero donde muchos operadores no han tenido aún exposición directa a la financiación alternativa ni conocen en profundidad los productos disponibles, y en los family offices, cuyo perfil conservador y uso moderado del apalancamiento han limitado su exposición hasta ahora. En ambos casos, el creciente historial de operaciones exitosas y los esfuerzos activos de acercamiento por parte de los financiadores están comenzando a reducir las barreras de entrada. Su incorporación progresiva constituye uno de los factores que sostendrá el crecimiento de la demanda en los próximos años.

"La barrera para adoptar la financiación alternativa ha dejado de ser el miedo y ha pasado a ser el desconocimiento del producto."

Socio de un fondo de deuda alternativa

[9] *Reglamento europeo que transpone el marco de Basilea IV al ordenamiento jurídico de la Unión Europea, endureciendo los requisitos de capital asociados a determinadas exposiciones crediticias, incluyendo las inmobiliarias*

5.2.2. Tendencias de la oferta

Los cinco impulsores de la demanda descritos en el apartado 5.2.1, explican por qué la demanda de financiación alternativa tiene recorrido de crecimiento en los próximos años. Sin embargo, una demanda creciente solo se traduce en mercado si encuentra una oferta capaz de atenderla. Las cuatro tendencias que se describen a continuación dan cuenta de cómo el lado de la oferta está evolucionando precisamente en esa dirección, no solo acompañando a la demanda sino contribuyendo activamente a impulsarla.

- **Tendencia 1:** Mayor volumen de financiación alternativa. La entrada sostenida de nuevos operadores y la ampliación de la base inversora han incrementado de forma sustancial el capital disponible para financiar operaciones alternativas, ampliando la cobertura del mercado a promotores y empresas de prácticamente cualquier tamaño y tipología de proyecto.
- **Tendencia 2:** Reducción progresiva del coste de capital. La mayor competencia entre operadores y la diversificación de las fuentes de capital están contribuyendo a una compresión progresiva de los márgenes, haciendo que el intercambio entre coste y ventajas sea cada vez más favorable para el prestatario.
- **Tendencia 3:** Expansión del espectro de intervención. El menor coste relativo y la mayor sofisticación del ecosistema permiten a la financiación alternativa ampliar su espectro de actuación hacia operaciones y fases del ciclo que antes quedaban fuera de su alcance.
- **Tendencia 4:** Profesionalización y refuerzo de las ventajas diferenciales. La maduración del sector ha elevado la calidad del análisis, la sofisticación de los productos y la robustez de los procesos, consolidando y ampliando las ventajas que distinguen a la financiación alternativa de la tradicional.

TENDENCIA 1: MAYOR VOLUMEN DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

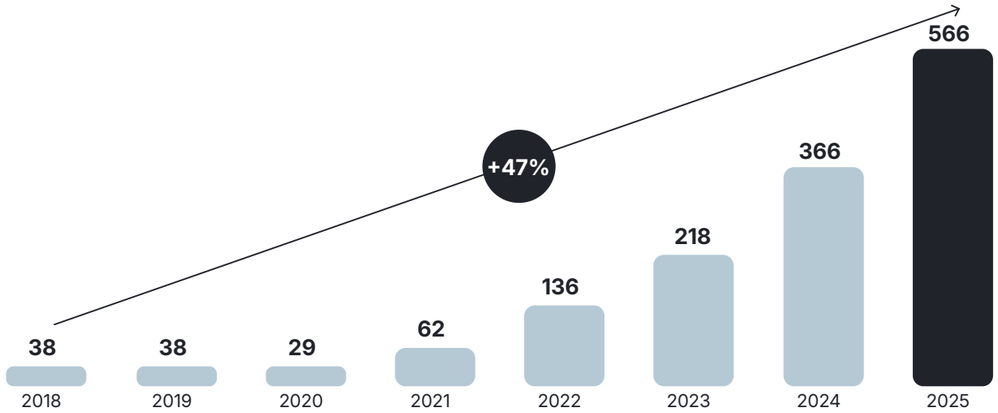
El volumen de capital disponible para financiar operaciones alternativas ha crecido de forma sostenida, impulsado por dos dinámicas complementarias que actúan simultáneamente por el lado de los operadores y por el lado de los inversores.

Por el lado de los operadores, el número de financiadores activos en el mercado español ha aumentado de forma significativa en los últimos años, transformando un ecosistema que hasta hace poco estaba dominado por un número reducido de grandes fondos internacionales —como Blackstone, Brookfield, Apollo o Cerberus— con tickets mínimos que dejaban sin cobertura a la mayor parte de promotores y empresas medianas y pequeñas. La entrada progresiva de nuevos players ha cubierto progresivamente todos los tramos del mercado: los grandes fondos siguen siendo los actores de referencia en operaciones de mayor volumen, mientras que otros operadores de menor tamaño dan cobertura a los segmentos medios y pequeños. El resultado es un mercado en el que promotores y empresas de prácticamente cualquier tamaño pueden acceder a financiación alternativa, algo que no era posible hace pocos años.

Por el lado de los inversores, la base de capital que respalda el mercado se ha ampliado en dos dimensiones complementarias: la entrada de capital institucional, tanto nacional como internacional, y la incorporación del inversor minorista a través de plataformas de financiación participativa. La primera es la entrada de capital institucional, tanto nacional como internacional:

fondos de pensiones, aseguradoras y otros inversores institucionales están destinando capital a los fondos de deuda alternativa inmobiliaria españoles, atraídos por una combinación de rentabilidad ajustada al riesgo y respaldo de activo real que encaja con sus mandatos de inversión de largo plazo. La segunda es la incorporación del inversor minorista a través de plataformas de financiación participativa, descritas en el apartado 4.4. Tanto el crowdfunding como el crowdlending han experimentado un crecimiento acelerado en los últimos años, consolidándose como un canal complementario orientado principalmente a proyectos de menor tamaño. Tal y como ilustra el Cuadro 21, el volumen de crowdfunding inmobiliario en España ha crecido desde los 38 M€ en 2018 hasta los 566 M€ en 2025, con una tasa de crecimiento anual compuesto del 47%.

Cuadro 21 – Evolución del crowdfunding inmobiliario en España [M€; 2018-25]



Fuente(s): Universo Crowdfunding; Elaborado por PwC

TENDENCIA 2: REDUCCIÓN PROGRESIVA DEL COSTE DE CAPITAL

El incremento del volumen de capital disponible y la mayor competencia entre operadores están contribuyendo a una compresión progresiva de los márgenes de la financiación alternativa. El mecanismo opera a través de dos vías principales. La primera es la competencia: **la entrada de más operadores intensifica la presión sobre los márgenes al competir por las mismas operaciones.** La segunda es la evolución de las fuentes de capital: **a medida que la financiación alternativa inmobiliaria se consolida como categoría reconocida dentro del ecosistema financiero, atrae capital institucional con menor exigencia de retorno**, que conforme el mercado madura y acumula un historial contrastado de operaciones, percibe el activo con mejores ojos y le atribuye un perfil de riesgo más ajustado. Este capital, al tener un coste de captación inferior al del capital privado tradicional, permite a los fondos que lo gestionan ofrecer condiciones más competitivas al prestatario sin comprometer su rentabilidad.

