



FACULTAD DE DERECHO

**PROJECT FINANCE**

CUESTIONES GENERALES Y PARTICULAR ANALISIS DE RIESGOS Y  
MEDIDAS PARA SU MINIMIZACIÓN

Autor: M<sup>a</sup> Dolores Cuadrado Sanz Diez de Ulzurrun

4º E-1

Derecho Mercantil

Tutor: Bruno Martín Baumeister

## RESUMEN

El presente trabajo tiene por objeto la figura del Project Finance recogiendo en primer lugar, una síntesis del concepto y características del mismo, para abordar, a continuación un particular examen de los riesgos derivados de este tipo de estructura de financiación y los medios específicos utilizados por las entidades financieras que participan en este tipo de estructuras para paliar todos estos riesgos. En este sentido se estudiarán concretamente tres; (i) *los contratos de cobertura*, haciendo hincapié en la reciente Resolución de la CNCM sobre conductas anticompetitivas en el mercado de derivados de cobertura de tipos de interés de préstamos concedidos en Project Finance; (ii) los contratos de garantía suscritos para asegurar al devolución del préstamo, profundizando en la *prenda sobre derechos futuros* y la polémica que generan en el mundo jurídico y (iii) los *step-in rights*.

Palabras clave: *Project Finance*, recurso limitado, riesgos, derivado extrabursátil, prenda sobre derechos de créditos futuros, *step-in rights*.

## ABSTRACT

This essay aims to adress the financing system known as *Project Finance*. To begin with a description of the concept and main characterisitics of this financing structure will have place. Then, an analysis of the risks associated with this type of financing system and the specific instruments used by financial entities in order to minimize their effects. In this line of thought, a further study on the following matters will be made; (i) *hedge contracts*, emphasizing the CNMC's recent resolution on the anticompetitive practices in the interest rate derivatives market in the area of *Project Finance*; (ii) the guarentee contracts signed to ensure the repayment of debt, focusing on the *pledge on future credit rights* and finally, (iii) the *step-in rights* clauses.

Key words: *Project Finance*, limited recourse, risks, derivatives, pledge on future credit rights, *step-in rights*.

**LISTADO DE ABREVIATURAS**

<i>Abreviatura</i>	<i>Correspondencia</i>
art. /arts.	artículo/artículos
BBVA	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
BOE	Boletín Oficial del Estado
CC	Código civil
CMOF	Contrato Marco de Operaciones Financieras
CNCM	Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia
coord.	Coordinador
DC	Dirección de Competencia
dir.	Director
EPC	<i>Engineering Procurement and Construction</i>
etc.	etcétera
ex.	en virtud de
Expte.	Expediente
FJ	Fundamento jurídico
ISDA	<i>International Swaps and Derivatives Association</i>
IVA	Impuesto sobre el valor añadido
LC	Ley Concursal

LCSP	Ley de Contratos del Sector Público
LH	Ley Hipotecaria
LHMyPSD	Ley de Hipoteca Mobiliaria y la prenda sin desplazamiento
LRJSP	Ley de Régimen Jurídico del Sector Público
LSC	Ley de Sociedades de Capital
nº/ núm.	Número
O&M	<i>Operation and Maintenance</i>
<i>op.cit.</i>	<i>opere citato</i> , en la obra citada
p.- pág./pp.	página/páginas
p.ej	por ejemplo
PIK	<i>Payment-In-Kind</i>
PPP	<i>Public-Private Partnership</i>
psd.	Prenda sin desplazamiento
RPA	Responsabilidad Patrimonial de la Administración
S JM	Sentencia del Juzgado de lo Mercantil
S.A	Sociedad Anónima
SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial
SPV	<i>Special Purpose Vehicle</i>
ss.	siguientes

STJUE	Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea
STS/ SSTS	Sentencia del Tribunal Supremo/ Sentencias del Tribunal Supremo
TFUE	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
TJUE	Tribunal de Justicia de la Unión Europea
TS	Tribunal Supremo
UE	Unión Europea
<i>vid.</i>	<i>vide, véase</i>

## ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>7</b>
<b>2. CONCEPTO DE PROJECT FINANCE</b> .....	<b>8</b>
<b>3. CARACTERÍSTICA PRINCIPAL DEL PROJECT FINANCE: EL “RECURSO LIMITADO”</b> .....	<b>8</b>
<b>4. TIPOS DE PROYECTOS</b> .....	<b>10</b>
<b>5. FASES Y RIESGOS DEL <i>PROJECT FINANCE</i></b> .....	<b>11</b>
5.1 FASE PRELIMINAR: PREVENCIÓN DE RIESGOS .....	11
5.2 FASE DE CONSTRUCCIÓN Y RIESGOS ASOCIADOS. ....	12
5.3 FASE DE OPERACIÓN Y RIESGOS ASOCIADOS. ....	13
5.4 RIESGOS SIN FASE ASOCIADA .....	15
<b>6. PARTES INTERVINIENTES</b> .....	<b>16</b>
<b>7. CONTRATOS</b> .....	<b>18</b>
7.1 CONTRATOS DEL PROYECTO.....	18
7.1.1 <i>Contrato de construcción (EPC)</i> .....	18
7.1.2 <i>Contrato de operación y mantenimiento (O&amp;M) o gestión</i> .....	20
7.1.3 <i>Contratos de terrenos</i> .....	21
7.1.4 <i>Contratos de suministro</i> .....	21
7.1.5 <i>Off-take agreements</i> .....	21
7.2 CONTRATOS DE FINANCIACIÓN .....	22
7.2.1 <i>Contrato de financiación senior</i> .....	22
7.2.2 <i>Contrato de financiación IVA</i> .....	24
7.2.3 <i>Contrato de cobertura</i> .....	24
7.2.4 <i>Derivados extrabursátiles vinculados a contratos de financiación</i> .....	25
7.3. CONTRATOS DE GARANTÍA: PRENDAS SOBRE DERECHOS DE CRÉDITOS FUTUROS. ....	36
7.3.1 <i>Proceso de aceptación de las prendas de créditos</i> .....	38
7.3.2 <i>Oponibilidad extraconcursal de las prendas sobre derechos de créditos futuros:</i> .....	39
7.3.3 <i>Oponibilidad concursal de las prendas sobre derechos de créditos futuros: La reforma del art. 90.1.6º. LC.</i> .....	47
7.4 STEP-IN RIGHTS: .....	61
<b>8. CONCLUSIONES:</b> .....	<b>62</b>

## 1. INTRODUCCIÓN

El *Project Finance* es una modalidad de financiación estructurada que responde a la característica específica de financiar proyectos de considerables dimensiones en los que los bancos financiadores tienen, en la mayoría de los casos, restringido el acceso a los *sponsors* o accionistas de la SPV a través de la que se desenvuelve el proyecto para asegurar la devolución de la financiación puesta a disposición del proyecto. De esta manera el repago de la financiación depende únicamente de los flujos de caja que genera la explotación del proyecto financiado.

En este trabajo mi objetivo es: 1. hacer una breve introducción de las características del *Project Finance*, 2. analizar los riesgos inherentes a esta modalidad específica de financiación y 3. exponer los mecanismos más recurrentes para intentar mitigarlos.

Para ello, en primer lugar, haré referencia a algunas cuestiones generales de los proyectos que suelen ser financiados mediante este tipo de estructuras incluyendo: los tipos de proyectos financiados, la relación existente entre las fases de los proyectos y los riesgos de los mismos y las partes intervinientes.

En segundo lugar, expondré los distintos contratos que será necesario suscribir en operaciones de *Project Finance*. En este contexto, incidiré en los contratos de cobertura y en las conductas anticompetitivas que pueden llegar a cometerse en este mercado según la Resolución de la CNMC del 13 de Febrero de 2018. Asimismo, voy a ahondar en las prendas sobre derechos de créditos futuros como medio de garantía de la financiación de un *Project Finance* y más concretamente, en la controversia existente sobre su oponibilidad extra concursal y concursal. Con respecto a la resistencia concursal de la prenda sobre derechos de créditos futuros, voy a analizar la reforma del art. 90.1.6º operada en 2015 mediante la Ley 40/2015, del 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, comparándola con la redacción anterior de este artículo. Por último, explicaré las dos fórmulas de control muy recurrentes : 1. los acuerdos directos, 2. los *step-in rights*.

Los motivos por los que profundizo en estos tres aspectos son; en primer lugar, la polémica que generan en el ámbito jurídico, y en segundo lugar, las consecuencias que pueden traer para el desarrollo y evolución de esta forma concreta de financiación. Esto se debe a que según el criterio que se adopte en relación con estas garantías y mecanismos de control, las entidades financieras se mostrarán más afines o más reacias a participar en estas estructuras, al depender de ellas el aseguramiento de la recuperación del dinero prestado.

Para hacer todo esto, me baso principalmente en artículos de revista y libros de figuras doctrinales expertas en la materia. También he recurrido a jurisprudencia, en su mayoría del TS, y a leyes materiales como el CC, la LC, la LRJSP, y por último a la doctrina administrativa de la CNCM que encontramos en su Resolución del 13 de Febrero de 2018.

## **2. CONCEPTO DE PROJECT FINANCE**

El *Project Finance* es una modalidad de financiación utilizada a nivel nacional e internacional para la construcción y operación de proyectos de inversión desarrollados mediante la constitución de una SPV (*Special Purpose Vehicle*). Existen una gran variedad de proyectos que pueden ser financiados por un Project Finance, sin embargo los que más se adecuan a su estructura son aquellos que producen rendimientos pronosticables. La casuística de los proyectos financiados mediante un *Project Finance* es amplia y variada siendo necesario que su estructura se adapte a las diferentes fases, características y duración del proyecto concreto.<sup>23</sup>

## **3. CARACTERÍSTICA PRINCIPAL DEL PROJECT FINANCE: EL “RECURSO LIMITADO”**

Una de las características más significativas del *Project Finance* es que la financiación del proyecto se amortiza únicamente con los flujos de caja (*cash flow*) que el propio proyecto genera. Es decir, son proyectos autofinanciados. En principio, los bancos tienen restringido el acceso al patrimonio de los accionistas, no obstante hay situaciones concretas en las que, según la fase del proyecto, sí que les podrán pedir

---

<sup>23</sup> Carnero Prieto, D., “Project Finance”, en Saavedra Ortiz, J.J y Serrano Acitores, A. (ed.), *Operaciones*

garantías. Como consecuencia del “recurso limitado” a los flujos de caja del proyecto, existirá un riesgo muy alto de que los bancos financiadores no puedan recuperar la financiación. Por ello, solicitarán a la SPV la constitución de garantías, la suscripción de contratos de seguro y la disposición de información y medios que les permitan controlar e intervenir en el proyecto.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> *Ibidem*, p. 83.

#### 4. TIPOS DE PROYECTOS

En general, los proyectos financiados por un *Project Finance* están orientados a la prestación de servicios, construcciones o explotación de recursos de utilidad pública. En función del sector, el proyecto será más atractivo para promotores de iniciativa pública o para promotores de iniciativa privada. Estos son alguno de los proyectos más comunes en *Project Finance* y los promotores interesados en cada sector:<sup>3</sup>

Sector	Promotores
Carreteras/autopistas	Iniciativa pública
Agua	Iniciativa pública
Energía	Iniciativa pública/Iniciativa privada
Hospitales	Iniciativa pública
Gas y petróleo	Iniciativa privada
Minería	Iniciativa privada
Satélites/telecomunicaciones	Iniciativa privada

<sup>3</sup> Dewar, J., “Project Participants and Structures”, en Dewar, J. (ed.), *International Project Finance: Law and Practice*, Oxford University Press, Nueva York, 2011, pp. 22-23.

## 5. FASES Y RIESGOS DEL *PROJECT FINANCE*

Los riesgos de un *Project Finance* varían según la fase del proyecto en la que nos encontremos.<sup>4</sup>

### 5.1 Fase preliminar: *Prevención de riesgos*

Se trata de la fase preparatoria de la construcción, operación y financiación del proyecto en la que se van a asentar los pilares básicos de viabilidad y se tomarán las medidas necesarias para minimizar los potenciales riesgos.

En primer lugar se constituirá la *Project Co* o sociedad vehículo propietaria del proyecto. Después, se fijará el *caso base*<sup>5</sup> que incluirá las perspectivas de generación de flujos de caja, vitales para el análisis de la factibilidad técnica y financiera del proyecto. Los desarreglos en los flujos de caja, pueden afectar la capacidad de la SPV de devolver las cantidades prestadas, y con ello provocar el incumplimiento de los ratios financieros de amortización pactados en el contrato de financiación. Esto conducirá a la amortización parcial del préstamo e incluso al posible vencimiento anticipado del contrato de financiación.

Se llevarán a cabo las *due diligencie*<sup>6</sup> técnicas legales y de seguros, necesarias para determinar la situación económica y financiera de la SPV y de los demás intervinientes del proyecto, las condiciones en las que este se va a desarrollar y los peligros que puedan existir en cada fase.

---

<sup>4</sup> Todo el apartado de “*fases y riesgos*” está basado en: Carnero Prieto, D., “*Project Finance*”, *op. cit.*, pp. 86-97.

<sup>5</sup> Para más información *vid.* García López, M: J., López Quero, M., Avilés Palacios, V., “La articulación de un *Project Finance* como instrumento de financiación de parques eólicos. un caso práctico”, en Pindado García, J., y Payne G. (Coords.), *Estableciendo puentes en una economía global*, Vol. 2, 2008 (disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2740041>; última consulta el 16/04/2018); López Alonso, L.J., *Project Finance: financiación de una autovía en el norte de España*, GARVÍA VEGA, L. (dir.), TFM presentado en la Universidad Pontificia de Comillas, Madrid, 2015 pp. 27-30 (disponible en <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/6407/TFM000207.pdf?sequence=1>, última consulta 16/04/2018)

<sup>6</sup> *Vid.* Carnero Prieto, D., “*Project Finance*”, *op. cit.*, p. 97.

También será un periodo de negociación contractual. No es poco común que los bancos financiadores tengan acceso a los contratos suscritos por la SPV con terceros, pudiendo además exigir que se incluyan o se eliminen condiciones que puedan beneficiar o perjudicar su financiabilidad.

Asimismo se suscribirán los contratos de financiación, salvo que los propietarios dispongan de financiación ajena a corto plazo recursos propios suficientes para empezar la fase de construcción sin la necesidad de recurrir al *Project Finance*, en cuyo caso se suscribirán en fases más avanzadas.