Si bien el coste de la financiación alternativa sigue siendo superior al bancario, el diferencial se ha reducido de forma notable en determinados productos y perfiles de operación. Esta reducción tiene un límite natural en el segmento de grandes promotores, donde la banca española mantiene una competitividad difícilmente igualable: los grandes bancos están financiando compras de suelo y otras operaciones en condiciones muy agresivas, en parte porque utilizan el préstamo promotor como vía para asegurarse el préstamo promotor posterior y el cross-selling a largo plazo con los compradores finales a través de las subrogaciones hipotecarias. Para ese segmento, el diferencial de coste sigue siendo determinante. Para el resto del mercado, **la compresión de márgenes hace que el intercambio entre coste y ventajas sea cada vez más favorable para el prestatario**, ampliando el universo de operaciones en las que la financiación alternativa resulta una opción racional.

TENDENCIA 3: EXPANSIÓN DEL ESPECTRO DE INTERVENCIÓN

La reducción progresiva del coste de capital, está permitiendo a la financiación alternativa ampliar su espectro de actuación más allá de los segmentos en los que históricamente ha tenido presencia. A medida que el diferencial de coste respecto a la banca se reduce y los operadores desarrollan mayor capacidad de estructuración, la financiación alternativa está ganando terreno en operaciones con perfiles más cercanos al estándar bancario, donde el prestatario la elige no por exclusión sino porque las ventajas que ofrece compensan el diferencial de coste: estructuras de repago más flexibles, mayor apalancamiento y procesos de aprobación significativamente más ágiles.

Esta expansión tiene, no obstante, una condición necesaria: los retornos del activo deben ser suficientemente altos para absorber el coste de la financiación alternativa. En proyectos con rentabilidades ajustadas, el diferencial de coste respecto a la banca hace inviable la alternativa. En proyectos con retornos más holgados —nuevos formatos de activo, operaciones de mayor complejidad, en fases más tempranas del ciclo u otros proyectos— el intercambio entre coste y ventajas resulta favorable y la alternativa tiene un ángulo claro.

> ***"Nosotros no usamos la deuda alternativa porque no tengamos acceso a la banca. La usamos porque, para ciertas estructuras, es la herramienta financiera correcta"***
>
> *Directivo de un fondo de Private Equity inmobiliario*

TENDENCIA 4: PROFESIONALIZACIÓN ACELERADA DEL SECTOR

Los operadores han profesionalizado sus actividades clave de forma acelerada, incorporando perfiles técnicos, jurídicos y de negocio que complementan los financieros que dominaban en las fases iniciales del mercado. El resultado es una capacidad de análisis más profunda y procesos internos más robustos, diseñados específicamente para evaluar los riesgos propios de cada tipo de operación y activo, con un conocimiento del mercado inmobiliario que hoy les permite evaluar la viabilidad de los proyectos con un rigor que no existía hace unos años.

Esta mayor capacidad técnica ha impulsado también la innovación de producto. La financiación de acopios industrializados, las estructuras adaptadas a nuevos formatos de activo o los productos con mayor flexibilidad de disposición no son el resultado de una improvisación sino de un proceso deliberado de inversión en conocimiento y talento, que ha permitido a los operadores más especializados ganar posicionamiento en nichos donde la competencia es menor y el valor añadido para el prestatario es mayor.

El efecto acumulado de esta profesionalización es que las **ventajas diferenciales de la financiación alternativa no solo se han mantenido, sino que se han amplificado**. La agilidad en los procesos de aprobación es hoy mayor porque los equipos son más eficientes. La flexibilidad de estructuración es más sofisticada porque los operadores conocen mejor las necesidades de cada tipo de prestatario y activo. La capacidad de entrar en fases iniciales del ciclo es más sólida porque el análisis de viabilidad es más riguroso. En definitiva, la profesionalización no ha diluido las ventajas de la financiación alternativa respecto a la banca: las ha consolidado y ampliado.

5.3. Limitaciones y retos del mercado

El análisis de los impulsores de la demanda y las tendencias de la oferta, presentado en el apartado 5.2, dibuja un mercado con recorrido de crecimiento. Sin embargo, ese crecimiento no está exento de condicionantes que podrían moderar su trayectoria o introducir fricciones en su desarrollo. Este apartado los organiza en dos bloques: las limitaciones actuales, que ya están presentes en el mercado y condicionan su desarrollo hoy —y que podrían acentuarse en función de cómo evolucione el entorno—, y los retos latentes, que podrían materializarse en el futuro en función de cómo evolucionen determinados factores externos. Ninguno de ellos contradice las perspectivas favorables del mercado, pero sí las matizan.

El mercado afronta hoy dos limitaciones que condicionan su desarrollo:

- **Limitación 1: Competitividad y reacción de la banca tradicional.** La banca ha reaccionado a la competencia de la alternativa flexibilizando sus criterios en el segmento de grandes promotores y empresas, aunque el middle market y las operaciones que la banca no puede atender siguen representando un recorrido relevante para la alternativa.
- **Limitación 2: Aversión cultural española al endeudamiento.** Una parte relevante del tejido empresarial e inmobiliario español presenta una aversión cultural al endeudamiento que limita el universo de demanda potencial de la alternativa.

A estas limitaciones se suman cuatro retos latentes que, de materializarse, podrían afectar al desarrollo futuro del mercado:

- **Reto 1: Sobreprotección jurídica del financiado y dificultades de ejecución de garantías.** Aunque el mercado opera dentro del marco jurídico actual, un endurecimiento de la protección al deudor en operaciones entre profesionales podría comprometer su desarrollo.
- **Reto 2: Potencial regulación de los fondos de deuda alternativa.** Una posible evolución del marco regulatorio que redujera la asimetría entre banca y alternativa limitaría la capacidad de esta última para operar en los segmentos donde hoy aporta mayor valor.
- **Reto 3: Riesgo reputacional por falta de profesionalización de algunos operadores.** La existencia de players que financian operaciones sin los estándares de análisis adecuados podría, ante un cambio de ciclo, generar situaciones que dañen la reputación del sector en su conjunto.
- **Reto 4: Incertidumbre geopolítica y macroeconómica.** La volatilidad del entorno global puede contraer la demanda y el apetito inversor, con un impacto potencial sobre la morosidad de las carteras.

Cada una de estas limitaciones y retos se desarrollan en detalle a continuación.

LIMITACIÓN 1: COMPETITIVIDAD Y REACCIÓN DE LA BANCA TRADICIONAL

La financiación alternativa ha experimentado en los últimos años un proceso acelerado de crecimiento en volumen, sofisticación y competitividad en precio. Este avance no ha pasado desapercibido para la banca: **al ver cómo los fondos alternativos ganaban cuota en el mercado de financiación, las principales entidades han reaccionado flexibilizando sus criterios y ampliando su apetito hacia segmentos que antes quedaban fuera de su perímetro.** Esta reacción se ha concentrado especialmente en el segmento de grandes promotores y empresas, donde el perfil de riesgo es más conocido y el interés de la banca por mantener la relación comercial es mayor.

"La banca española es muy competitiva y conoce bien el negocio inmobiliario, lo que podría limitar el espacio de la alternativa"

Alto directivo de una de las grandes promotoras de España.

La banca española conoce en profundidad el negocio inmobiliario, cuenta con equipos especializados y mantiene un interés genuino por el sector que se traduce en condiciones muy competitivas. A ello se suma un incentivo que la financiación alternativa no puede replicar: el cross-selling a largo plazo con los compradores finales a través de las subrogaciones hipotecarias, que convierte el préstamo promotor en la puerta de entrada a una relación comercial de largo recorrido. Además, operar con los principales promotores y empresas del país implica asumir un perfil de riesgo reducido y conocido, lo que refuerza aún más el apetito bancario por este segmento. Esta combinación explica que se estén empezando a ver financiaciones de adquisición de suelo por parte de entidades bancarias, que hace poco solo podía ofrecer la alternativa.

No obstante, mientras la banca no pueda asumir niveles de riesgo superiores a los que su marco regulatorio le permite —y por tanto no pueda entrar en ciertas operaciones del middle market, en las fases iniciales del ciclo o en las operaciones que quedan fuera de su perímetro por normativa o por apetito—, la financiación alternativa tiene margen para seguir creciendo y consolidándose en esos segmentos. La competitividad bancaria no elimina el espacio de la alternativa: lo redefine.

LIMITACIÓN 2: AVERSIÓN CULTURAL ESPAÑOLA AL ENDEUDAMIENTO

Una parte relevante del tejido empresarial e inmobiliario español presenta una aversión cultural al endeudamiento que va más allá de la racionalidad económica. No se trata de desconfianza hacia la financiación alternativa en particular, sino de una relación históricamente conservadora con la deuda en general: patrimonialistas, family offices y empresas con perfiles de gestión financiera conservadora que han construido su patrimonio o actividad con escaso apalancamiento y que no conciben la estructura financiera de sus proyectos de otra forma. En mercados como UK o USA, operar con múltiples tramos de deuda es una práctica normalizada; en España, los perfiles mencionados anteriormente tienden a operar con estructuras de financiación más simples, sin la sofisticación en el uso de la deuda que caracteriza a otros mercados de referencia.

Su incorporación progresiva al mercado alternativo depende no solo de la reducción del diferencial de coste sino de un proceso más lento de cambio cultural, que requiere acumulación de casos de éxito y un trabajo activo de acercamiento por parte de los operadores alternativos, entre otros. El recorrido de penetración en este segmento es significativo, pero su materialización será más gradual que en otros perfiles del mercado.

RETO 1: SOBREPROTECCIÓN JURÍDICA DEL FINANCIADO Y DIFICULTADES DE EJECUCIÓN DE GARANTÍAS

La garantía hipotecaria es el elemento central sobre el que se estructura la financiación alternativa con colateral hipotecario. Su valor como instrumento de protección depende, sin embargo, de la capacidad real de ejecutarla cuando es necesario, y en este punto el marco jurídico español introduce una fricción significativa.

El proceso de ejecución hipotecaria en España es lento y costoso. A los plazos del procedimiento se añaden las múltiples causas de oposición que el ordenamiento jurídico pone a disposición del deudor, que pueden extender considerablemente el proceso y generar una incertidumbre sobre el calendario de recuperación que impacta directamente en la valoración del riesgo. Esta protección al deudor, diseñada para contextos de vivienda habitual, se traslada de forma a veces desproporcionada a operaciones entre empresas y fondos en las que el prestatario no es un particular en situación de vulnerabilidad sino un operador con pleno conocimiento de las condiciones pactadas.

El mercado ha aprendido a operar dentro de este marco. Sin embargo, este equilibrio es frágil: **una evolución regulatoria que ampliara aún más la protección al deudor en operaciones entre profesionales dificultaría el funcionamiento del mercado de forma significativa**, encareciendo el coste de la financiación y reduciendo el apetito de los operadores internacionales por el mercado español.

RETO 2: POTENCIAL REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE DEUDA ALTERNATIVA

La ventaja competitiva de la financiación alternativa descansa en buena medida en la ausencia de un marco regulatorio de capital equivalente al bancario. Esa asimetría es lo que permite a los fondos asumir exposiciones que la banca no puede asumir por diseño regulatorio, operar con agilidad y adaptar sus productos a las necesidades concretas de cada operación. Sin embargo, a medida que la deuda privada gana peso en el sistema financiero, la atención de los reguladores sobre este segmento se intensifica progresivamente.

Por lo tanto, **una posible regulación que redujera sustancialmente esa asimetría limitaría la capacidad de la financiación alternativa para operar en los segmentos donde hoy aporta mayor valor.**

RETO 3: RIESGO REPUTACIONAL POR FALTA DE PROFESIONALIZACIÓN DE ALGUNOS OPERADORES

El atractivo del mercado de financiación alternativa inmobiliaria en España —un sector en crecimiento, con retornos elevados y demanda sostenida— ha atraído en los últimos años a un número creciente de operadores. Esta entrada de nuevos players ha sido, en términos generales, un factor positivo para el ecosistema. Sin embargo, **el dinamismo del mercado ha traído también la incorporación de algunos operadores que no han desarrollado los procesos de análisis y gestión del riesgo que la naturaleza de este tipo de financiación exige, cerrando operaciones sin due diligences financieras y fiscales adecuadas o aplicando criterios de inversión excesivamente laxos.**

En un ciclo alcista, estos déficits de proceso pueden quedar ocultos porque las operaciones terminan resolviéndose por la propia dinámica del mercado. Ante un cambio de ciclo, los mismos déficits pueden derivar en impagos o en situaciones de gestión deficiente que dañen la percepción del sector con independencia de la calidad de los operadores que sí han profesionalizado sus procesos. La selección natural que opera en el mercado es el mecanismo más eficaz para corregir esta dinámica, pero su efecto pleno requiere tiempo y, posiblemente, alguna corrección de ciclo que lo acelere.

RETO 4: INCERTIDUMBRE GEOPOLÍTICA Y MACROECONÓMICA

El mercado de la financiación alternativa inmobiliaria opera en un entorno macroeconómico y geopolítico que en los últimos años ha mostrado una volatilidad inusualmente elevada. Los conflictos geopolíticos activos, las tensiones comerciales globales y la incertidumbre sobre la trayectoria de los tipos de interés en Europa configuran un entorno en el que la visibilidad sobre la evolución futura del mercado inmobiliario es menor de lo habitual.

Para la financiación alternativa, esta incertidumbre se traduce en efectos concretos sobre ambos lados del mercado. **Por el lado de la demanda, promotores y empresas tienden a retrasar decisiones de inversión en entornos de incertidumbre elevada**, reduciendo el volumen de operaciones que buscan financiación. **Por el lado de la oferta, los inversores incrementan su aversión al riesgo en contextos de volatilidad, lo que puede dificultar el levantamiento de nuevos vehículos o la renovación de los existentes. A estos efectos se suma el impacto potencial sobre la morosidad: un deterioro del entorno macroeconómico aumentaría la presión sobre las carteras existentes,** poniendo a prueba la solidez de los procesos de análisis y gestión del riesgo de los operadores. Ambos efectos son cíclicos y reversibles, pero su coincidencia en el tiempo puede generar periodos de menor actividad que interrumpan temporalmente la trayectoria de crecimiento del mercado.

6. Marco jurídico

6.1. “Bridge-to-Term” - De la financiación puente alternativa a la financiación de proyecto en el mercado inmobiliario: retos legales y fiscales

Autores: Manuel Follia y Javier Rodríguez

En los últimos años hemos vivido una reconfiguración del mercado de financiación empresarial. El endurecimiento regulatorio, sumado a mayores requerimientos de capital a la banca, imposiciones de nuevos ratios de liquidez, así como limitaciones al apalancamiento, ha tenido como consecuencia -entre otras- que la financiación de grandes proyectos conlleve un mayor consumo de capital para los bancos.