### ***5.2 Fase de Construcción y riesgos asociados.***

Es la fase más arriesgada del *Project Finance* ya que los bancos comienzan a poner a disposición de la SPV las cantidades pactadas bajo el contrato de financiación cuando el proyecto no genera aún flujos de caja que aseguren la devolución del préstamo. La estructura de financiación deberá adaptarse a esta circunstancia.

Las disposiciones no comenzarán hasta que los bancos comprueben la tenencia y suscripción de licencias, concesiones y contratos necesarios para que empiece la fase de la construcción. Además deberán ajustarse al momento y al importe de los pagos que deba satisfacer la SPV a los distintos sujetos que intervengan en el proyecto durante esta etapa (contratista o proveedores).

La construcción del proyecto puede desempeñarla la SPV, o un tercero o contratista al que la SPV le haga tal encargo, y a quién posteriormente comprará el producto final construido. Esta cuestión tendrá una importancia capital en la constitución de garantías, ya que en función de quien sea el propietario de la construcción podremos toparnos la prohibición legal de *asistencia financiera*.

Las contingencias más habituales de esta fase son aquellas relacionadas con la ingeniería y el diseño defectuoso, el suministro de materiales, daños personales y materiales y, atrasos en los plazos de construcción. Como es lógico, los bancos acreedores exigirán que estos riesgos estén cubiertos. Pues bien será el contratista, como responsable de la construcción del proyecto, el encargado de contratar los seguros de

cobertura que correspondan, así como el responsable del acaecimiento de las contingencias que no estuvieran cubiertas por una póliza. Es decir, los riesgos de esta fase serán asumidos por el contratista hasta el momento en el que la construcción esté acabada y el propietario manifieste la aceptación, aunque no sea definitiva, de la obra.

Para reforzar su posición, las entidades financieras solicitarán la constitución de garantías que les den la posibilidad de recuperar el préstamo en caso de incumplimiento del contrato de financiación. Es habitual que en esta fase se pidan garantías a los accionistas de la SPV, que serán eficaces hasta el comienzo de la fase de operación. Lo que resulta ciertamente contradictorio con el espíritu de un *Project Finance*, basado en el “*recurso limitado*” a los flujos de caja del proyecto.

Otra consecuencia del alto riesgo de esta fase será la fijación de intereses más altos que los de la fase de operación.

### **5.3 Fase de Operación y riesgos asociados.**

Para que comience la fase de operación, el propietario debe manifestar su conformidad con el producto resultante de la construcción. Para ello, se desempeñarán pruebas de calidad que determinarán si las obras están en condiciones de ser aceptadas. Si se superan las pruebas de calidad, se producirá la “*aceptación provisional de las obras*”, y con ello el traspaso de la responsabilidad del proyecto del contratista al propietario.

Desde el punto de vista financiero, los bancos querrán comprobar la idoneidad del proyecto para generar los flujos que satisfagan el pago de los intereses y la devolución del principal dispuesto bajo el *Project Finance*. También querrán cerciorarse de que la construcción del proyecto se ha desarrollado y finalizado eficazmente. Para ello, sus asesores técnicos y legales estudiarán la suscripción y entrada en vigor de los *off-take agreements*, la obtención de las licencias y concesiones indispensables para la explotación del proyecto, y la superación de las pruebas establecidas en el contrato de construcción. Esto dará lugar al “*hito de puesta en marcha financiero*”, que marca el fin de la fase de construcción, lo que conlleva el cese de las disposiciones y el comienzo de la amortización del principal y abono de intereses. La amortización se estructurará de

forma que, antes de que finalice la “*vida útil*” del proyecto, se haya repagado la totalidad del préstamo.

El comienzo de la fase de operación supondrá una reducción sustancial del nivel de riesgo, ya que se empiezan a generar flujos de caja que permiten asegurar su sostenibilidad y el repago de la financiación. La consecuencia natural de esta situación será la reducción de los tipos de interés. Por el mismo motivo, dejarán de ser eficaces las garantías aportadas por los *sponsors*. Se producirán los riesgos derivados de su puesta en marcha como por ejemplo, daños en los materiales de proyecto, riesgos comerciales, de responsabilidad civil, etc. Para evitar que se produzca algún deterioro como consecuencia de una mala gestión, el propietario (a no ser que sea un profesional especialista en la materia) deberá contratar a un gestor especializado mediante el correspondiente contrato de operación y suministro.

Al igual que en la fase de construcción, las entidades financieras solicitarán la contratación de pólizas de seguro, siendo esta vez el propietario el encargado de hacerlo además de quien deberá asumir los riesgos no cubiertos por la póliza.

El nivel de riesgo de la operatividad del proyecto varía según sus características. Por ejemplo, en los proyectos de iniciativa pública hay menos posibilidades de que no se generen los flujos de caja suficientes para amortizar la financiación. Esto se debe a que la rentabilidad de este tipo de proyectos depende del cumplimiento de pago de cuotas que debe satisfacer la administración pública por haber encargado la gestión del proyecto a un operador privado. Evidentemente las previsiones de flujos de caja basadas en el cumplimiento de esta obligación, tienen una alta probabilidad de cumplirse ya que depende del cumplimiento de una obligación de la administración. Sin embargo, un proyecto de construcción de autopistas de peaje dependerá exclusivamente de que los usuarios pasen por la autopista y paguen el precio correspondiente. Una variable mucho más difícil de controlar, y que por tanto genera mucha más incertidumbre sobre los flujos de caja.

#### **5.4 Riesgos sin fase asociada**

Un proyecto financiado mediante un *Project Finance*, puede verse afectado por variables que no están específicamente relacionadas con una fase concreta del proyecto, sino por el contexto político, económico y jurídico en el que se desarrolle.

Dependiendo del contexto, surgirán distintos riesgos de carácter administrativo y medioambiental (relacionados con la obtención de licencias y permisos), expropiatorio, regulatorio, etc. Un ejemplo de riesgo regulatorio es la modificación de las tarifas energéticas que son determinantes para la fijación del caso base <sup>7</sup> (que es esencial para conocer la viabilidad del proyecto). De todas maneras, la mayor parte de los sistemas jurídicos occidentales establecen regímenes de irretroactividad que previenen la discrecionalidad de la administración<sup>8</sup> en la toma de decisiones de estas características.

Falta hablar de los riesgos financieros y los riesgos por incumplimientos contractuales. Los riesgos financieros del proyecto son los relacionados con las fluctuaciones de la inflación, el tipo de interés o el tipo de cambio de moneda y suelen estar cubiertos por contratos de cobertura. Como sabemos el *Project Finance* es un modelo de financiación especialmente sensible a la variabilidad del mercado, ya que son procesos largos en los que transcurre un largo periodo de tiempo desde que se pactan las condiciones económicas de la financiación en la fase previa, hasta que se produce el pago de intereses y el pago de la financiación. Durante todo este tiempo pueden darse condiciones en el mercado que hagan que suba o baje el tipo de interés, perjudicando la capacidad de devolución del préstamo de los prestatarios y las perspectivas de obtención de beneficios de los prestamistas.

---

<sup>7</sup> Carnero Prieto, D., “Project Finance”, *op. cit.*, p. 88, cita como ejemplo “la inseguridad jurídica que se ha producido en el tratamiento en España de las tarifas fotovoltaicas bonificadas bajo el Real Decreto 661/2007 de 25 de mayo que regula la producción de energía eléctrica en régimen especial, y en particular la limitación de producción retribuida a la tarifa especial por horas de radiación solar establecidas en el Real Decreto-Ley 14/2010.”

<sup>8</sup> Manrique Navas, A. y Velázquez Prado, I., “Financiación de proyectos”, Sols Rodríguez-Candela. A. (ed. lit.), Fernández Fernández, I. (ed. lit.) y Romero Yacobi, F.J (ed. lit.), *La gestión integral de proyectos*, Universidad Pontificia Comillas, Madrid, 2013, pp. 170-171.

Con respecto a los riesgos por incumplimientos contractuales, para prevenirlos será necesario estudiar la calidad de los deudores comprometidos en el proyecto, además de solicitar garantías financieras a primer requerimiento.

## 6. PARTES INTERVINIENTES

Otros de los rasgos definitorios del *Project Finance* es la pluralidad de partes intervinientes en el proyecto. Cada una tendrá su papel e inquietudes particulares<sup>9</sup>:

(i) *Inversores (sponsors)*.- Son los accionistas que constituyen la *Project Co* y que aportan los fondos propios que se necesitan para la puesta en marcha del proyecto. Suelen ser personas jurídicas de diferentes características especializadas en diferentes actividades empresariales. Así por ejemplo, podemos encontrar desde inversores de tipo industrial como sociedades de ingeniería o construcción hasta inversores de tipo financiero como fondos de inversión. El proyecto puede ser propiedad de un único inversor, o de un grupo de inversores que han acordado su explotación conjunta mediante un contrato de *joint venture*<sup>10</sup>.

Asimismo, existe la posibilidad de que el proyecto no sea de iniciativa privada, sino que se trate de un *PPP (Public-Private Partnership)* de iniciativa pública. A grandes rasgos, en estos proyectos la administración pública encarga a través de una licitación o concesión pública, la construcción y gestión de un proyecto a una sociedad privada. A cambio satisface a la sociedad privada el pago de determinadas cuotas que serán pactadas en el contrato de concesión. Por supuesto para que la sociedad gestora pueda llevar a cabo esta actividad, la administración deberá conceder las licencias que sean necesarias para tal fin.

(ii) *Project Co.*- Se trata de la sociedad propietaria del proyecto, constituida para su gestión como una SPV. Los inversores constituyen una sociedad carcasa *ad*

---

<sup>9</sup> Todo el apartado "*Partes Intervinientes*" está basado en: Carnero Prieto, D., "Project Finance", *op. cit.*, pp. 84-86.

<sup>10</sup> Manrique Navas, A. y Velázquez Prado, I., "Financiación de proyectos", Sols Rodríguez-Candela. A. (ed. lit.), Fernández Fernández, I. (ed. lit.) y Romero Yacobi, F.J (ed. lit.), *La gestión integral de proyectos*, Universidad Pontificia Comillas, Madrid, 2013, p. 177.

*hoc*, con el capital social mínimo legalmente permitido y cuyo objeto social será el de desarrollar y suscribir la batería de contratos implicados en el proyecto.

(iii) *Contratista*.- Es el encargado de la construcción del proyecto, con el que se firma el contrato de construcción. Dependiendo de cómo se estructure el proyecto, el contratista puede asumir la construcción para luego vender el producto final a la *Project Co* o puede simplemente llevar a cabo una tarea de asesoramiento y planificación de la construcción.

(iv) *Operadora del proyecto*.- sociedad con la que se suscribe el contrato de operación y mantenimiento, especializada en la explotación y desarrollo del sector del proyecto. Será la encargada de la gestión y el mantenimiento del proyecto.

(v) *Sindicato bancario*.- Son los proveedores de la mayor parte de la financiación del proyecto. Los *Project Finance* son proyectos de gran apalancamiento en los que el porcentaje de fondos propios aportados por los propietarios del proyecto es mínimo en comparación con la financiación externa. Normalmente la financiación no es otorgada por un solo banco, sino por una asociación de bancos. Esto responde principalmente a dos motivos: (1) las entidades financieras no disponen de los suficientes medios como para financiar proyectos de tan elevado coste y envergadura, por lo cual necesitan asociarse con otras entidades para reunir los fondos que requiere el proyecto (2) que aun disponiendo de los fondos necesarios, los bancos no quieren asumir todo el riesgo de la financiación.

(vi) *Proveedores o subcontratistas*.- Terceros con los que se contrata el suministro de las provisiones que se necesitan en las distintas fases del proyecto.

(vii) *Off-takers*.- Son los adquirentes o destinatarios del producto o servicio prestado por el proyecto. En consecuencia, son la parte de la que depende la generación del *cash-flow* sobre el que se sustenta el *Project Finance*. Por ejemplo, pueden ser los usuarios de una autopista de peaje o la administración pública en un proyecto PPP.

(viii) *Entidades aseguradoras.*- Son entidades con las que se suscriben las pólizas de seguros que cubrirán todos los riesgos mencionados anteriormente. Como hemos mencionado antes, el papel de las aseguradoras es esencial ya que los bancos financiadores exigirán al propietario o contratista (según la fase) la cobertura de aquellos riesgos de los que depende la rentabilidad del proyecto, consiguiendo así mayores garantías del repago de la financiación.

(ix) *Asesores legales, técnicos y de seguros.* -: realizan las *due diligence*.

## 7. CONTRATOS

Los contratos suscritos en el *Project Finance* deben constituir un entramado armonizado, de manera que la configuración de cada uno de ellos esté en consonancia con el resto de contratos y con los intereses de las partes.<sup>11</sup>

### 7.1 *Contratos del proyecto*

Son los contratos que será necesario suscribir para posibilitar la construcción y operación del proyecto<sup>12</sup>

#### 7.1.1 *Contrato de construcción (EPC)*

Existen tiene dos modalidades; en la primera, los promotores encargan a un contratista su construcción a cambio de una remuneración, para más tarde adquirir la propiedad de la obra. El contratista tendrá la obligación de entregar a los propietarios de la *Project Co* una obra terminada y lista para que el proyecto entre en fase de operación, debiendo cumplir con la normativa aplicable en el proceso de construcción, incluso cuando se produzcan cambios sobrevenido de la misma.

Este tipo de contratos se pactan a precio y plazo cerrado ya que la fecha de entrega y las cantidades a pagar tendrán un gran impacto en el caso base. El pago del precio se

---

<sup>11</sup> Carnero Prieto, D., “Project Finance”, *op. cit.*, p. 98.

<sup>12</sup> Todo el punto 7.1 está basado en la estructura expuesta en: Carnero Prieto “Project Finance”, *op. cit.*, pp. 98-104.

configura en función de un “*calendario de construcción*” en el que se señalarán ciertos acontecimientos relevantes en el proceso de construcción que supondrán el pago de las cantidades acordadas. El propietario del proyecto adquiere el derecho de propiedad sobre cada parte del proyecto según vaya satisfaciendo los pagos (si bien puede pactarse que adquisición de la propiedad de la totalidad del proyecto se produzca con la aceptación provisional).