Ello ha beneficiado a los fondos de deuda privada o direct lenders (prestamistas directos), así como gestoras de activos alternativos. Sus orígenes los encontramos en Estados Unidos, donde históricamente las grandes gestoras de activos alternativos han ido construyendo plataformas de direct lending de escala internacional, ofreciendo -gracias a su marco regulatorio más flexible- capacidad para financiar situaciones complejas de forma ágil.

El modelo cruzó el Atlántico con fuerza a partir de 2012-2014, estableciéndose primero en el Reino Unido y Francia, y extendiéndose después a Alemania, España, Italia, Benelux y los países nórdicos.

En España, el sector inmobiliario se convirtió en la principal vertical de actividad del direct lending: promoción residencial (tanto build-to-sell como build-to-rent), logística, oficinas (en plena transformación del modelo de uso), residencias de estudiantes (PBSA), y hoteles y segmentos emergentes como el flex living (coliving, senior living), y también aunque en menor medida, la deuda mezzanine, las situaciones especiales (special situations) y la deuda distressed.

¿Qué explica este crecimiento sostenido? Varios factores convergen. La regulación bancaria sigue limitando estructuralmente la capacidad de los bancos para determinados segmentos, y los inversores institucionales (fondos, aseguradoras, endowments universitarios, family offices) encontraron en la deuda privada una combinación atractiva de rentabilidad, protección y estabilidad.

En particular y respecto a operaciones inmobiliarias, queremos dedicar especial atención al modelo “bridge-to-term”, que representa un modelo de complementariedad, en el que vemos la colaboración fondo-banco (que no competencia), especialmente en proyectos inmobiliarios greenfield, y que se articula a través de dos fases diferenciadas.

- En la primera -la fase de desarrollo-, el fondo de deuda concede un préstamo puente para financiar los soft costs del proyecto: adquisición de suelo, licencias urbanísticas, proyecto técnico, permisos y gestiones previas a la construcción. Los parámetros habituales de estas financiaciones son un ratio préstamo-valor (LTV) menor que en financiación bancaria y plazos de 12 a 24 meses, dependiendo del perfil de riesgo concreto (ubicación, promotor, tipología de producto, fase urbanística).

- En la segunda -la fase de construcción-, una vez que el proyecto demuestra suficiente madurez (obtención de la licencia de obra, situación de ready-to -build, nivel de preventas que típicamente se sitúa a partir de un 50%), un banco comercial entraría con financiación a largo plazo, en condiciones habituales de financiación de proyectos.

El banco refinanciaría lo desembolsado por el fondo y aportaría financiación adicional para los hard costs (construcción propiamente dicha).

Este modelo de complementariedad aporta valor para todas las partes (fondo, banco y promotor), y cada financiador se posiciona en la parte de la curva riesgo-rentabilidad que le corresponde, siendo el promotor el gran beneficiario de este modelo: accede a financiación en una fase en la que la banca tradicional no se la concedería, lo que le permite avanzar el proyecto, madurar el activo y generar valor; y cuando el proyecto alcanza la fase de construcción, obtiene condiciones bancarias competitivas.

Actualmente, se está evolucionando hacia modelos integrados, diseñando la transición entre los distintos financiadores desde el primer día. En un número creciente de operaciones, fondo y banco se conocen previamente e incluso pre-acuerdan las condiciones básicas del préstamo a largo plazo antes del cierre de la financiación puente. Esta evolución refleja la madurez de un mercado en el que fondo y banco ya no se perciben como competidores, sino como socios en distintas etapas de un mismo proyecto.

“Fondo y banco ya no se perciben como competidores, sino como socios en distintas etapas de un mismo proyecto”

Una parte de los retos de la referida transición entre fondo y banco se encuentra en la documentación legal: el diseño documental del contrato puente, que debería estar pensado desde el inicio para facilitar la subrogación o refinanciación posterior, así como el timing exacto de la transición y las condiciones que la activan (hitos de preventas, obtención de licencias, valoraciones actualizadas), poniendo énfasis en el coste de las garantías hipotecarias, un aspecto concreto pero económicamente relevante que analizamos a continuación.

En España, la constitución de cada hipoteca está sujeta al Impuesto de Actos Jurídicos Documentados (AJD), cuyo tipo impositivo oscila entre el 0,5% y el 2% del importe garantizado, dependiendo de la comunidad autónoma donde se ubique el activo. Si al pasar del fondo al banco se cancela una hipoteca y se constituye otra nueva, el proyecto soportaría el coste del AJD dos veces, un impacto que, en promociones de volumen significativo, puede representar cientos de miles de euros.

"Si al pasar del fondo al banco se cancela una hipoteca y se constituye otra nueva, el proyecto soportaría el coste del AJD dos veces"

Existen alternativas que podrían mitigar esta duplicidad y que merecen ser exploradas con asesoramiento especializado.

- La primera sería trabajar en la financiación puente con una promesa de hipoteca, a través de la cual se compromete el otorgamiento de un derecho real sobre ciertos activos, pero no se otorga formalmente dicha hipoteca, lo que permite diferir el pago del impuesto (AJD) al momento de cristalización y otorgamiento de dicha garantía. Una financiación de proyecto de carácter inmobiliario descansa sobre una multiplicidad de garantías y, en particular, mediante la pignoración del total capital de la sociedad que desarrollará el proyecto (SPV), se tendría también control sobre el activo inmobiliario, y ello unido a compromisos del deudor (no venta de activos (non-disposal), no constitución de otras garantías sobre dicho activo (negative pledge), etc.), junto con el otorgamiento de poderes irrevocables, aportaría una garantía pignoraticia con valor alternativo a la hipotecaria.
- La segunda sería el otorgamiento de una financiación "multitramo" desde un inicio, esto es, estructurar una única operación con dos tramos (desarrollo y construcción), con distintas fases de activación, pero garantizada por una sola hipoteca, de modo que la financiación no tendría que modificarse, novarse o cederse con la cancelación del tramo asignado al financiador puente y posterior activación del tramo relativo a la entidad financiera a largo plazo, pues el contrato ya se firmaría inicialmente por todas las partes, y prevería y regularía específicamente estos supuestos, con lo que el AJD únicamente se pagaría una sola vez al constituirse la garantía hipotecaria.
- Finalmente destacar una tercera alternativa, la más compleja, que se focalizaría en intentar aplicar los beneficios fiscales de la subrogación recogida en la Ley 2/1994 (y habitualmente pensada para "prestamistas inmobiliarios") a fondos y financiadores alternativos que habitualmente trabajan en el mercado inmobiliario español, sobre la cual -sin perjuicio de que se ha hablado mucho- aún no tenemos experiencias en la práctica.

Es importante subrayar que no pretendemos resolver aquí la cuestión fiscal, pues dicha alternativa presenta matices jurídicos y registrales que exigen un análisis profesional detallado y específico para cada operación. El objetivo de este apartado es simplemente poner de manifiesto que existen vías de optimización que conviene valorar, y que la planificación fiscal forma parte de una buena estructuración desde el inicio.

La clave del éxito está en la planificación integral desde el primer día: operativa (coordinación entre financiadores), documental (contratos diseñados para la transición) y fiscal (optimización de costes asociados a las garantías). Cada proyecto tiene sus particularidades y merece un análisis individualizado, pero las herramientas para optimizar la estructura están disponibles. Conocerlas y saber cuándo aplicarlas marca la diferencia entre una operación eficiente y una que deja valor sobre la mesa.