No será poco habitual la incorporación en estos contratos de “*cláusulas penales*” establecidas para los supuestos de incumplimiento del “*calendario de construcción*” del proyecto. Esto será así, salvo circunstancias excepcionales que hayan sido previstas en el contrato, como por ejemplo un cambio en la normativa aplicable que requiera un ajuste de precio o un caso fortuito que implique la ampliación del plazo. Las cláusulas penales obligan al contratista a pagar una indemnización por los perjuicios que haya podido causar este retraso en el proyecto, ya que suponen la demora en la generación de flujos de caja. Estos atrasos pueden afectar al caso base de forma permanente como consecuencia de la pérdida de rendimientos que imposibilitarán el repago de la deuda. Un ejemplo de situaciones que pueden generar este problema es la prohibición de aplicar tarifas muy ventajosas, que se vuelven inaccesibles como consecuencia de estos retrasos o la aplicación de sanciones por parte de la administración.

Una vez terminada la construcción, debe producirse su “*aceptación provisional*”. Para ello, el proyecto debe superar a una serie de pruebas conocidas como “*pruebas de funcionamiento*” que certifiquen el correcto desempeño de la construcción. En este proceso el contratista suele constituir un “*aval de cumplimiento*” que asegurará el cumplimiento de las obligaciones pecuniarias que tenga durante la construcción. Tras la aceptación provisional se abrirá un “*periodo de garantía*” en el que el contratista responderá personalmente de determinadas cuestiones relacionadas con el desempeño de su actividad como por ejemplo, la aparición de defectos en la construcción. En este momento, se constituye un “*aval de garantía*” en sustitución del “*aval de cumplimiento*” que asegura el cumplimiento de las obligaciones del contratista en el “*periodo de garantía*”. Terminado el “*periodo de garantía*”, tendrá lugar “*la aceptación definitiva de la obra*”. La segunda modalidad de este tipo de contratos es aquella en la

que el contratista simplemente presta asistencia y asesoramiento a la sociedad vehículo para la planificación y el desarrollo de la construcción.

### **7.1.2 Contrato de operación y mantenimiento (O&M) o gestión**

Son los contratos firmados con el operador que llevará a cabo la gestión, operación y mantenimiento. Estos contratos no se suscriben en todos los proyectos ya que a veces el propietario está cualificado para llevar a cabo la operación y gestión del proyecto por sí mismo. En estos casos el propietario, en todo caso, suscribirá un contrato de prestación de los servicios que sean necesarios para desarrollar el proyecto. Las actividades que el operador se compromete a realizar y la forma de ejecutarlas, dependerán mucho del tipo de proyecto a desarrollar.

En lo que se refiere al precio, normalmente se pacta una cantidad estable que se satisface periódicamente y que remunera la realización de actividades rutinarias; y otra no fija que remunera la obtención de rendimientos por encima de determinados valores<sup>13</sup>, la realización de actuaciones extraordinarias o aquellas que impliquen un coste mayor para el operador en función del uso que se haga del proyecto. En cuanto al plazo de vigencia del contrato debe tenerse en cuenta que dependerá en gran medida del sistema de pago establecido. Así por ejemplo, el sistema de precio abierto sería un incentivo para que el plazo de vigencia fuera más largo, mientras que los sistemas de precio cerrado supondrán plazos de vigencia más cortos, ya que los operadores no querrán involucrarse en contratos con un precio inamovible durante periodos muy largos. En estos contratos tendrán especial trascendencia la existencia de sistemas de vigilancia que permitan comprobar el desempeño adecuado de las obligaciones del operador. Por último, cabe señalar que el operador tiene la obligación de contratar pólizas de seguro que cubran los riesgos asociados a su actividad, a pesar de que la responsabilidad frente a terceros recaiga sobre el propietario.

---

<sup>13</sup> Según Carnero Prieto, D. en “Project Finance”, *op. cit.*, p.101: estas remuneraciones solo se darán “en aquellos proyectos en los que la productividad pueda medirse (p.ej. en plantas de generación de energía) mediante sistemas de bonificaciones/penalizaciones dependiendo de la superación (o no) de determinados umbrales de producción acordados”.

### ***7.1.3 Contratos de terrenos***

También habrá que suscribir los contratos relacionados con los terrenos en los que se vaya a desarrollar el proyecto. Lo habitual es que se firmen contratos de arrendamiento, la cesión de derechos de uso del solar, la constitución de derechos de superficie o la obtención de concesiones administrativas. Es decir, no se suelen firmar contratos de adquisición de la propiedad del suelo. Lo que sí que es importante tener en cuenta es, que cualquiera que sea la forma que se utilice para obtener el derecho de uso del terreno, debe permitir la utilización del terreno durante todo el tiempo que la explotación del proyecto lo requiera. También será esencial la fijación de precios constantes que no modifiquen las previsiones de gastos y en ocasiones, constituir servidumbres de paso que permitan la entrada y salida del proyecto a las zonas limítrofes como sucede en las construcciones eléctricas o de traspaso de aguas que deben instalarse por diferentes áreas.

### ***7.1.4 Contratos de suministro***

La cuestión más relevante en este tipo de contratos es, al igual que en los contratos anteriores, la fijación de un precio constante que no modifique las previsiones de gastos y tener certeza de que se seguirán suministrando aquellas provisiones que sean esenciales para el proyecto durante el tiempo que sea necesario.

### ***7.1.5 Off-take agreements***

Son contratos suscritos con terceros para la adquisición del producto que genere el proyecto. Generan los flujos de caja que harán posible la supervivencia del proyecto y la recuperación del préstamo. Es por esto que tanto los bancos como los accionistas intentarán asegurar a toda costa la obtención de estos rendimientos. Sin embargo hay proyectos en los que esta tarea resulta más complicada que en otros. Por ejemplo, en un PPP en el que la explotación del proyecto está remunerada por la administración pública, los flujos de caja serán más predecibles que en un proyecto de construcción de autopistas de peaje en el que los flujos de caja depende del uso que los usuarios hagan libremente de las instalaciones construidas. Por último, cabe señalar que los riesgos existentes en estos contratos, las diferentes políticas de remuneración de la explotación

del proyecto y los individuos que pagan el producto final de la explotación, variarán según el caso concreto.

## **7.2 Contratos de financiación**

### **7.2.1 Contrato de financiación senior**

La financiación *senior*<sup>14</sup> es un tramo con rango superior a otros que se puedan haber suscrito por otros conceptos, como p.ej. tramos de financiación del IVA, préstamos participativos, financiación *mezzanine* etc.

El contrato de financiación deberá ajustarse a las fases del proyecto. En fase de construcción, al ser una fase más arriesgada, el contrato de financiación preverá las puestas a disposición con tipos de interés más altos que los de la fase de operación. Normalmente se pactan intereses de tipo PIK<sup>15</sup>, que elevarán el coste financiero y dan tiempo a los deudores para poder hacer frente al pago de los mismos.

Asimismo, se establece el “*hito financiero de puesta en marcha*”, que indica la transición de la fase de construcción a la fase de operación. El “*hito de puesta en marcha*” se cumplirá cuando los bancos confirmen que la SPV es capaz de devolver el principal, comprobando la suscripción y entrada en vigor de los *off-take agreements*, la adecuada finalización de la construcción, la obtención de las licencias y concesiones indispensables para la explotación del proyecto, y la superación de las “*pruebas de funcionamiento*”. En la fase de operación se programará el cese de las disposiciones, su amortización y el abono del coste financiero.

Para que comiencen las disposiciones será necesario que los asesores técnicos, legales, y de seguros del banco certifiquen la constitución de los contratos del proyecto y la obtención de las autorizaciones administrativas que correspondan. También se exigirán con cada disposición, los comprobantes de las actividades que

---

<sup>14</sup> Todo lo relativo a los contratos de financiación *senior* se basa en: Carnero Prieto, D., “Project Finance”, *op. cit.*, pp. 104-108.

<sup>15</sup> *vid.* Carnero Prieto, D., “Project Finance”, *op. cit.*, p. 94: “*Son intereses devengados que en vez de pagarse se capitalizan junto con el principal, devengando a su vez más intereses que comienzan a ser pagaderos al finalizar un determinado periodo, o si la financiación se amortiza en un único pago a su vencimiento, en dicho momento. Éstas fórmulas permiten a los bancos habilitar periodos de carencia a cambio de una mayor retribución por los intereses devengados durante dicho periodo*”.

vayan a costearse con cada una de las cantidades dispuestas (además de las condiciones exigibles en cualquier financiación).

En lo que se refiere a las manifestaciones y garantías, además de las manifestaciones convencionales, los contratos de financiación del *Project Finance* recogerán otras especiales como por ejemplo manifestaciones sobre la tenencia de las autorizaciones administrativas pertinentes o sobre la perfección y cumplimiento de los contratos del proyecto.

El prestatario del *Project Finance* tendrá que cumplir con una serie de obligaciones específicas que cumplen la función de otorgar al banco control sobre el proyecto y garantizar su sostenibilidad, además de las obligaciones estándar de cualquier contrato de financiación. Les serán impuestas las siguientes obligaciones:

- a) informar del estado del proyecto, las circunstancias económicas y financieras de la SPV y de los incidentes que se produzcan en relación con los contrato del proyecto,
- b) cumplir y no modificar ninguna de las cláusulas de los contratos de proyecto, las licencias o los seguros b) respetar ratios financieros.

El contrato de financiación preverá la creación de una *cuenta única* a la que vayan a parar los flujos de caja y desde la que se efectuarán todos los pagos que deban realizarse según un orden preestablecido (desde el abono de intereses hasta pagos a terceros). Hechos todos los pagos, se deposita el remanente en una *cuenta general* que se utilizará para repartir dividendos a los socios siempre que se den las condiciones dispuestas en el contrato de financiación. Podrán también abrirse cuentas especiales por otros conceptos como la financiación del IVA o la recepción indemnizaciones. Todas estas cuentas estarán por lo general constituidas en prenda. El objetivo que persigue el banco con la estructuración de cuentas será controlar las salidas y entradas de dinero en la SPV.

Asimismo se establecerán ciertas situaciones, normalmente relacionadas con la percepción de ingresos extraordinarios como indemnizaciones o subvenciones de cualquier tipo, en las que se deberá inevitablemente amortizar la financiación (total o parcialmente). En casos de incumplimiento de ratios financieros, podrá preverse la

creación de una *cuenta de reserva* a la que vayan a parar los remanentes que correspondían a los socios para llevar a cabo la amortización que restablezca los ratios financieros. El vencimiento anticipado del contrato de financiación se producirá en aquellos casos en los que el proyecto no siga siendo viable o cuando se produzcan incumplimientos de contrato.

### **7.2.2 Contrato de financiación IVA**

Prevén la financiación de los abonos de IVA que se deban hacer por las actividades desarrolladas bajo el contrato de construcción. Las condiciones de la financiación del IVA, en general son las mismas que las de la financiación del principal, salvo en lo que respecta a la amortización. Dado que la amortización de esta financiación se realiza a través de las devoluciones del IVA que realice la Agencia Tributaria, no se seguirá el calendario de amortizaciones del principal, sino el de las devoluciones de IVA. Normalmente el banco tendrá a su favor una prenda tanto sobre las devoluciones del IVA, como sobre la cuenta en la que estas se hayan depositado.<sup>16</sup>

### **7.2.3 Contrato de cobertura**

El sindicato bancario que concede la financiación bajo el *Project Finance* solicitará a la SPV la contratación de instrumentos financieros que cubran las posibles fluctuaciones de los intereses de la financiación sobre un porcentaje del principal. Lo que se busca con esta cobertura es evitar que las variaciones de los tipos de interés perjudiquen la capacidad de repago del préstamo y frustren el proyecto. Las partes serán la SVP y una entidad financiera (que puede ser una de las que forman parte del sindicato bancario que financia el proyecto o una entidad externa). A cambio del servicio de cobertura prestado por la entidad bancaria, la SPV deberá pagar una “prima”<sup>17</sup>. Su

---

<sup>16</sup> *Ibidem*, p. 108

<sup>17</sup> Resolución de la CNCM de 13 de febrero de 2018 (Expte. S/DC/0579/16 DERIVADOS FINANCIEROS), pp. 17-18.

configuración se realiza mediante una serie de contratos marco, el CMOF (cuando las partes son españolas) el ISDA, si la operación es internacional.<sup>18</sup>

#### **7.2.4 Derivados extrabursátiles vinculados a contratos de financiación**

Los instrumentos financieros utilizados con este fin son, normalmente, derivados financieros. Los derivados financieros son activos financieros que se valoran en función de un producto subyacente, que en este caso serían los tipos de interés.<sup>19</sup>

A continuación, vamos a analizar la reciente resolución de la CNMC<sup>20</sup> sobre de prácticas anticompetitivas en el mercado de los derivados de cobertura de tipos de interés de préstamos concedidos en *Project Finance*. En el caso sobre el que se pronuncia esta resolución, se utilizaron dos tipos de derivados de tipo de interés; los *collars* y los *swaps*. Para entender lo que se va a explicar a continuación es importante manejar estos conceptos básicos:

Los *collars* son derivados en los que se establecen un *cap* o tipo de interés máximo y un *floor* o tipo de interés mínimo. El *cap* protege a la SPV de las subidas inesperadas del tipo de interés y el *floor* a los bancos, ante las bajadas inesperadas de los tipos de interés. Si el tipo de interés referencial (Euribor a 6 meses) que se fija en el contrato de cobertura, sube por encima del *tipo cap*, la entidad financiera deberá pagar al cliente la diferencia entre los dos tipos de interés por el porcentaje sobre el principal. El *floor* funciona de manera adversa. Si el tipo de interés de referencia cae por debajo del *tipo floor*, el cliente paga al banco la diferencia.

Los *swaps* son productos en los que se fijan tipos de interés fijo y tipos de interés variable. El adquirente del *swap* se obliga a abonar a la entidad financiera que proporciona el producto, el tipo de interés variable (p.ej Euribor a 6 meses) y a cambio, la entidad financiera paga al comprador el tipo de interés fijo, ambos multiplicados por el porcentaje sobre el principal que se haya pactado. Las liquidaciones del *swap*

---

<sup>18</sup>Carnero Prieto, D., “Project Finance”, *op. cit.*, pp. 108 y 109.

<sup>19</sup> Resolución de la CNMC de 13 de febrero de 2018 (Expte. S/DC/0579/16 DERIVADOS FINANCIEROS), p.17

<sup>20</sup> Todo lo explicado en el punto 7.2.4 se basa en Resolución de la CNMC de 13 de febrero de 2018 (Expte. S/DC/0579/16 DERIVADOS FINANCIEROS), pp.18-26.

dependerán de cómo este situado un tipo de interés respecto al otro en cada momento. Es decir, si el tipo variable a 6 meses está por debajo del tipo fijo, el adquirente debe pagar al banco la diferencia. Si el tipo fijo coincide con el tipo variable la liquidación será 0. Y si el tipo variable queda por encima del tipo fijo, será el banco el que debe pagar al adquirente la diferencia. Con este producto, el adquirente estará protegido ante subidas del tipo variable por encima del tipo fijo y el banco ante bajadas del tipo variable por debajo del tipo fijo.

En este caso las entidades incoadas ofrecían a sus clientes *collars* y *swaps* de tipos de interés a coste 0.

El coste del collar es igual a la prima que paga el cliente por comprar el *cap* menos lo que le abona el banco por comprar el *floor*. Si las primas coinciden el coste del derivado es 0. El coste del *swap* es la prima que tenga que pagar el cliente por su adquisición. Para que el coste del *swap* sea 0, su valor a fecha de contratación debe ser 0.

En ambos tipos de derivados, las primas dependen de las entradas y salidas de dinero que tenga que asumir el cliente en el futuro como resultado de las “liquidaciones futuras” del *swap* o como de los “*flujos monetarios futuros*” que genere el *collar*. Esto nos indica el *valor* del swap en el futuro, sin embargo lo que nos interesa es el precio del derivado en el momento de contratación. Para hallar el valor a fecha de contratación, debe hacerse una estimación aproximada a partir de los *flujos* o *liquidaciones futuras*, siguiendo un procedimiento que no es objeto de estudio en este trabajo.

- Resolución de la CNMC del 13 de Febrero de 2018<sup>21</sup>: Conductas anticompetitivas en el mercado de derivados extrabursátiles

(i) *Introducción.-*

La Sala de Competencia de la CNMC valora la culpabilidad de las entidades financieras, CAIXABANK, S.A., BANCO SANTANDER, S.A., BANCO DE SABADELL, S.A. y BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A, acusadas de vulnerar los art. 1 LDC<sup>22</sup> y 101 TFUE<sup>23</sup> por desempeñar conductas anticompetitivas consistentes en la “fijación coordinada de precios” y el intercambio de “información comercial sensible”.

Finalmente resuelve que las entidades demandas vulneraron los art. 1 LDC y 101 TFUE, por desarrollar prácticas ideadas para restringir la competencia del mercado de los derivados con los que estaban comerciando. Así, consideran que las prácticas desarrolladas entran dentro de la categoría de “*restricciones por objeto*” tanto por la finalidad perseguida como por su resultado (restringir las condiciones de competencia).

(ii) *Análisis de la resolución.-*

En este caso, lo único que habría asegurado el coste 0 de los derivado es la valoración a precio de mercado del *tipo floor* o del *tipo fijo del swap*. Si estos tipos se fijan por encima del valor de mercado el derivado acaba teniendo un valor negativo que el cliente tiene que soportar y de la que se benefician las entidades financieras.

Las entidades acusadas alegan que la contratación de derivados de “*coste 0*”, no supone necesariamente que los clientes estén exentos de soportar cualquier tipo

---

<sup>21</sup> Todo lo que se va a exponer a partir de este punto se basa en: Resolución de la CNMC de 13 de febrero de 2018 (Expte. S/DC/0579/16 DERIVADOS FINANCIEROS).

<sup>22</sup> Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (BOE 4 de julio de 2007)

<sup>23</sup> STJUE (Gran Sala) de 23 de enero de 2018, *Openbaar Ministerie contra David Piotrowski*.

de coste. El cliente puede tener que realizar pagos a la entidad financiera como consecuencia de variaciones incontrolables de los tipos de referencia que no se pudieron prever en el momento de contratación. Esto es lo que sucederá si en la fecha en la que deben efectuarse los pagos, el tipo de referencia cae por debajo del *tipo del floor* y el *tipo fijo del swap*, en contra de lo que se predijo en el momento en el que se fijaron sendos tipos.

El momento que debe considerarse para determinar si, efectivamente el derivado es de “coste 0” es el momento de contratación del producto. Ante esto los bancos alegan que era prácticamente imposible determinar a fecha de contratación un valor firme no sujeto a variaciones, debido a la complejidad inherente del mercado de este tipo de derivados.

Asimismo, los bancos señalan la escasa deferencia entre “las cotizaciones” que cada uno tenía en el mercado. Esto supone que los procedimientos que siguieron para hallar el valor de los derivados eran, en cierta medida, equiparables. Basándose en la posibilidad de equiparar los procesos de valoración, la Sala reprodujo los mecanismos que usaron los bancos para valorar los derivados en el momento de contratación. Tras aplicar estos métodos, llega a la conclusión de que los precios fijados por el sindicato de bancos hacían imposible que el coste de los derivados fuera nulo en el momento de su contratación.

Si el valor de un derivado es negativo, en vez de ser nulo, los bancos deben satisfacer a los clientes una prima por la diferencia, sin embargo este ingreso nunca llegó a producirse. Esto supone que los bancos elevaron los precios de los derivados mediante “*márgenes implícitos*” incluidos en los tipos de *interés del floor* y en el *tipo fijo de swap*. Cabe decir que la imposición de márgenes no es ilícita, siempre y cuando se acuerden expresamente en el contrato de cobertura, sin embargo en este caso no había ningún tipo de acuerdo al respecto.

Todo esto se hizo ante el total desconocimiento del cliente, que no sabía del cobro de estas cantidades puesto que en ningún momento se pactaron y que además

tampoco pudo comprobar que los precios de los derivados se fijaron a valor de mercado, ya que en el mercado financiero de este tipo de derivados no existen precios estándar ni un mercado organizado que puedan consultar. Se trata de un mercado complejo fácilmente manipulable por las entidades financieras.

Las principales alegaciones que hacen las entidades acusadas antes estas acusaciones fueron las siguientes:

1. La “*racionalidad económica*” de la vinculación del préstamos sindicado y el contrato de cobertura”

En este sentido, la Sala concluye que no se puede considerar ilegal la vinculación de las operaciones ya que no se les puede negar a los bancos la posibilidad suscribir los contratos de cobertura de los intereses del *Project Finance* en el que participan. No obstante, la supuesta “*racionalidad económica*” de la vinculación pierde toda su fuerza por la ilicitud de las conductas posteriores, ya que se aprovecha la supuesta necesidad de vincular las operaciones para llevar a cabo la restricción de la competencia.

2. Necesidad de coordinación en la fijación de precios de derivados cuando las entidades que proporcionan el préstamo sindicado son las mismas que las proveedoras del derivado.

La Sala considera que la presunta “necesidad de coordinación”, no justifica las conductas ulteriores que tuvieron lugar. Desde luego, no está justificado que los bancos negocien a espaldas del cliente los precios de los derivados con el objetivo de obtener información privilegiada de la que el cliente no dispone y aprovechándola para concertar el precio que más les conviniera.

Este desequilibrio pone a los bancos en una posición muy aventajada en la negociación del precio del derivado y a los clientes en una posición muy vulnerable. De no haber existido esta coordinación previa, los compradores de

los derivados podrían haber comparado las ofertas que cada entidad habría establecido de forma independiente, dándoles una idea de las condiciones de mercado y obligando a las entidades a pactar un precio que estuviera acorde con las mismas.

La exigencia que ponen los bancos de contratar derivados que cubran las variaciones de los tipos de interés es razonable, ya que las variaciones pueden perjudicar el retorno del préstamo. Sin embargo, no están justificados los productos que se ofrecen para conseguir este objetivo. Se podrían ofrecer derivados más sencillos como *caps de tipo de interés*, que protegen tanto al cliente ante las subidas de los tipos de interés como a los bancos, ya que aseguran que la capacidad del cliente de devolver el préstamo no se deteriore como consecuencia de las subidas de los tipos.

No obstante se ofrecen *swaps y collars*, derivados más complicados que permiten a los bancos cubrirse ante las caídas de los tipos de interés, garantizando así las ganancias generadas por el coste financiero que habían establecido. Es precisamente esta cobertura ante las caídas de los tipos, lo que hace que los bancos puedan ofrecer derivados con coste 0 para el cliente. Por tanto si, además de estar protegidos ante las bajadas de los intereses, el *tipo del floor o el tipo fijo del swap* no hace que el derivado tenga coste 0, el banco estaría aprovechándose de una doble ventaja. Como hemos mencionado anteriormente en ningún momento se acordó el cobro de márgenes, pero es que aunque se hubieran pactado, los beneficios que estaban obteniendo implican márgenes sustancialmente inferiores a los que se suelen cobrar con derivados más simples.

3. No existen indicios suficientes para probar que la conducta de concertación de precios, haya generado “*efecto anticompetitivos*” en el mercado.

La entidad financiera “BBVA”, hace referencia a la doctrina establecida por el TJUE en la que se considera esencial “*la adecuada consideración por parte de la autoridad de competencia del “contra-factual”*” En otras palabras, para determinar los “*efectos anticompetitivos*” es imprescindible realizar una

comparativa del estado en el que hubiera estado el mercado de no cometerse la conducta infractora, y el estado en el que se encuentra tras su realización.

Ante estas afirmaciones, la Sala de Competencia considera que los hechos aducidos llevaban a la inevitable conclusión de que la coordinación en la determinación de los precios de los derivados supuso una elevación de los mismos, que no solo era superior al precio de mercado sino también al precio que habrían fijado las entidades bancarias de no haber coordinación.

4. Las demandadas alegan que las conductas que desempeñaron constituían “*restricciones accesorias*” a una asociación legítima para el desarrollo de una actividad empresarial (el *Project Finance*). De ser válido este argumento, excluiría la aplicación del art. 1 LDC, al satisfacer las tres condiciones establecidas por la jurisprudencia (española y de la UE) para considerar que una restricción tiene carácter accesorio: 1. “*la relación directa de dicha restricción con una colaboración empresarial legítima*, 2. *su necesidad* y 3. *su proporcionalidad*.”

Afirman que la restricción es *necesaria* ya que si las entidades financiadoras no acordaran un precio conjunto de los derivados, se producirían desequilibrios en las garantías de las entidades participantes del sindicato bancario (los pagos y cobros no se realizarían simultáneamente ni de manera coordinada).

La Sala considera que la restricción *no es proporcional* con respecto al fin que se persigue con los contratos de cobertura (que no es otro que la cobertura del riesgo). De aceptarse la necesidad de pactar un precio conjunto, debería ser el que más se acercara al valor de mercado. Sin embargo, se ofrecen precios que están muy por encima de dicho valor y que más allá de buscar el beneficio del cliente constituyen un incumplimiento de las condiciones contractuales, como por ejemplo la de adquisición de tipos derivados de coste 0.

Además, según la STJUE del 23 de enero de 2018<sup>24</sup> para evitar la aplicación del art. 101.1 TFUE no basta con que la restricción simplemente facilite el desarrollo de la actividad empresarial lícita de la que supuestamente es accesoria, sino que debe de ser irrealizable sin la restricción. La Sala, concluye que en este caso *no puede decirse que la restricción sea necesaria*, ya que *“únicamente hace que la financiación sea más difícilmente realizable o generadora de menores beneficios”*.

5. Los art. 1.3 LDC y 101.3 TFUE establecen una serie de circunstancias en las que las actuaciones que constituyen restricciones de la competencia, pueden estar exentas de la aplicación de los art. 1 LDC y 101.1 TFUE. Las conductas restrictivas estarán exentas si se dan las siguientes circunstancias:

[...] mejora de la producción o distribución, participación equitativa de los usuarios en el beneficio resultante, que no impongan a las empresas interesadas restricciones que no sean indispensables, e imposibilidad de eliminar la competencia respecto de una parte sustancial de los productos afectados. [...]

La Sala considera que, aún en el caso de que fuera necesario que la prestación de los derivados tuviera que hacerse por los mismos bancos que prestaron el préstamo sindicado del *Project Finance*, no es en modo alguno “indispensable” la conducta restrictiva posterior de elevar los precios de los tipos de interés por encima del precio de mercado. Tampoco consta que los bancos hicieran a los clientes *“participes de forma equitativa”* de los supuestos beneficios derivados de la elevación concertada de precios y además, la conducta restrictiva permite a las entidades incoadas eliminar la competencia de parte importante del mercado. Por tanto, no se cumplen las condiciones establecidas para la exención que recogen los artículos art. 1.3 LDC y 101.3 TFUE.

---

<sup>24</sup> STJUE (Gran Sala) de 23 de enero de 2018, *Openbaar Ministerie contra David Piotrowski*.

6. Las entidades incoadas alegan que la DC hizo una identificación del “mercado *relevante afectado*” “[...] *confusa y errada*” y que, de acuerdo con jurisprudencia consolidada del TJUE, es necesario definir de manera adecuada el mercado afectado antes de entrar a considerar si se vulnerado el art. 101 TFUE.

La Sala rechaza este argumento, ya que coincide con la DC en que: 1. el “*mercado afectado*” es el de *derivados de cobertura de las variaciones de los tipos de interés de préstamos sindicados en un Project Finance*. 2. la extensión del “*mercado afectado*”, alcanza el espacio que pueda verse potencialmente afectado por la conducta restrictiva (no por el lugar en el que se produce la restricción horizontal), que en este caso comprende tanto al mercado nacional, como al “*comercio intracomunitario*”, ya que puede afectar a cualquier prestamista de la UE que contrate este tipo de productos en España y que las operaciones se desarrollaron en España y parte de la UE. Todo esto implica la aplicación del art. 101 TFUE.

7. Alegan, que no se les puede acusar de cometer una “*infracción única y continuada*” por las operaciones de cobertura realizadas entre los años 2006 y 2016, ya que no se cumplen los requisitos establecidos por el TJUE para ello que son:

[...]1. la existencia de un plan global que persigue un objetivo común, 2. la contribución intencional de la empresa a ese plan 3. conocimiento (demostrado o presunto) de los comportamientos infractores de los demás participantes.

Sin embargo, la Sala consideran que se cumplen todas estas condiciones, ya que: 1. Hay un plan global, en el que participan intencionadamente las 4 entidades incoadas, de realizar repetidamente operaciones ilícitas de cobertura de riesgos todas ellas complementarias entre sí con el objetivo de establecer precios superiores a los que marcaba el mercado en beneficio propio y perjuicio del cliente. Queda asimismo demostrado que cada una de las participantes del

plan sabía que el resto de entidades estaba cometiendo dichas conductas infractoras, ya que ellas mismas reconocen que se coordinaron fijar los precios.