6.2. Alternativas a la ejecución hipotecaria judicial: la venta directa

Autores: Víctor Utges y Guillermo Ruiz

La ejecución de la garantía es uno de los aspectos más determinantes de cualquier operación de financiación con garantía hipotecaria, tanto para quien concede el préstamo como para quien aporta el inmueble como colateral. En España, el procedimiento judicial de ejecución hipotecaria suele percibirse como lento, costoso e incierto: los plazos se dilatan, las causas de oposición se multiplican y el bien termina, con frecuencia, adjudicándose en subasta por debajo de su valor real. Existe también una vía notarial algo más ágil, pero que sigue basándose en la subasta y comparte buena parte de esos inconvenientes. Frente a ese escenario, la práctica ha desarrollado un mecanismo contractual –la venta directa o pacto marciano– que permite ejecutar la garantía sin necesidad de subasta, siempre que se respeten determinadas condiciones que la doctrina registral y el Tribunal Supremo han ido precisando.

QUÉ ES LA VENTA DIRECTA Y LA PROHIBICIÓN DEL PACTO COMISORIO

La venta directa es un pacto por el que, en caso de impago, el acreedor puede adjudicarse el bien hipotecado o venderlo a un tercero fuera de subasta, siempre que el precio se fije mediante un procedimiento objetivo de valoración acordado de antemano. A diferencia de la ejecución judicial o de la venta extrajudicial ante notario (que dependen de una subasta pública cuyo resultado es incierto), la venta directa permite a las partes predeterminar el mecanismo de realización del bien desde el momento en que se constituye la garantía.

El punto de partida de esta figura es, paradójicamente, una norma que en apariencia la prohíbe: los artículos 1859 y 1884 del Código Civil impiden al acreedor apropiarse de las cosas dadas en prenda o hipoteca, o disponer de ellas, al margen de los cauces legalmente previstos. Esta prohibición del llamado pacto comisorio es una norma imperativa y de orden público. Su doble fundamento es, por un lado, evitar que el deudor (a menudo en una posición de necesidad al constituir la garantía) acepte una apropiación del bien muy por debajo de su valor real; y, por otro, preservar los procedimientos de ejecución que protegen tanto el derecho del acreedor a realizar el bien como los intereses del deudor y de los titulares de cargas posteriores.

Sobre esa base, la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública y el Tribunal Supremo han admitido progresivamente que acreedor y deudor pacten, desde la constitución de la hipoteca, que en caso de impago el bien se adjudique al acreedor o se venda a un tercero sin necesidad de subasta, siempre que el precio se determine mediante una valoración objetiva realizada en el momento del incumplimiento. Esta figura, de raíz romana (el llamado pacto marciano, en alusión al jurista Marciano que lo formuló), no constituye hoy una excepción marginal: es un mecanismo plenamente reconocido por la doctrina registral y la jurisprudencia, aunque su validez queda condicionada al cumplimiento de una serie de garantías que equilibran la posición de ambas partes y evitan el enriquecimiento injusto del acreedor.

REQUISITOS DE ADMISIBILIDAD DE LA VENTA DIRECTA

La doctrina registral y la jurisprudencia han ido decantando, caso a caso, las condiciones que debe reunir un pacto de venta directa para ser válido. En síntesis, los tribunales y registradores exigen que concurran los siguientes elementos:

1. **Buena fe y libertad contractual.** El pacto debe nacer de la voluntad libre de las partes y estar presidido por la buena fe, no siendo válido si se ha impuesto al deudor en una situación de abuso o de necesidad extrema.

2. **Equilibrio entre las prestaciones.** El mecanismo no puede generar un enriquecimiento injustificado de una parte a costa de la otra: si el bien vale más que la deuda, el deudor tiene derecho a la diferencia.

3. **Valoración objetiva e independiente.** Es el requisito clave: las partes deben acordar, desde la constitución de la garantía, un procedimiento que permita fijar el valor real del bien en el momento de la ejecución, no en el de la firma de la hipoteca. Lo habitual es encomendar una tasación a un tercero independiente (un arquitecto, una sociedad de tasación homologada o un agente especializado en el tipo de activo), con posibilidad de que ambas partes puedan formular alegaciones sobre el resultado. El objetivo es que el precio final sea razonable, refleje las condiciones del mercado y no quede al arbitrio exclusivo del acreedor.

4. **Entrega del sobrante.** El importe obtenido se aplica primero a la deuda garantizada; si sobra dinero, debe entregarse al deudor o, en su caso, a otros acreedores con derechos posteriores inscritos, habitualmente mediante depósito notarial.

5. **Intervención notarial y análisis caso por caso.** La supervisión de un notario (en el requerimiento de pago, el aviso a otros acreedores y la formalización de la venta) aporta seguridad jurídica a todo el proceso. Además, ni la doctrina registral ni el Tribunal Supremo validan estos pactos en abstracto: cada operación se examina según sus circunstancias, y un mismo esquema puede ser válido entre profesionales en igualdad de condiciones y nulo frente a un deudor en situación de vulnerabilidad.

   La jurisprudencia aplica estos criterios de forma consistente: se considera válido el pacto que prevé una tasación independiente y la entrega del sobrante al deudor, y se rechaza, por enriquecimiento injusto, aquel en que el acreedor se queda con el bien sin ningún mecanismo objetivo de valoración (así, entre otras, la Resolución de la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública de 26 de diciembre de 2018 y la Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de febrero de 2017).

6. **Ámbito subjetivo: operaciones entre profesionales.** Este mecanismo de venta directa está pensado fundamentalmente para operaciones entre profesionales o empresas, que es el contexto habitual de la financiación con garantía hipotecaria sobre activos inmobiliarios. Cuando el deudor es un consumidor, la normativa de protección al consumidor (en particular, la Ley 5/2019, de crédito inmobiliario) limita severamente la libertad de las partes para pactar estos mecanismos.

VENTAJAS DE LA VENTA DIRECTA COMO MECANISMO DE EJECUCIÓN

Frente a la vía judicial (y, en menor medida, frente a la venta extrajudicial ante notario, que también se basa en la subasta), la venta directa ofrece ventajas que benefician tanto al acreedor como al deudor:

Mayor rapidez. Al no depender de los tiempos y trámites de un procedimiento judicial, el plazo entre el impago y la realización efectiva del bien se acorta de forma sensible.

Menor coste. Se reducen los gastos asociados a tasas, procuradores, publicaciones oficiales y sucesivas convocatorias de subasta, lo que mejora el resultado neto de la operación para el acreedor y limita el incremento de la deuda para el deudor.

Mayor certidumbre sobre el calendario. Un procedimiento más previsible permite al acreedor anticipar con mayor fiabilidad los plazos de recuperación (lo que también puede influir en las condiciones de la financiación) y ofrece al deudor un marco temporal más claro para gestionar la situación.

Menor litigiosidad. Al no depender de un procedimiento judicial, se reducen los frentes de oposición habituales en la ejecución hipotecaria (cláusulas abusivas, vencimiento anticipado, discrepancias en la liquidación de la deuda).

Mejor aprovechamiento del valor del bien. Las subastas, judiciales o notariales, tienden a producir adjudicaciones por debajo del valor de mercado cuando hay poca concurrencia. La tasación objetiva encargada a un tercero independiente evita ese descuento estructural, en interés tanto del acreedor (que recupera más) como del deudor, que tiene garantizada una valoración justa y el derecho a recibir el sobrante.