#### 8. Responsabilidad de las entidades imputadas:

Las acusadas, a pesar de admitir la conducta de coordinación en la fijación de precios, cuestionan su carácter ilícito. Ante esta circunstancia La Sala pasa a valorar si existen fundamentos para estimar que las entidades infractoras no creían estar desarrollando conductas ilícitas:

El BBVA alega que la conducta de la que se les acusa es una práctica estandarizada a nivel mundial, y que ninguna autoridad de competencia había declarado antes el carácter infractor de la misma en el contexto del mercado de derivados de cobertura tipos de interés de préstamos sindicados en operaciones de *Project Finance*. Esto les condujo a un “*error de prohibición*”, por el que se les debería eximir de la sanción aplicable, ya que no podían saber que estaban infringiendo las normas de competencia.

Por su parte, CAIXABANK señala que las autoridades de la competencia han optado por no imponer sanción o por imponer cantidades simbólicas en aquellas situaciones en las que se han realizado conductas ilícitas que no había sido sancionadas previamente. Es decir, cuando se dan “circunstancias novedosas” en la consideración de la ilicitud de una conducta.

La Sala de Competencia, considera que no hubo “*error de prohibición*” ya que, a pesar de la ausencia de pronunciamientos de las autoridades de competencia condenado estas prácticas, las acusadas podrían haber deducido perfectamente el carácter anticompetitivo de una conducta de concertación del mercado que persigue el objetivo de fijar precios anticompetitivos que en ningún país constituye una “*práctica estandarizada*”.

Por todo ello se llega a la conclusión de que las entidades imputadas no ignoraban que estaba cometiendo una conducta que infringía la normativa de competencia.

Además la práctica de no sancionar casos “novedosos”, debe limitarse a los casos en los que la novedad se refiere a la conducta concreta que se realiza y no a la novedad del mercado en el que se desarrolla dicha conducta. En este caso, no había ningún pronunciamiento sobre el carácter infractor de la conducta desarrollada en este mercado concreto, sin embargo sí que se ha declarado el carácter ilícito general de la conducta.

### *(iii) Conclusiones*

Esta resolución tendrá un gran impacto en el *Project Finance*, ya que los contratos de cobertura son una de sus piezas clave de su funcionamiento. La resolución de la CNMC prohíbe a las entidades prestatarias de un *Project Finance* coordinarse para fijar los precios de los derivados de cobertura de los tipos de interés del préstamo sindicado, por considerar esta una práctica anticompetitiva. Práctica por cierto, que venían desarrollando hace años tanto en España como en otros países. Esto constituye una restricción para los bancos en la configuración este tipo de instrumentos, obligándoles ofrecer instrumentos de cobertura que no les garanticen las ganancias que consideran rentables. Sin una cobertura de riesgos financieros que los bancos consideren satisfactoria, estarán menos predispuestos a participar en este tipo de estructuras. De todas formas queda por ver si las entidades acusadas apelan la resolución y en qué acaba este asunto.

### 7.3. *Contratos de Garantía: prendas sobre derechos de créditos futuros.*

Como hemos mencionado anteriormente, los bancos que financian el proyecto exigirán a la sociedad vehículo la constitución de garantías que aseguren la devolución del capital invertido en el *Project Finance*. Las garantías se pactan en la fase preliminar junto con la suscripción de los contratos de financiación. En la mayoría de los casos se incluirán en un acuerdo conocido como *Intercreditor Agreement*<sup>25</sup>. Lo más habitual, será la agrupación de las garantías en paquetes o *security packages*. La configuración de estos paquetes, cada uno destinado a cubrir un tramo de financiación, dependerá en gran medida de la fase del proyecto que se quiera asegurar y deberá hacerse de forma equilibrada, de manera que no se deje a la SPV sin medios para llevar a cabo su actividad empresarial. En fase de construcción, al ser mucho más arriesgada, el paquete será mucho más exigente y estará integrado por garantías fácilmente ejecutables y que recaigan sobre bienes más valiosos. Los garantes en esta fase serán la SPV, los accionistas de la SPV y sus matrices. En la fase de operación disminuye considerablemente el riesgo del proyecto, lo que supone que los paquetes de garantías se suavizan y las garantías aportadas por los *sponsors* y las matrices dejan de ser eficaces.<sup>26</sup>

En la constitución de los paquetes, habrá que tener en cuenta la prohibición legal de asistencia financiera recogida en los art. 143.2 y 150 LSC<sup>27</sup>, ya que será un obstáculo para garantizar la financiación. Ésta prohibición será relevante cuando la financiación aportada vaya dirigida no solo al desarrollo del proyecto, sino también a la adquisición de la *Project Co* o de la sociedad constituida por el contratista para la construcción del proyecto. Como hemos adelantado anteriormente, es posible que lo promotores

---

<sup>25</sup> Sobre el *Intercreditor Agreement* vid. Mínguez Prieto, R., “Las Estructuras de Financiación de las operaciones de Capital Riesgo: Análisis Legal en un Contexto de Crisis Económica y Crediticia”, Martínez Echevarría Y García de Dueñas, A. (dir.), *El Capital Riesgo: su operativa*, Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2012, pp. 385: “es una suerte de contrato multilateral que gobierna de un lado la ejecución de garantías de común acuerdo y las prelación en la estructura de pagos como consecuencia de la ejecución de las garantías, así como el juego de mayorías para decisiones contractuales de todo orden”.

<sup>26</sup> Martín Baumeister, B., “Financiación y estructuración de garantías”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, N.º. 22, 2015, p. 503.

<sup>27</sup> Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 2 de julio de 2010).

encomienden al contratista la construcción del proyecto para adquirir posteriormente el producto final construido. En este contexto, la compraventa podrá materializarse a través de una adquisición de activos/pasivos o de las acciones/participaciones de la sociedad que haya constituido el contratista. En el primer caso, no existirá impedimento legal para otorgar garantías. Sin embargo, si la financiación también está destinada a la compraventa de las acciones de la sociedad del contratista, ésta tendrá prohibida la constitución de garantías que posibiliten su propia compraventa. Lo mismo sucede en caso de que la financiación del proyecto vaya dirigida a la adquisición de la *Project Co*, en cuyo caso ni la sociedad vehículo ni sus filiales podrían otorgar garantías que financien su propia adquisición<sup>28</sup>.

Según reiterada doctrina<sup>29</sup> y jurisprudencia<sup>30</sup> las consecuencias del incumplimiento de esta prohibición, serán la nulidad del negocio jurídico que se lleva a cabo para asistir financieramente la adquisición, sin extenderse a la compraventa de acciones/participaciones. Es decir las garantías constituidas serían nulas, aunque la compraventa de acciones mantendría su validez.

En cuanto al tipo de garantías<sup>31</sup> que se pueden otorgar, podemos encontrar desde garantías personales a garantías reales que recaigan sobre cualquier activo o derecho que forme parte del patrimonio del proyecto. Las más comunes son las garantías constituidas sobre participaciones/acciones de la SPV, terrenos, bienes muebles e inmuebles y derechos de crédito etc. No obstante, voy a centrar este trabajo en el estudio de las garantías sobre créditos futuros, en primer lugar porque gran parte de las garantías constituidas en un *Project Finance* recaerán sobre créditos futuros y en segundo lugar por la controversia que ha generado esta cuestión en el mundo jurídico.

---

<sup>28</sup> Martín Baumeister, B., “Financiación y estructuración de garantías”, *op.cit.*, p. 504.

<sup>29</sup> Alfaro Águila-Real, J., “Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias”, *Almacén de Derecho*, <http://almacenederecho.org/lecciones-asistencia-financiera-la-adquisicion-acciones-participaciones-propias/> última consulta 3/03/2018).

<sup>30</sup> SAP Palma de Mallorca 350/2013, del 2 de septiembre y SAP Madrid 165/2012, del 27 de Marzo, entre otras.

<sup>31</sup> Carnero Prieto, D., “Project Finance”, *op. cit.*, pp.109-113.

### 7.3.1 Proceso de aceptación de las prendas de créditos

La posibilidad de constituir prendas sobre derechos de crédito no está expresamente reconocida en nuestro CC<sup>32</sup>. Ante este vacío legal, se formularon dos soluciones jurídicas alternativas: La primera, que fue la preferida por las SSTS de 1985 a 1997<sup>33</sup>, reconocía eficacia obligacional a la prenda de créditos pero no eficacia frente a terceros. La segunda consideraba que debía asumirse la legitimidad de las prendas sobre derechos de crédito, aplicando por analogía bien el régimen de la prenda posesoria o bien el de las cesiones de créditos *ex art.* 1526 y sus CC. La aplicación del régimen de la cesión de créditos ha sido la teoría más aceptada por la doctrina. Según este sector doctrinal, no pueden aplicarse las normas que rigen la prenda posesoria a la prenda sobre créditos ya que al ser bienes incorpóreos no pueden poseerse, y por tanto no pueden cumplir con la exigencia de desplazamiento posesorio *ex art.* 1863 establecida para la constitución de la prenda posesoria. Además, el requisito de desplazar la posesión no puede sustituirse por la entrega de la escritura pública de la prenda (*traditio instrumentalis*).<sup>34</sup>

Si hubo controversia sobre la constitución de prendas sobre derechos de crédito, imaginen la polémica con las prendas sobre derechos de créditos futuros, o más bien con su oponibilidad. La posibilidad de constituir prendas (o más bien contratar en general) sobre cosas futuras se reconoce en el art. 1271 del CC que dice así: “*Pueden ser objeto de contrato todas las cosas que no están fuera del comercio de los hombres, aun las futuras*”. También se puede deducir la validez de las prendas sobre créditos futuros de ciertas normas especiales como el art. 16.1 a) de la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial<sup>35</sup>, quedando reconocida expresamente en el art. 54.3

---

<sup>32</sup> Sí que está previsto en los art. 569-12 y 569-13.3 de la Ley 5/2006, de 10 de mayo, del libro quinto del Código civil de Cataluña, relativo a los derechos reales (BOE 22 de Junio de 2006).

<sup>33</sup> STSS 27 diciembre 1985 (RJ 1985\6654), 19 septiembre 1987 (RJ 1987\6069), 28 de noviembre 1989 (RJ 1989\7915), 18 de julio 1989 (RJ 1989\5713), 10 enero 1991 (RJ 1991\294), 14 noviembre 1995 (RJ 1995\8603), 19 abril 1997 (RJ 1997\3429).

<sup>34</sup> Perera Carrasco, A. “La prenda de créditos”, *Tratado de los derechos de garantía*, Aranzadi, 2015, Pamplona, p. 229.

<sup>35</sup> Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (BOE de 28 abril de 2015), art. 16.1 b): “*Derechos de crédito futuros que constituyan ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada [...]*”

LHMyPSD<sup>36</sup>. Será más delicada la cuestión de su oponibilidad. Antes de la jurisprudencia del TS de prendas constituidas sobre depósitos bancarios, se negaba la eficacia real de las prendas sobre créditos futuros. De nuevo, nos topamos con el impedimento del desplazamiento posesorio que respondía al mismo argumento aducido para las prendas sobre créditos presentes. Por ello, a pesar de reconocer su eficacia inter-partes, se cuestionaba su oponibilidad frente a terceros (al menos hasta que el crédito futuro llegue a existir y pueda desplazarse la posesión).<sup>37</sup>

Pues bien, hoy la eficacia real de la prenda sobre derechos de créditos futuros está reconocida oficialmente por nuestra doctrina y jurisprudencia, tendencia jurídica comenzó con la STS de 19 de septiembre de 1987 y se consolida en la STS del 19 de abril de 1997. Además el art. 90.1 6º de la LC<sup>38</sup> ha confrmado su resistencia concursal.<sup>39</sup>

### ***7.3.2 Oponibilidad extraconcursal de las prendas sobre derechos de créditos futuros:***

#### ***(i) ¿Qué es un crédito futuro?***

En primer lugar, es necesario definir el concepto de “futuridad”, tomando como momento de referencia la fecha de constitución de la garantía. La asimilación de la naturaleza “futura” de un crédito con su exigibilidad es errónea. Es decir, que un crédito sea inexigible, no implica que sea futuro. Lo que realmente determina si estamos ante un crédito futuro, es su existencia en el momento de constitución de la garantía. Así por ejemplo, no es futuro el derecho de cobro resultante de la constitución de un depósito

---

<sup>36</sup> Ley de 16 de diciembre de 1954, sobre Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin desplazamiento de la posesión (BOE de 18 de diciembre de 1954), art 54.3: “*Los derechos de crédito, incluso los créditos futuros [...]. Para su eficaz constitución deberán inscribirse en el Registro de Bienes Muebles.*”

<sup>37</sup> Fernández del Pozo, L., “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/créditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, N.º. 24, 2016, p.4-6.

<sup>38</sup> Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (BOE 10 julio 2003).

<sup>39</sup> Fernández del Pozo, L., “La oponibilidad concursal y extraconcursal de la prenda, ordinaria y sin desplazamiento, sobre créditos futuros”, *Anuario de derecho concursal*, n.º. 25, 2012, pp. 12-14 y 61-62.

aplazado, ya que el crédito existe desde el momento en el que se constituyó el depósito a pesar de no ser exigible hasta el momento establecido en el contrato.<sup>40</sup>

Dentro de los créditos futuros la doctrina distingue entre los “*estrictamente futuros*” y los “*créditos futuro simples*”. Los primeros son aquellos en los que la relación jurídica o el contrato que los origina, aunque esté lo suficientemente proyectado, no se ha suscrito o constituido en el momento en el que se constituye la garantía a la que están afectos. Los segundos son aquellos en los que dicha relación casual existe en el momento de constitución de la garantía. Un ejemplo de los primeros, son las rentas que nazcan de contratos de arrendamiento que notan sido suscritos en el momento en el que se constituye la prenda sobre ellas. Un ejemplo del segundo grupo de créditos, son las rentas aun no devengadas de contratos de arrendamiento suscritos en el momento de constitución de la prenda. En esta línea, hay que tener en cuenta que la naturaleza futura de un crédito puede determinarse o desde el momento de constitución de la prenda o desde el momento de declaración del concurso. Según esto, pueden existir créditos considerados *estrictamente futuros* con respecto a la fecha de constitución de la prenda y que sean simplemente futuros en el momento de declaración del concurso, por haber nacido en este momento la relación jurídica de la que subyacen.<sup>41</sup>

(ii) Prenda sobre créditos futuros en el *Project Finance*

En un *Project Finance* son muy frecuentes las prendas sobre indemnizaciones derivadas de contratos de seguros en caso de que se produzcan alguna de las contingencias previstas contractualmente (p.ej. indemnizaciones de los seguros de insolvencias de los clientes).<sup>42</sup>

---

<sup>40</sup> *Íbidem*, p. 65.

<sup>41</sup> Fernández del Pozo, L., “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/créditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *op.cit.* pp. 11-12.

<sup>42</sup> Carnero Prieto, D., “Project Finance”, *op.cit.*, p. 111.

También podemos encontrar *prendas sobre contratos*<sup>43</sup>. Un ejemplo de este tipo de prendas son las constituidas sobre las rentas futuras de un contrato de arrendamiento, o sobre *off-take agreements* de los que nazca un derecho de cobro a favor de la SPV, como consecuencia que la adquisición que haga un tercero del producto final generado por el proyecto. Dentro de este grupo, podemos mencionar las prendas sobre los derechos de cobro por el suministro energía para el caso de proyectos de generación de energía<sup>44</sup> o los créditos derivados de los cobros por peajes<sup>45</sup> en proyectos de construcción de autopistas de peaje.

En ocasiones no será posible constituir estas garantías en el mismo momento en el que se suscribe el contrato de financiación. Esto se debe a que en algunos proyectos, hay contratos como los *off-take agreements* o los contratos de O&M que no se suscriben hasta un momento posterior. La solución más recurrente en estos casos será la constitución de una promesa de garantía<sup>46</sup> por la que la SPV se obliga a constituir las garantías en el momento en el que los contratos que se quieran pignorar entren en vigor. Es aconsejable que la promesa de garantía vaya acompañada de un poder irrevocable otorgado a favor del banco, ya que de esta forma en caso de que el promitente no quiera cumplir su promesa, el banco podrá constituir la garantía en su nombre. Las promesas de prendas solo tienen eficacia obligacional. No generan eficacia real ya que no constituyen la garantía, sino que genera la obligación de constituirla. Son muy habituales en el Project Finance, ya que muchas veces evitan o retrasan los gastos inherentes a la constitución e inscripción de la garantía.

También pueden constituirse prendas sobre subvenciones otorgadas o en tramitación, devoluciones del IVA o sobre la Responsabilidad Patrimonial de la

---

<sup>43</sup> *vid.* Carnero Prieto, D., “Project Finance”, *op.cit.*, p. 110: “no son más que prendas sobre los derechos de contenido valuable (derechos de crédito) del contrato correspondiente. Al contrario que en otras jurisdicciones, en Derecho Español,[...] una prenda de un contrato no otorga al acreedor pignoraticio la posibilidad de subrogarse en la posición contractual del pignorante, sino la posibilidad a percibir directamente el cobro del derecho de crédito, o a vender estos y recobrar la deuda garantizada del precio obtenido por esa venta”

<sup>44</sup> *Ibidem*, p. 104.

<sup>45</sup> Fernández del Pozo, L., “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/créditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *op.cit.* p.8.

<sup>46</sup> Carnero Prieto, D., “Project Finance”, *op.cit.* p. 111.

Administración (RPA) para los casos de resolución del contrato de concesión con una empresa del sector privado suscrito para el desarrollo de un proyecto.<sup>47</sup> La constitución de las dos últimas garantías indicadas, han generado mucha controversia, especialmente en lo que se refiere a su oponibilidad concursal lo que explicaremos con detalle más adelante. Otras prendas sobre créditos futuros bastante comunes, son las prendas sucesivas sobre créditos subrogados<sup>48</sup> en lugar de un bien o derecho garantizado a priori. Dentro de este último grupo podemos incluir, la extensión de la garantía al derecho de cobro resultante de la venta de un bien hipotecado a un tercero o a la indemnización que puede obtenerse como consecuencia de daños producidos a un bien inmueble hipotecado.

No quiero terminar sin mencionar las prendas sobre cuentas corrientes<sup>49</sup>. Son de las mejores garantías que pueden obtener los bancos debido a su liquidez. Esto se debe a que no hay que ejecutarlas sino que se permite la apropiación directa del bien pignorado. Es decir, se levanta la prohibición del pacto comisorio del art. 1859 CC. Sin embargo, los bancos deben ser prudentes al solicitar la constitución de este tipo de gravamen, ya que conllevan la congelación de las cuentas pignoras y por tanto, la imposibilidad de utilizar los fondos contienen. Esto podría dificultar considerablemente la continuación del proyecto al restringir el acceso a los medios necesarios para pagar las transacciones inherentes el desarrollo del proyecto.

### (iii) Eficacia real de la prenda en las distintas relaciones jurídicas existentes

La siguiente cuestión que va a ser objeto de análisis es la *oponibilidad* de las prendas sobre derechos de créditos futuros distinguiendo la eficacia frente al deudor del crédito pignorado, la eficacia entre el acreedor pignoraticio y el pignorante y la eficacia frente a terceros.<sup>50</sup>

---

<sup>47</sup> Fernández del Pozo, L., “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/créditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *op.cit.* p.8.

<sup>48</sup> *Ibidem*, p. 10

<sup>49</sup> Carnero Prieto, D., “Project Finance”, *op.cit.*, p. 110

<sup>50</sup> Fernández del Pozo, L., “La oponibilidad concursal y extraconcursal de la prenda, ordinaria y sin desplazamiento, sobre créditos futuros”, *op.cit.*, p. 63.

- *Deudor del crédito pignorado*<sup>51</sup>: Antes de la STS 1985 sobre prendas de depósitos bancario en el ámbito jurídico español, se consideraba que la notificación al deudor cedido cumplía, en la prenda sobre bienes incorpóreos, la función publicitaria que tenía el desplazamiento posesorio en la prenda ordinaria sobre bienes corporales. Es decir, la función de otorgar eficacia real, que cumple el desplazamiento posesorio en la prenda común se sustituía por la notificación al deudor en la prenda sobre créditos. Esto se debe a que la doctrina mantenía la aplicación analógica de la regulación de la prenda *ex. art. 1863 y ss.*, entendiéndose que la desposesión se sustituía por la notificación.

Después, de la STS de 1985, no se admite que la notificación de prenda al deudor funcionara como sistema de eficacia *erga omnes*, ni como sistema de publicidad, ni siquiera como requisito de validez. En todo caso la notificación sirve como sistema de eficacia frente al *deudor cedido* para evitar el pago liberatorio del deudor a un tercero distinto del acreedor pignoraticio. Sin embargo, este sistema no otorga publicidad *erga omnes* a la prenda constituida, ya la notificación al deudor no hará que la prenda adquiera la publicidad necesaria para que su existencia llegue al conocimiento de terceros.

La oponibilidad frente al deudor del crédito futuro y la ejercida frente a terceros funcionan de forma independiente. Por ello, especialmente en los créditos futuros, puede darse la situación en la que un crédito determinado sea oponible frente a terceros pero no lo sea frente al deudor cedido. Esto se debe a que si el crédito futuro sobre el que se constituye la garantía todavía no existe, tampoco habrá deudor al que notificar hasta que el crédito nazca. En estos casos, se podrá realizar una notificación a posteriori, una vez que el deudor haya sido determinado, en cuyo caso la prenda será oponible frente al deudor cedido desde la fecha de notificación, no desde la constitución de la prenda. Este asunto resulta especialmente controvertido en la legislación catalana, ya que la notificación parece considerarse un requisito constitutivo de la prenda. Esto supondría que el derecho real de garantía no podría constituirse hasta que el deudor cedido se hubiera determinado, complicando enormemente la constitución de prendas

---

<sup>51</sup> *Íbidem*, pp.33-36.

sobre créditos futuros ya que no siempre se sabe desde el primer momento quien será el deudor cedido.

- *Entre acreedor pignoraticio y pignorante*<sup>52</sup>: para que el la prenda sobre el crédito futuro tenga eficacia obligacional, el crédito pignorado debe ser *determinable* desde el momento de constitución de la prenda *ex. art. 1273 CC*, sin necesidad de celebrar un nuevo contrato.
- *Eficacia real*<sup>53</sup>: Para que la prenda sobre créditos futuros sea oponible frente a terceros son necesarios dos requisitos esenciales. En primer lugar, el crédito futuro debe estar determinado o ser determinable. Esta exigencia se debe a que la oponibilidad de la prenda dependerá de que el crédito futuro pignorado nazca. Una vez nacido, la prenda será oponible con efectos retroactivos a su fecha de constitución (no desde el nacimiento del crédito), entendiendo que el crédito queda instantáneamente pignorado sin que haya que suscribir una nueva prenda<sup>54</sup>. Dicho esto, la polémica reside en la dificultad de determinar la oponibilidad de las prendas constituidas sobre créditos futuros que aún no han sido determinados (aunque determinables), durante la “*fase intermedia*”. La “*fase intermedia*” es un concepto acuñado por Luis Fernández del Pozo que define el periodo que transcurre entre la constitución de la prenda y el nacimiento del crédito futuro pignorado.

Existen diferentes tesis doctrinales en este tema. Primero está la teoría de la “*irretroactividad absoluta*” que postula que la prenda de créditos futuros durante la fase intermedia equivale a una promesa de prenda, de manera que solo tiene eficacia obligacional y carece de efectos reales. Consideran que la eficacia de las prendas constituidas de esta forma es irretroactiva, adquiriendo eficacia real no desde la constitución de la garantía sino a partir del nacimiento del crédito. En el otro extremo, tenemos la tesis de la “*retroactividad absoluta*” que afirma que los efectos reales de la

---

<sup>52</sup> *Ibidem*, pp. 64.

<sup>53</sup> *Ibidem*, pp. 64-67.

<sup>54</sup> *vid. STS* núm. 125/2008, 22 de febrero, FJ tercero: “*Si se hubiese celebrado el contrato o estuviese ya constituida la relación jurídica fuente del crédito futuro objeto de la cesión anticipada, el crédito en cuestión (...) nacerá inmediatamente en la cabeza del cesionario, con base en la expectativa de adquisición ya transmitida (...)*”.

prenda se retrotraen a la fecha de constitución de la misma. Por tanto serán oponibles en la fase intermedia, siempre y cuando exista cierta certeza sobre el nacimiento del crédito en algún momento posterior. Por último, la tercera teoría será la de la “*retroactividad media*”. Según esta teoría, la eficacia de la prenda sobre derechos de créditos futuros se retrotrae al momento en el que exista la relación jurídica o contrato que dé lugar al derecho de crédito garantizado. Por tanto en fase intermedia serán eficaces las prendas en las que esté constituida la relación jurídica subyacente originaria del crédito.

Parece que gran parte de la doctrina defendía, en el ámbito extraconcursal, la tesis de retroactividad absoluta. Sin embargo, esta postura no parece ser unánime ya que existen importantes personalidades jurídicas como Luis Fernández del Pozo que defienden la teoría de la retroactividad media. El autor sostiene que la teoría de la retroactividad absoluta es válida para las prendas constituidas sobre *créditos futuros simples*, pero no para los créditos *estrictamente futuros*. En estos casos, la prenda no será eficaz hasta que la relación jurídica o el contrato del que nace el crédito se perfeccione. Es decir, la eficacia de la prenda se retrotrae al momento de constitución del contrato que da lugar al crédito, no al de la constitución de la prenda. Para sostener su argumento, se apoya en la vulneración que supondría la retroactividad absoluta para los derechos adquiridos por terceros durante esta fase intermedia, al no haber método de publicidad para este tipo de garantías y en la STS del 22 de Febrero de 2008 que reza;

Si se hubiese celebrado el contrato o estuviese ya constituida la relación jurídica fuente del crédito futuro objeto de la cesión anticipada, el crédito en cuestión (.../...) nacerá inmediatamente en la cabeza del cesionario, con base en la expectativa de adquisición ya transmitida.

En mi opinión, y a pesar de que estemos hablando de la eficacia extraconcursal, se puede aplicar por analogía el criterio adoptado por el art. 90.1.6 de la LC para la eficacia real de las prendas, que parece apoyar la tesis intermedia de Fernández del Pozo.

También se dudaba si, para que la prenda tuviera eficacia real tenía que constituirse en documento público (escritura pública o póliza) *ex art. 1865 CC* o si bastaba con

cualquier medio que permitiera constatar la fecha fehaciente *ex art.* 1227 CC<sup>55</sup>, tal y como prevé el art. 1526 CC. Ya que la mayor parte doctrina concibe la prenda como una *cesión atípica limitada* cuya causa o efecto si se prefiere, es pignorar el crédito cedido, se aplicará lo establecido en el régimen de cesiones en virtud del cual no es necesario el documento público como medio de oponibilidad frente a terceros *ex art.* 1526.<sup>56</sup>

(iv) Concurrencia extraconcursal de garantías sobre un mismo crédito futuro

Si se diera el caso de que sobre el mismo crédito futuro concurrieran, varias prendas ordinarias o prendas ordinarias y un embargo o una cesión “plena” y una prenda ordinaria, será preferente la garantía de fecha fehaciente anterior, salvo en dos casos<sup>57</sup>:

1. *Prenda ordinaria vs Prenda sin desplazamiento*: En este caso, la prenda registral inscrita desplaza la eficacia de la prenda común de fecha fehaciente anterior. Esto se debe a que la psd. Tiene eficacia real desde el momento en el que se lleva a cabo su inscripción en el Registro de Bienes Muebles, mientras que la prenda común constituida sobre créditos futuros no tiene eficacia retroactiva absoluta. Es decir, no es oponible desde su constitución sino desde que exista la relación jurídica subyacente del crédito (según la teoría intermedia). Por ello, la prenda ordinaria será preferente a la psd. Solo en el caso de que la relación jurídica subyacente se hubiera perfeccionado antes de la inscripción de la psd. Por este motivo, sostiene Fernández del Pozo que la constitución de una psd. Resulta más conveniente que la prenda común.<sup>58</sup>

2. *Prenda catalana vs prenda común y prenda registral*: El Código Catalán prohíbe expresamente la constitución de segundas prendas sobre un mismo derecho de crédito. Por ello, las prendas constituidas con posterioridad a la catalana se reputarán nulas.