En definitiva, la venta directa o pacto marciano no es un atajo para eludir los controles que protegen al deudor y a terceros, sino un mecanismo contractual plenamente reconocido por la doctrina registral y el Tribunal Supremo. Para el acreedor (sea un fondo de deuda, un family office o una plataforma de financiación alternativa) supone una vía de recuperación más rápida, económica y predecible, lo que puede traducirse en mejores condiciones de financiación. Para el deudor (promotor, empresa o profesional que aporta la garantía inmobiliaria) ofrece la certeza de una valoración objetiva del bien y el derecho a percibir cualquier exceso de valor. Su implementación exige, no obstante, un diseño cuidadoso adaptado a las circunstancias de cada operación y el asesoramiento de especialistas que garanticen el cumplimiento de los requisitos exigidos por la doctrina y la jurisprudencia.

"La venta directa no es un atajo a eludir los controles que protegen al deudor, sino un mecanismo contractual plenamente reconocido en la doctrina registral y el Tribunal Supremo"

6.3. La financiación de la construcción industrializada

Autor: Carlos Lasarte

La industrialización del proceso constructivo está ganando peso como una solución innovadora para afrontar algunos de los principales desafíos a los que se enfrenta el sector de la construcción en España, como son la respuesta al incremento de costes, a la escasez de mano de obra, a la necesidad de mejorar los plazos de ejecución de los proyectos, la gestión postventa de los activos, la siniestralidad laboral, la incorporación de la mujer en el sector, la trazabilidad y la sostenibilidad.

La construcción industrializada enfrenta, sin embargo, retos jurídicos relevantes en la asignación de riesgos entre promotor, contratista, fabricante y financiador. Entre ellos destacan la necesidad de encontrar estructuras de financiación al promotor y al industrial innovadoras que permitan financiar la fabricación de elementos industriales durante el ciclo productivo (fabricación, acopio y transporte), previo a su instalación o ensamblaje en obra, todo ello en un contexto de desarrollo de un tejido industrial aún incipiente y con limitada capacidad de atracción de recursos ajenos. En consecuencia, las estructuras contractuales y de garantías (hipoteca inmobiliaria vs. hipoteca mobiliaria o prenda sin desplazamiento) deben adaptarse a un nuevo régimen de responsabilidad en la cadena de producción y a los distintos riesgos asociados a cada etapa de un proyecto industrializado, estructurando, como alternativa, un tramo de fabricación y un tramo de promoción, todo ello bajo una misma o sucesivas financiaciones.

La financiación de los proyectos constructivos en España ha estado tradicionalmente vinculada al otorgamiento de un préstamo promotor puesto que este permite:

- Otorgar financiaciones en forma de préstamo o crédito con una garantía hipotecaria constituida sobre la construcción proyectada; y

- Se adapta a las diferentes fases del proceso constructivo con unos tramos de desembolsos fijados a lo largo del tiempo en la medida en la que se vayan alcanzando los diferentes hitos constructivos.

Sin embargo, esta figura no encaja con la construcción industrializada ya que:

- Las garantías de los préstamos promotores se configuran como una garantía real otorgada sobre un bien inmueble -la construcción proyectada una vez esta se encuentra anclada al suelo que le sirve de soporte-. No obstante, las distintas partes que componen el futuro edificio que se va a realizar mediante un sistema industrializado no pueden ser consideradas como bienes inmuebles.

  El art. 334.1 del CC prevé que se consideren como bienes inmuebles los edificios y construcciones de todo género adheridas al suelo. Precisamente, una de las características que presenta la construcción industrializada es que, durante alguna fase, las distintas partes no se encuentran necesariamente adheridas al suelo, lo que otorga a este modelo constructivo algunas de sus ventajas características, tales como la rapidez de la construcción. En contraposición, esta característica hace que resulte incompatible con el otorgamiento de hipotecas inmobiliarias clásicas sobre los elementos fabricados y no incorporados al suelo.

- La construcción industrializada tiene un impacto muy positivo en los tiempos de ejecución de la edificación proyectada y al mismo tiempo enfrenta retos estructurales relacionados con el proceso productivo en sede industrial (desde la fabricación, acopio y transporte). La posibilidad de desembolsar los importes de la financiación mediante un régimen de disposiciones sucesivas resulta más compleja.

Ante esta dificultad de financiar el impulso de este nuevo tejido industrial desde estructuras o esquemas de financiación tradicionales, se plantean dos planos de análisis independientes.

El primero es el de la financiación al fabricante, que debe analizarse desde una perspectiva corporativa y no de proyecto, tal y como ocurre en otros sectores industriales, de manera que cada fabricante encuentre soluciones tendentes a financiar sus necesidades de corto y largo plazo, tales como el circulante necesario para adelantar producción asociada a proyectos concretos y los instrumentos que permitan financiar los importantes volúmenes de inversión en maquinaria y tecnología que requiere el sector. Al tratarse de un tejido industrial incipiente, consideramos esencial que los instrumentos de financiación que deriven del PERTE de la Industrialización de la Vivienda, o iniciativas análogas, estén enfocados a fortalecer la estructura de capital de los fabricantes (deuda y equity).

El segundo plano es el de la financiación de proyectos inmobiliarios con un alto grado de industrialización. En este caso se debe considerar también que el periodo de ejecución de un proyecto industrializado tiene dos fases claramente diferenciadas y con riesgos propios e inherentes a cada una de ellas: la fase de industrialización y la fase de ensamblaje. En la fase de industrialización, en la que se fabrican, acopian y transportan los elementos industrializados, los financiadores deben tener en cuenta, entre otras, cuestiones como la responsabilidad contractual de cada interviniente en la cadena, el riesgo industrial, el consumo de capital y la implementación de una estructura de garantías adecuada (hipoteca mobiliaria y/o prenda sin desplazamiento). En la fase de ensamblaje, los riesgos son los propios de un proyecto de promoción tradicional, pudiendo ser mitigados con la implementación de estructuras ya conocidas y habituales en el sector (hipoteca inmobiliaria).

Por el momento incipiente en el que se encuentra el sector, parece razonable pensar, como ocurre en otros sectores, que una posible solución resulte de estructurar la financiación de estos proyectos por tramos (un tramo “industrial” y un “tramo promotor”), quedando el tramo “industrial” refinanciado por el tramo “promotor” tan pronto como el elemento industrial haya sido ensamblado y accedido a la hipoteca inmobiliaria por aplicación de la extensión objetiva a un elemento ya integrado en la obra.

“La intervención de compañías de seguros y proveedores de deuda alternativa puede ser el complemento ideal de las entidades financieras para que estos proyetos sean financiables”

A nuestro juicio, el reto de la financiación de los proyectos de construcción industrializada, y hasta que el tejido industrial alcance la madurez necesaria (ecosistema amplio de fabricantes con balances fuertes y con capacidad autónoma de financiar su actividad) que permita su encaje en modelos tradicionales, pasa por plantear soluciones diferentes a las planteadas hasta ahora en el sector, tales como la prenda sin desplazamiento de los módulos y/o componentes que conforman un proyecto de construcción industrializada, o el planteamiento de modelos de financiación alternativos. En este contexto, el rol del Project Monitor va a seguir siendo de enorme relevancia, ahora en sede industrial, y la intervención de compañías de seguros y proveedores de deuda alternativa puede ser el complemento ideal de las entidades financieras para que estos proyectos sean financiables.