<sup>55</sup> art. 1227 CC: “La fecha de un documento privado no se contará respecto de terceros sino desde el día en que hubiese sido incorporado o inscrito en un registro público, desde la muerte de cualquiera de los que le firmaron, o desde el día en que se entregase a un funcionario público por razón de su oficio.”

<sup>56</sup> Fernández del Pozo, L., “La oponibilidad concursal y extraconcursal de la prenda, ordinaria y sin desplazamiento, sobre créditos futuros”, *op.cit.*, pp.40-41.

<sup>57</sup> *Ibidem*, pp.70-71.

<sup>58</sup> *Ibidem*.

Por el mismo motivo, si un crédito sometido a la legislación catalana fuera objeto de una prenda sin desplazamiento, la prenda catalana constituida con posterioridad sería nula.<sup>59</sup>

### **7.3.3 Oponibilidad concursal de las prendas sobre derechos de créditos futuros: La reforma del art. 90.1.6º. LC.**

Para tratar este asunto habrá que analizar la reforma de la Ley Concursal, instrumentada mediante la disposición final quinta de Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, que modificó entre otras cosas la redacción del art. 90.1.6º. Cabe apuntar que la instrumentalización de la reforma de la LC a través de la LRJSP, ha sido muy criticada. Esto es así porque se acusa al legislador de llevarla a cabo de manera precipitada con la intención de solucionar la crisis de las concesionarias de las autopistas de peaje. Actuación cuanto menos poco usual, ya que se lleva a cabo la transformación de la LC, a través de una ley de carácter administrativo que no versa sobre ninguna cuestión concursal. Por ello algunos autores afirman que aunque la reforma resuelve algunos de los problemas planteados por la Ley 38/2011, lo hace de forma ineficaz generando nuevas controversias.<sup>60</sup>

Sin embargo, debe reconocerse que la reforma operada en 2015 resuelve polémicas de gran trascendencia generadas por la reforma del 2011. Así quedan resueltas las dudas sobre si el art 90.1.6º hacía referencia a la prenda sobre derechos de crédito futuros o a la prenda en garantía de créditos, la diferente resistencia concursal que parecía establecer la reforma del 2011 para la prenda común sobre créditos futuros y para la prenda registral (que parecía privilegiar esta última), y la polémica los requisitos formales para su constitución<sup>61</sup>:

---

<sup>59</sup> *Ibidem*, p. 53.

<sup>60</sup> Fernández del Pozo, L., “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/créditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *op.cit.*, pp. 1-3.

<sup>61</sup> Redondo Aparicio, A., “La Reforma del Régimen Concursal de las prendas de créditos futuros de la Ley 40/2015, de 1 de octubre”, *op.cit.*, p. 87.

La redacción de la norma tras la Reforma efectuada por la Ley 38/2011<sup>62</sup> era la siguiente:

Los créditos garantizados con prenda constituida en documento público, sobre los bienes o derechos pignorados que estén en posesión del acreedor o de un tercero. Si se tratare de prenda de créditos, bastará con que conste en documento con fecha fehaciente para gozar de privilegio sobre los créditos pignorados. La prenda en garantía de créditos futuros sólo atribuirá privilegio especial a los créditos nacidos antes de la declaración de concurso, así como a los créditos nacidos después de la misma, cuando en virtud del artículo 68 se proceda a su rehabilitación o cuando la prenda estuviera inscrita en un registro público con anterioridad a la declaración del concurso.

La redacción actual tras la reforma del 2015<sup>63</sup> es la siguiente:

“1. Son créditos con privilegio especial: (...) 6.º Los créditos garantizados con prenda constituida en documento público, sobre los bienes o derechos pignorados que estén en posesión del acreedor o de un tercero. Si se tratare de prenda de créditos, bastará con que conste en documento con fecha fehaciente para gozar de privilegio sobre los créditos pignorados. Los créditos garantizados con prenda constituida sobre créditos futuros sólo gozarán de privilegio especial cuando concurren los siguientes requisitos antes de la declaración de concurso: a) Que los créditos futuros nazcan de contratos perfeccionados o relaciones jurídicas constituidas con anterioridad a dicha declaración. b) Que la prenda esté constituida en documento público o, en el caso de prenda sin desplazamiento de la posesión, se haya inscrito en el registro público competente. c) Que, en el caso de créditos derivados de la resolución de contratos de concesión de obras o de gestión de servicios públicos, cumplan, además, con lo exigido en el artículo 261.3 del texto Refundido de la Ley de Contratos del Sector Público, aprobado por Real Decreto Legislativo 3/2011, de 14 de noviembre.”

(i) *Prenda de o sobre derechos de crédito futuros vs prendas en garantía de derechos de créditos futuros:*

La primera controversia que surgió de la redacción establecida por la Ley 38/2011, y que resolvió el nuevo art. 90.1.6º, fue la discusión de si el artículo se refería a las prendas *de* o *sobre* derechos de créditos futuros o a las prendas constituidas en garantía de derechos de créditos futuros. Parte de la doctrina y tribunales, entre los que se encontraban Luis Fernández del Pozo se inclinaban por la primera de las hipótesis. Defendían que, tomando en consideración los precedentes legislativos de la norma, el

---

<sup>62</sup> Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (BOE 11 de octubre de 2011).

<sup>63</sup> Art. 90.1.6º de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (BOE 10 de Julio de 2003).

debate parlamentario sobre el precepto y su inclusión en un apartado dedicado a la “prenda de créditos”, el artículo hacía claramente referencia a la prenda sobre derechos de crédito. Otras secciones doctrinales eran partidarias de la interpretación literal del precepto, defendiendo que la norma hacía referencia a las prendas constituidas en garantía de derechos de créditos futuros. Otros como Miquel GarciMartin, Gregoraci, Pantaleón<sup>64</sup> defendían la “*interpretativo abrogans*”, es decir la inaplicación del precepto. Consideraban que siendo la redacción equivocada, no podía solucionarse la inseguridad generada por la reforma del 2011 con interpretaciones como la de Luis Fernández del Pozo, ya que esto suponía la irrupción competencias legislativas por los jueces que la aplicaban, vulnerando el art. 117.1 CE.<sup>65</sup>

Finalmente, la reforma realizada por la Ley 40/2015 ha aclarado esta cuestión de la siguiente forma:

[...] los créditos garantizados con prenda constituida sobre créditos futuros solo gozaran privilegio especial cuando concurren los siguientes requisitos antes de la declaración del concurso.

Por tanto queda claro que la LC está haciendo referencia a la resistencia de las prendas *de o sobre* derechos de créditos futuros.

(ii) Acogimiento de la “Tesis Intermedia”:

Antes de la reforma existían tres teorías que discutían la oponibilidad de las prendas de créditos futuros en el concurso<sup>66</sup>:

1. “Teoría de la *inmunidad absoluta*”: reconoce la resistencia de todas las prendas de fecha fehaciente previa a la declaración del concurso, con independencia del tipo crédito futuro al que afectasen.

---

<sup>64</sup> Redondo Aparicio, A., “La Reforma del Régimen Concursal de las prendas de créditos futuros de la Ley 40/2015, de 1 de octubre”, *Actualidad Jurídica (Uría Menéndez)* n° 24, 2016, p. 89

<sup>65</sup> Fernández del Pozo, L., “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/creditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *op.cit.*, pp. 1-3.

<sup>66</sup> Todo el punto (ii) se basa en: *ibidem*, p.3.

2. “*Tesis intermedia*”: defiende la resistencia concursal de la prenda sobre créditos futuros, siempre y cuando, la relación jurídica o contrato que origina el crédito pignorado se perfeccione antes de la declaración del concurso. De ser así la eficacia real de la prenda se retrotrae al momento en el que se perfecciona la relación jurídica subyacente o el contrato originario del crédito.
3. “*Tesis estricta*”: esta teoría solo reconoce resistencia concursal a las prendas constituidas sobre créditos ya nacidos cuando se declara el concurso, con independencia de que el contrato que produce el crédito y el contrato de prenda estuvieran suscritos con anterioridad.

La nueva redacción del art. 90.1.6º LC<sup>67</sup> parece dejar clara la adopción de la tesis intermedia.<sup>68</sup> Este nuevo criterio está inspirado en la misma sentencia que siguió Fernández del Pozo en la elaboración de la tesis intermedia: la STS del 22 de Noviembre de 2008<sup>69</sup>.

(iii) Mayor resistencia al concurso de la prenda sin desplazamiento:

En lo que se refiere a la resistencia concursal de la prenda ordinaria, el artículo vigente en 2011 hace depender la resistencia concursal de las prendas sobre créditos futuros de dos elementos: 1) que los créditos hayan nacido antes de la declaración del concurso y 2) que los créditos nacidos tras la declaración del concurso, se rehabiliten o se inscriban en un registro antes de la apertura del concurso.<sup>70</sup> Esto fue, para muchos administradores concursales y juzgados, excusa suficiente para excluir la resistencia de

---

<sup>67</sup> art. 90.1.6º LC: “[...] a) *Que los créditos futuros nazcan de contratos perfeccionados o relaciones jurídicas constituidas con anterioridad a dicha declaración [...]*”

<sup>68</sup> Fernández del Pozo, L., “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/créditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *op.cit.*, pp. 11-13.

<sup>69</sup> *vid.* nota al pie 67.

<sup>70</sup> Pulgar Ezquerro, J., “Sociedades concesionarias de obra pública, pignoración de créditos futuros y concurso de acreedores”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Enero - Junio 2013, nº 40, pp.65-66.

las prendas comunes ya que el artículo parecía privilegiar la psd. sobre la prenda posesoria otorgándole un mayor grado de oponibilidad.<sup>71</sup>

Parecía que la *ratio* de la exigencia de inscripción era que constituía un sistema de publicidad que protegía a los acreedores al permitirles conocer los gravámenes a los que está sujeto el patrimonio del deudor. Sin embargo, es un argumento poco convincente ya que el deudor puede constituir garantías sobre sus bienes en cualquier momento posterior a la consulta que haga el acreedor al registro. Tampoco se entendía que, si la inscripción se utiliza como medio de publicidad de gravámenes que afectan el patrimonio del deudor, solo se exigiera la inscripción de la prenda para los créditos nacidos después de la apertura del concurso y no la de los que nacieron antes.<sup>72</sup>

Finalmente, la reforma de 2015 ha reconocido la resistencia concursal de la prenda ordinaria sobre créditos futuros (siempre que se cumplan los requisitos establecidos), en los mismos términos que la resistencia de la prenda sin desplazamiento, sin privilegiar en modo alguno a la psd. frente a la prenda común.<sup>73</sup>

A pesar de esto, Luis Fernández del Pozo persiste en su defensa de las virtudes de las prendas registrales frente a las comunes. A su modo de ver, la constitución de una prenda común para pignorar créditos (especialmente los *estrictamente futuros*) es menos eficaz y genera más incertidumbre a los acreedores pignoraticios sobre la solidez de los gravámenes constituidos a su favor.<sup>74</sup>

Para empezar, señala la flexibilidad del régimen de la psd. frente al de la prenda posesoria. El art. 54 LHMyPSD no circunscribe la constitución de prendas registrales

---

<sup>71</sup> Redondo Aparicio, A., “La Reforma del Régimen Concursal de las prendas de créditos futuros de la ley 40/2015, de 1 de octubre”, *op.cit.*, p. 87.

<sup>72</sup> Pulgar Ezquerro, J., “Sociedades concesionarias de obra pública, pignoración de créditos futuros y concurso de acreedores”, *op.cit.*, pp.65-67.

<sup>73</sup> Redondo Aparicio, A., “La Reforma del Régimen Concursal de las prendas de créditos futuros de la ley 40/2015, de 1 de octubre”, *op.cit.*, p. 90.

<sup>74</sup> Todo lo que se exponga desde aquí hasta el punto (iv), está inspirado en “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/créditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *op.cit.*, pp. 15-20 (además de otras referencias adicionales que se hagan), excepto el último párrafo en el que hago una valoración personal.

sobre bienes/derechos futuros a ningún tipo de condición, adquiriendo éstas eficacia real retroactiva desde su inscripción (incluso cuando el crédito pignorado sea “*estrictamente futuro*”)<sup>75</sup>. Lo único que condiciona la oponibilidad de la psd. y su consideración como crédito con “privilegio especial” *ex art.* 90.1.1º, queda establecido en el art. 90.2 LC según el cual: “*la respectiva garantía deberá estar constituida con los requisitos y formalidades previstos en su legislación específica para su oponibilidad a terceros*”<sup>76</sup>.

Esto significa que bastará con que la relación jurídica o contrato causal del crédito esté suficientemente definido en el registro para que la prenda sea resistente al concurso. Pero ¿qué debemos considerar como definición *suficiente* a estos efectos?

La aplicación supletoria del art. 153 *bis* de la LH<sup>77</sup> (regulador de la “hipoteca flotante”<sup>78</sup>) nos da la respuesta: será suficiente “*la descripción general de los actos jurídicos básicos de los que deriven o puedan derivar en el futuro las obligaciones garantizadas*”.

Otro requisito esencial para la eficacia real de la prenda registral *ex art.* 142 de la LH<sup>79</sup>, es el *nacimiento efectivo* del crédito pignorado, “*sin necesidad de un nuevo acto dispositivo*”.<sup>80</sup>

Otra ventaja de la prenda sin desplazamiento es que abre la puerta a la titulación de los créditos sobre los que recae *ex art.* 26 de la Ley 2/1981 del 25 de marzo de la regulación del mercado hipotecario que establece: “*la movilización de los créditos o préstamos garantizados mediante primera prenda sin desplazamiento*”.

---

<sup>75</sup> *Ibidem*, p.18.

<sup>76</sup> También puede aplicarse el criterio seguido por sentencias del TS sobre fianzas de obligaciones futuras que dice bastará con que los créditos futuros fueran “*previsibles o determinables*” (*vid.*, SSTS 148/2000, 23 febrero 2000; núm.739/2005,13 octubre; 497/2009, 26 febrero junio 2009 núm. 497/2009, entre otras.)

<sup>77</sup> Decreto de 8 de febrero de 1946, por el que se aprueba la nueva redacción oficial de la Ley Hipotecaria (BOE 27 de Febrero de 1946).

<sup>78</sup> Para más información, *vid.* Azofra, F., *La hipoteca flotante*, Dykinson, Madrid, 2015.