6.4. El crecimiento de la financiación alternativa a través de la renta fija

Autores: Ana Mª Gamazo Martín y Javier Calle Bescós

La renta fija constituye una de las palancas menos explotadas para escalar la capacidad de financiación de los vehículos de deuda alternativa en España, pese a que el marco normativo que la regula lleva más de una década facilitando su acceso a emisores de tamaño pequeño y mediano. Como se ha señalado en el apartado 5.2.2, la entrada de capital institucional constituye una de las tendencias que explican el crecimiento de la oferta de financiación alternativa; la renta fija es, precisamente, uno de los cauces jurídicos que hace posible esa entrada, al ofrecer a aseguradoras, fondos de pensiones y otros inversores institucionales instrumentos transmisibles, estandarizados y con tratamiento fiscal equiparable al de la deuda pública.

"La renta fija no es una aspiración de futuro: es una palanca disponible hoy"

El mercado español presenta todavía un uso limitado de la renta fija en comparación con otros mercados de su entorno, lo que evidencia un recorrido de crecimiento considerable. Conviene explorar las oportunidades que la renta fija ofrece a los operadores del mercado inmobiliario, que por su naturaleza jurídica merece un tratamiento diferenciado respecto de otras fórmulas de financiación alternativa.

La financiación mediante renta fija consiste, en esencia, en la emisión de valores representativos de deuda (obligaciones, bonos o pagarés) por parte de una entidad que capta recursos de múltiples inversores, comprometiéndose al pago periódico de un cupón y a la devolución del principal al vencimiento. A diferencia del préstamo bilateral, donde la relación acreedor-deudor se establece entre dos partes identificadas, los valores de renta fija son susceptibles de circulación entre inversores sin intervención del emisor ni modificación de las condiciones de la financiación. Estas emisiones pueden admitirse a negociación en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación, o bien mantenerse entre inversores privados sin perder su carácter transmisible.

La renta fija es clave para ciertos inversores institucionales europeos (aseguradoras, fondos de pensiones, DAC irlandesas). La normativa europea limita su inversión directa en préstamos, o sus propios documentos fundacionales les obligan a invertir en valores transmisibles. Además, la renta fija les resulta atractiva por su tratamiento estandarizado, valoración contrastable, liquidez y diversificación. Para este segmento, la renta fija no es una alternativa más, sino una vía necesaria para acceder a la deuda inmobiliaria.

Conviene precisar la distinción entre renta fija cotizada y no cotizada. La renta fija "cotizada" se refiere a valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial (AIAF) o en un sistema multilateral de negociación (MARF). La "no cotizada" comprende emisiones que no acceden a ningún mercado organizado. Desde la perspectiva fiscal, **únicamente las emisiones admitidas a negociación, si cumplen requisitos adicionales, se benefician del régimen privilegiado de la Disposición Adicional Primera de la Ley 10/2014: exención de retención para inversores no residentes sin establecimiento permanente en España.**

FINANCIACIÓN DOWNSTREAM Y UPSTREAM

En el sector inmobiliario, la renta fija resulta útil en dos momentos de la cadena de financiación. Por un lado, la **financiación downstream**: emisión de bonos por el promotor para financiar directamente un activo. Por otro, la **financiación upstream**: emisión de bonos por los propios vehículos financiadores para ampliar su capacidad de financiación. El régimen jurídico aplicable se encuentra en los artículos 401 a 433 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), complementados por la Ley 6/2023 de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI) y la normativa registral.

La financiación directa al promotor mediante renta fija puede presentar limitaciones prácticas (disposiciones progresivas vinculadas al avance de obra, certificaciones de covenants operativos) que dificultan su encaje en la operativa de un pequeño promotor. Los project bonds constituyen el modelo paradigmático: bonos garantizados con los activos del proyecto, limitados en recurso a sus flujos de caja, especialmente adecuados cuando el activo generará flujos estables una vez completado (oficinas, hoteles, activos logísticos).

Sin embargo, también **presenta ventajas**. La hipoteca a favor del sindicato de obligacionistas, representado por el comisario, permite que la garantía real permanezca inscrita a nombre del sindicato con independencia de las transmisiones de bonos en mercado secundario, sin los costes asociados a su transmisión.

Los costes iniciales de una emisión (asesoramiento legal, calificación crediticia, colocación y admisión a negociación) podrían, para un primer emisor, superar los de un préstamo bilateral convencional. No obstante, este obstáculo se atenúa mediante la estandarización documental que promueven tanto los mercados organizados como las asociaciones de colocadores (ICMA, AFME). Aunque estas asociaciones configuran la documentación desde la perspectiva del financiador, esta orientación genera confianza en la parte que asume el riesgo del crédito, facilita la distribución entre inversores institucionales y, en última instancia, reduce el coste de colocación para el emisor.

Es en la **financiación upstream** donde la renta fija revela mayor potencial transformador. Consiste en la emisión de bonos por parte de los propios vehículos que financian operaciones inmobiliarias (vehículos de deuda, prestamistas alternativos, plataformas de financiación) para captar capital que amplíe su capacidad de financiación. La lógica económica es directa: un vehículo con capital comprometido por sus partícipes puede multiplicar su capacidad mediante emisión de obligaciones, captando capital adicional de inversores institucionales que no desean o no pueden asumir exposición directa a la gestión de préstamos inmobiliarios, pero sí están interesados en subyacentes inmobiliarios con rendimientos periódicos respaldados por garantía hipotecaria.

Para los vehículos de deuda inmobiliaria en España, esta modalidad ofrece tres ventajas: (i) ampliar la capacidad de financiación sin depender exclusivamente del capital de sus limited partners; (ii) incorporar inversores institucionales que no participarían en estructuras de capital privado cerrado; y (iii) acomodar los plazos entre activo y pasivo.

El contexto europeo respalda este modelo. Se estima un gap de financiación inmobiliaria superior a 250.000 millones de euros hasta 2030 en Europa (LaSalle Investment Management, 2025), derivado de vencimientos masivos, reducción de ratios LTV bancarios y endurecimiento de requisitos de capital bajo el Reglamento CRR3. Los bonos verdes y sostenibles resultan particularmente interesantes: un vehículo que concentre su actividad en proyectos con certificación energética avanzada o que cumplan la Taxonomía Europea puede emitir bonos con etiqueta verde, accediendo a inversores con mandatos ESG y obteniendo potencialmente un precio más favorable. La formación de una base inversora familiarizada con el producto y la estandarización documental serán clave para consolidar estas fórmulas.

EVOLUCIÓN NORMATIVA

El marco jurídico español aplicable a la emisión de obligaciones ha experimentado una transformación sustancial en poco más de una década, eliminando progresivamente los obstáculos legales que convertían la renta fija en un instrumento reservado a las grandes sociedades cotizadas y fomentando la inversión por vehículos internacionales.

La Disposición Adicional Primera de la Ley 10/2014 extendió a todas las sociedades residentes en España o entidades públicas empresariales el régimen fiscal privilegiado que hasta entonces se reservaba exclusivamente a las emisiones de entidades de crédito, compañías cotizadas o fondos de titulización, equiparando de facto su tratamiento fiscal al de la deuda pública. Los requisitos para acceder a este régimen son objetivos y de cumplimiento sencillo: las obligaciones no deben otorgar derechos políticos (salvo en los supuestos excepcionales establecidos en las condiciones de emisión) ni derechos de suscripción preferente respecto de futuras emisiones, y deben estar admitidas a negociación en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación u otros mercados organizados. Además, se requiere el cumplimiento de determinadas obligaciones formales. Los rendimientos de la renta fija suscrita por inversores no residentes sin establecimiento permanente en España quedan, cumpliéndose los requisitos de información, exentos de tributación en España (incluyendo los percibidos por residentes en jurisdicciones no cooperativas).

La Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, constituye la segunda reforma de relevancia: se eliminó la prohibición de emisión de obligaciones por las sociedades de responsabilidad limitada, se suprimieron los límites cuantitativos para las sociedades anónimas no cotizadas (sin perjuicio del tímido avance del Real Decreto-Ley 4/2013, de 22 de febrero, que eliminó el límite cuantitativo para sociedades anónimas y comanditarias por acciones en determinados supuestos de emisión) y se configuró el sindicato de obligacionistas y el comisario como figura potestativa salvo cuando la legislación especial lo exija. Para las sociedades de responsabilidad limitada —forma jurídica dominante entre las SPVs inmobiliarias—, el artículo 401.2 LSC introdujo un límite cuantitativo vinculado a los recursos propios: el importe total de las emisiones de estas sociedades no puede superar el doble de la cifra de recursos propios, "salvo que la emisión esté garantizada con hipoteca, con prenda de valores, con garantía pública o con aval solidario de entidad de crédito". La excepción por garantía hipotecaria (suficiente con relación al importe de la emisión) elimina el límite, lo que permite a una sociedad de responsabilidad limitada inmobiliaria emitir obligaciones por cualquier importe siempre que la emisión esté garantizada con hipoteca sobre el activo.

La LMVSI simplificó los procedimientos de admisión a negociación de la renta fija, ampliando las competencias de BME en la verificación de los requisitos de admisión.

Desde el punto de vista societario, los requisitos y procedimientos de emisión son sencillos y no resultan más complicados que los habituales en una ampliación de capital. Asimismo, los mercados alternativos -como el MARF- permiten que los requisitos de admisión a negociación sean igualmente muy asequibles. En la práctica, estas emisiones de renta fija se estructuran habitualmente sin recurrir al régimen de oferta pública, lo que las exime del régimen de folletos establecido por el Reglamento (UE) 2017/1129, simplificando significativamente el proceso y reduciendo los costes asociados.

En definitiva, el marco normativo de emisión de renta fija por sociedades españolas es una herramienta accesible a emisores de tamaño pequeño y mediano. La infraestructura de mercado existe y funciona. Para los prestamistas alternativos y vehículos de deuda que operan en el sector inmobiliario español, la renta fija no es una aspiración de futuro: es una palanca disponible hoy, que permite diversificar las fuentes de pasivo, acceder a inversores institucionales y generar una infraestructura de mercado que, con el tiempo, contribuirá a reducir la excesiva dependencia del sistema bancario.

7. Conclusiones

La primera edición del observatorio deja varios mensajes principales sobre el estado y la trayectoria del mercado de financiación alternativa con colateral hipotecario en España:

- **En 2026, el mercado se espera que cierre 3.891 millones de euros en nuevas operaciones de financiación alternativa con colateral hipotecario**, y mantiene un crecimiento sostenido: el volumen de deuda ha crecido a un ritmo próximo al 33% anual entre 2023 y 2025 (+49% proyectado en 2026), y el equity en torno al 27% anual en el mismo periodo (+65% proyectado en 2026).

- **Este crecimiento viene impulsado por cinco impulsores de la demanda** que incrementan la necesidad de financiación alternativa: el déficit de vivienda, el crecimiento de la construcción industrializada, la emergencia de nuevas tipologías de activos como el build-to-rent o los data centers, las operaciones que la banca no puede atender por diseño regulatorio y la creciente concienciación de promotores y empresas sobre esta vía de financiación.

- **Esta demanda viene respondida por cuatro tendencias de la oferta:** un mayor volumen de financiación disponible, una reducción progresiva del coste de capital, una expansión del espectro de intervención hacia operaciones más próximas al estándar bancario, y una profesionalización acelerada que ha consolidado las ventajas diferenciales del sector.

- **No obstante, el recorrido de penetración de la financiación alternativa depende de algunos retos,** desde la reacción competitiva de la banca y la aversión cultural al endeudamiento, ya presentes hoy, hasta una eventual regulación del sector, la sobreprotección jurídica del financiado, el riesgo reputacional y la incertidumbre macroeconómica, todavía latentes.

La vocación del presente observatorio es convertirse en una herramienta de seguimiento periódico que permita observar la evolución del sector en próximas ediciones, contribuyendo a una mayor transparencia sobre un segmento llamado a desempeñar un papel cada vez más relevante en la financiación de promotores y empresas en España.

8. Metodología del observatorio

La ausencia de un informe de referencia consolidado sobre la financiación alternativa con colateral hipotecario en España ha condicionado el diseño metodológico del presente observatorio. Ante la limitada disponibilidad de series históricas homogéneas y públicas sobre este segmento del mercado, la investigación combina dos fuentes de información primaria con el análisis de fuentes secundarias, en un ejercicio que busca tanto cuantificar el mercado como interpretar su evolución y sus dinámicas.

La primera fuente primaria es de naturaleza cuantitativa y consiste en un cuestionario estructurado dirigido a operadores activos en la financiación alternativa con colateral hipotecario, contestado por 22 entidades, a través del cual se han recabado datos de volumen, condiciones de las operaciones e instrumentos utilizados. La segunda es de naturaleza cualitativa y se ha desarrollado mediante entrevistas en profundidad a actores representativos del ecosistema, cuyo objetivo ha sido enriquecer, contextualizar y en ocasiones matizar los resultados cuantitativos, aportando una lectura de mercado que los datos agregados no permiten por sí solos.

En el ámbito cualitativo, se ha entrevistado a la totalidad de los fondos que han participado en el cuestionario cuantitativo, lo que ha permitido contrastar y enriquecer sus respuestas con una lectura de primera mano. Este proceso se ha completado con entrevistas a otros actores del ecosistema, entre ellos entidades bancarias con actividad en financiación a la promoción, empresas del sector y asociaciones sectoriales, aportando perspectivas complementarias que han permitido contrastar una misma realidad de mercado desde distintos ángulos.

La confidencialidad de los datos aportados ha sido un criterio rector del diseño metodológico, y es la razón por la que este informe no identifica de forma individualizada a los operadores participantes en el cuestionario ni en el proceso de entrevistas. Los acuerdos de confidencialidad suscritos son bilaterales entre PwC y cada uno de los terceros participantes, sin que TQ Eurocredit, en su condición de patrocinador del observatorio y a la vez actor activo del propio mercado analizado, tenga acceso a la información individualizada aportada por los operadores. Los datos cuantitativos se presentan únicamente de forma agregada, mediante rangos y promedios, sin que en ningún caso puedan atribuirse a un operador concreto.

9. Firmantes

TQ Eurocredit



Antoni Quintana
CEO



Bernat Martínez
Managing Director



Miguel Ángel Cuenca
Responsable de Marketing



Nuria Cañigueral
Manager de Marketing y Relaciones Públicas



Mariona Trasserra
Marketing y comunicaciones

PwC



Miren Telleria
Socia responable de Real Estate en PwC España



Victor Valldosera
Manager



Adrián Moll de Alba
Asociado

Cuatrecasas



Manuel Follia
Socio



Ana Mª Gamazo
Socia



Javier Rodríguez
Socio



Carlos Lasarte
Socio



Julio Brasa
Socio



Javier Calle
Consejero



Guillermo Ruiz
Senior Associate



Victor Utges
Principal Associate

TQ EUROCREDIT

pwc

CUATRECASAS

Primera edición | 2026

© TQ Eurocredit, PwC y Cuatrecasas, 2026. Todos los derechos reservados.
La información contenida en este documento tiene carácter informativo y no sustituye el asesoramiento profesional.