<sup>79</sup> Se aplica supletoriamente a la prenda sin desplazamiento, *ex disposición adicional tercera*

<sup>80</sup> Así lo establecen varias sentencias del TS sobre fianzas de obligaciones futuras: SSTS 148/2000, 23 febrero 2000; núm.739/2005,13 octubre; 497/2009, 26 febrero junio 2009 núm. 497/2009, entre otras.

Además, este autor señala dos cuestiones que pueden generar desprotección e incertidumbre a los acreedores pignoratícios de las prendas comunes, a las que no estarán sometidos los acreedores de las psd: <sup>81</sup>

a) La “eficacia real diferida”: Como ya sabemos, la eficacia real de la prenda común no es absolutamente retroactiva. Es decir, no es oponible desde su constitución fehaciente, sino desde que se perfecciona la relación jurídica de la que surge el crédito. Hasta que esta relación jurídica fuente no se perfeccione, la prenda solo tendrá eficacia obligacional. Por ello, puede darse la situación de que durante la fase intermedia se constituyan derechos preferentes que desplacen la eficacia de la prenda común constituida con anterioridad.

Esto parece especialmente problemático en el Project Finance, ya que lo que buscan los bancos financiadores es obtener garantías lo más sólidas posible lo antes posible, (normalmente durante la suscripción de los contrato de financiación). Sin embargo, si constituyen prendas ordinarias sobre créditos futuros, la eficacia real de estas garantías se diferirá hasta que la relación jurídica subyacente se perfeccione, corriendo el riesgo de acaben teniendo un rango subordinado a otros derechos preferentes que se constituyan durante este tiempo.

Este problema es especialmente notorio en las prendas constituidas sobre créditos “*estrictamente futuros*”. Así por ejemplo, esto sucede cuando se pignoran créditos generados por contratos públicos en fase de tramitación o cuando se pignora la RPA, cuya eficacia depende de la autorización de la Administración, que puede tardar bastante en emitirse.

Esto no sucedería si la prenda fuera registral, ya que su eficacia real se retrotrae a la inscripción registral incluso cuando la relación causal programada no se hubiera perfeccionado. En consecuencia, la prenda registral tendrá un rango superior en el concurso si se inscribió antes de que la relación jurídica fuente de la

---

<sup>81</sup> Fernández del Pozo, L., “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/créditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *op.cit.*, pp. 15-17.

prenda ordinaria se suscribiera, incluso si la prenda ordinaria se hubiera constituido en documento público. Es decir, la eficacia real de la prenda posesoria se ve desplazada por la de la prenda registral. Esto no supone que la prenda posesoria deje de ser oponible en el concurso frente otros créditos no pignorados<sup>82</sup>, sino que deja de serlo frente a la prenda sin desplazamiento.

b) La inseguridad sobre la consideración de que la relación jurídica o contrato fuente no esté “perfeccionado” antes de la declaración del concurso

No en pocas ocasiones, los administradores concursales han rebatido la perfección de las relaciones jurídicas subyacentes de las que nace el crédito futuro pignorado.

En general el acreedor pignoraticio puede tener que enfrenarse a esta situación siempre que exista una prenda sobre un crédito futuro contra la Administración. En este caso, tanto el administrador concursal como los demás acreedores concurrentes en concurso alegarán que el nacimiento del crédito pignorado está supeditado a la posibilidad de transmitirlo, lo que no sucederá hasta que se cumplan las condiciones establecidas en el art. 200 LCSP<sup>83</sup>, que son: a) el cumplimiento por parte de la entidad concesionaria de las obligaciones que le corresponden según el contrato de concesión y b) la emisión efectiva de las certificaciones de obra correspondientes.

Un ejemplo de problemas que pueden surgir en este ámbito, es la S JM del 21 de abril de 2014 que establece un precedente en cuanto a relaciones jurídicas generadoras de créditos futuros que no se reputan perfeccionadas por no estar lo “suficientemente determinadas”<sup>84</sup>. Es esta sentencia se cuestiona la oponibilidad concursal de créditos que tiene el concesionario de una construcción de autopistas

---

<sup>82</sup> En este momento la relación jurídica fuente ya se ha debido perfeccionar, de lo contrario no se le podría reconocer oponibilidad concursal.

<sup>83</sup> Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014 (BOE 9 de noviembre de 2017).

<sup>84</sup> *vid.* a S JM n° 7 de Madrid 70/2014, del 21 de abril.

de peaje contra los usuarios. La resolución entiende que los peajes, no son créditos que nazcan del contrato de concesión ya perfeccionado, sino de la prestación de servicios del contratista a los usuarios. Por tanto entienden que la relación jurídica de la que nace el crédito (que es la prestación de servicios) no ha sido perfeccionada. Se plantea un problema similar en los otorgamientos de concesiones, subvenciones o licencias en los que el proceso de otorgamiento que haya empezado pero no haya concluido.

Esta falta de certeza no existe en las prendas sin desplazamiento ya que su eficacia real depende de la inscripción no de la determinación de que la relación jurídica haya sido perfeccionada.

En mi opinión, es cierto que la prenda sin desplazamiento goza de todas estas ventajas sin embargo, la prenda común tiene otras características que, según las circunstancias, pueden resultar más convenientes. Por ejemplo, los trámites de inscripción de la psd. conllevan unos gastos que las partes pueden no querer asumir, mientras que la prenda común no implica gastos de este tipo o también pueden querer evitar el procedimiento de tramitación que supone la inscripción de la prenda. Por ello, coincido con la opinión de Agustín Redondo Aparicio, de que es una cuestión que deben considerar y elegir libremente las partes, sin establecer ningún tipo de imposiciones al respecto. Así mismo, considero que se estaba privando a las partes de la posibilidad de escoger el tipo de garantías que consideraran más apropiadas según sus propios intereses.<sup>85</sup>

(iv) Requisitos formales de constitución de la prenda como presupuesto de su resistencia al concurso:

La reforma del art. 90.1.6º del año 2015, condiciona la oponibilidad de las prendas a los siguientes requisitos formales:

---

<sup>85</sup> La Reforma del Régimen Concursal de las prendas de créditos futuros de la ley 40/2015, de 1 de octubre”, *op.cit.*, p. 91.

- a) Prendas de derechos o bienes corporales: deben constar en documento público y producirse el desplazamiento posesorio del bien o derecho pignorado.
- b) Prendas de créditos: el único requisito formal establecido es la fehaciencia de la fecha de la constitución de la prenda, ya sea mediante un documento público o mediante un documento privado *ex. art. 1227 CC*.
- c) Prenda sobre créditos futuros: la prenda debe constituirse en documento público (escritura pública o póliza) para ser resistente al concurso. La reforma parece recuperar la asimilación de la prenda de créditos futuros a la prenda de cosas, lo que supone la aplicación de los requisitos formales del art. 1862-1865 CC como presupuesto de la oponibilidad concursal de la prenda. Este criterio hace que nos cuestionemos si también es necesario constituir en documento público las prendas sobre créditos futuros para su *oponibilidad extraconcursal*. La exigencia de documento público, contrasta con la libertad formal que establece el mismo precepto para las prendas de créditos presentes.
- 86

Parece que la doctrina en general<sup>87</sup>, considera poco razonable condicionar la oponibilidad de la prenda a distintos requisitos formales en función de la futuridad del crédito sobre el que recaen, ya que el documento público no incrementa en modo alguno la publicidad de la prenda constituida, sino que únicamente permite prevenir fraudes. Además, parece que este criterio va en contra de la tendencia modernizadora de suavizar los requisitos formales de los negocios jurídicos de bienes muebles. En la psd. se exigirá documento público cuando así lo establezca la ley del registro en la que ésta se inscriba<sup>88</sup>.

---

<sup>86</sup> Fernández del Pozo, L., “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/créditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *op.cit.*, pp. 10-11.

<sup>87</sup> Entre otros, Luis Fernandez del Pozo, Pantaleón y Gregoraci.

<sup>88</sup> Fernández del Pozo, L., “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/créditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *op.cit.*, pp. 10-11.

En este último aspecto Agustín Redondo<sup>89</sup> considera que la reforma de 2015 genera confusión en cuanto a los requisitos formales de los que depende la oponibilidad de la prenda sin desplazamiento. Confusión que responde a la falta de coordinación entre los preceptos que regulan la psd. en la LC.

Por un lado el art. 90.2 LC condiciona la oponibilidad de la psd. a los “*los requisitos y formalidades previstos en su legislación específica para su oponibilidad a terceros*» (es decir, a la inscripción ex. art. 54.3 LHM y PSD). Por otro, el art. 90.1.6° establece como única exigencia para la oponibilidad de las prendas de créditos la fecha fehaciente de su constitución. Esto la hace sin especificar a qué tipo concreto de prenda se está refiriendo, lo que suscita dudas sobre su aplicación a las prendas comunes exclusivamente o también a las prendas sin desplazamiento.

Personalmente, comparto la opinión de Agustín Redondo de que la inscripción no solo es un requisito ineludible para la oponibilidad de la prenda, sino que ex. art 54.3 LHM y PSD, es un requisito necesario para que la prenda sin desplazamiento se considere eficazmente constituida, y si para empezar no hay prenda, tampoco será oponible.

*(v) Letra c) del art 90.1.6°: normas especiales de la prenda de créditos procedentes de la contratación pública.*

En la letra c) del art. 90.1.6°, el legislador intenta aclarar la polémica que surgió en el año 2012, tras la declaración del concurso de varias sociedades concesionarias<sup>90</sup>, sobre la resistencia al concurso de las prendas constituidas sobre la RPA<sup>91</sup>.Las

---

<sup>89</sup> Redondo Aparicio, A., “La Reforma del Régimen Concursal de las prendas de créditos futuros de la ley 40/2015, de 1 de octubre”, *op.cit.*, p.92.

<sup>90</sup> Fernández del Pozo, L., “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/créditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *op.cit.*, p. 13.

<sup>91</sup> Pulgar Ezquerro, J., “Sociedades concesionarias de obra pública, pignoración de créditos futuros y concurso de acreedores”, *op.cit.*, pp.53-54: La mayor parte de la doctrina considera que la expresión utilizada para referirse a esta indemnización no es la más adecuada. Esto se debe a que la RPA normalmente surge de una obligación extracontractual que tiene la Administración cuando causa algún perjuicio a un tercero. Sin embargo, la indemnización resultante de la resolución del contrato de concesión tiene naturaleza contractual.

sociedades concursadas financiaron los proyectos de construcción de autopistas mediante estructuras de Project Finance en las que otorgaron garantías a los bancos financiadores sobre todos los bienes y derechos que fuera razonable y rentable pignorar (o eso parecía en el momento). Algunos de los créditos que se garantizaron (más conocidos como RPA), fueron los eventuales derechos de cobro que tendría la concesionaria en contra de la Administración *ex art. 280.1 LCSP*, como consecuencia de la resolución del contrato de concesión de obra pública. La constitución de prendas sobre la RPA es, en ocasiones, imprescindible para encontrar terceros que estén dispuestos a financiar el proyecto, ya que el hecho de tener la seguridad que proporciona una obligación de pago a cargo de la Administración, supone que las entidades financieras estén más predispuestas a facilitar los fondos necesarios para la construcción del proyecto.<sup>92</sup>

El contrato de concesión se resuelve en el momento en el que la concesionaria entra en concurso de acreedores *ex art. 211 b)*, siendo esta la fecha en la que nace el derecho de crédito contra la administración (la RPA). Como el crédito nace del contrato de concesión, la prenda sobre la RPA será resistente al concurso siempre y cuando el contrato se hubiera constituido y suscrito válidamente antes de la declaración del concurso (siguiendo la tesis intermedia). Esto sería así, incluso en el caso de que el derecho a recibir la indemnización por la RPA naciera después de la apertura del concurso. La reforma de 2015 mantiene este criterio incorporando dos requisitos adicionales, que en opinión de autores como Luis Fernández del Pozo, no están lo suficientemente justificados y generan aún más controversia.<sup>93</sup>

a) Primero, la resistencia concursal de la prenda sobre el crédito generado por la eventual responsabilidad de la administración está sujeta a que la prenda garantice un crédito relacionado con el contrato de concesión *ex art. 273 LCSP*. Es decir, si la RPA se ha pignorado para garantizar alguna deuda por alguna actividad diferente a la explotación y construcción de la obra concedida por la Administración, la prenda no

---

<sup>92</sup> Pulgar Ezquerro, J., “Sociedades concesionarias de obra pública, pignoración de créditos futuros y concurso de acreedores”, *op.cit.*, pp.53-54.

<sup>93</sup> Fernández del Pozo, L., “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/créditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *op.cit.*, p. 13.

resistirá al concurso. Este requisito parece tener un vínculo directo con el *Project Finance*, ya que pretende proteger a las entidades financiadoras del proyecto reconociendo únicamente la resistencia concursal de las prendas dirigidas a asegurar el repago de la financiación del proyecto. Por ello, si la RPA se pignora para garantizar una actividad distinta a la del contrato de concesión, los acreedores pignoraticios a favor de los cuales se constituya esta garantía tendrán un crédito ordinario inferior en rango al que garantiza una deuda derivada de la concesión. Luis Fernández del Pozo considera excesivamente restrictivo este requisito, pues limita la libertad de las sociedades concesionarias de mover sus activos para financiar actividades distintas a las que desarrollan por la concesión.<sup>94</sup>

b) La segunda condición es el acto de autorización de la constitución de la prenda por el órgano administrativo que otorgado la concesión. De nuevo, Fernández del Pozo se muestra contrario a requisito<sup>95</sup>. Considera que condicionar el privilegio especial del crédito futuro pignorado a la decisión arbitraria del órgano administrativo de turno (sin que exista ninguna forma de controlar los criterios que la Administración ha adoptado para otorgar dicha autorización) supone una gran discrecionalidad del sistema. Cosa distinta sería que se pignorara el contrato de concesión propiamente dicho, ya que si se ejecuta la prenda habría un nuevo concesionario con el que la Administración puede no estar conforme. La elección del concesionario es una decisión que corresponde a la Administración Pública, además de que los contratos de concesión son *intuitu personae*, por esto la autorización de la Administración en este caso estaría justificada. Sin embargo no es este el escenario que se contempla, sino la necesidad de autorización para pignorar el crédito resultante de la concesión, actuación que en ningún caso producirá el cambio de la entidad concesionaria. Tampoco se entiende que para la “*simple transmisión*” del crédito, la LCSP únicamente exija la comunicación efectiva a la Administración como deudor cedido, mientras que para pignorar se imponga la necesidad de obtener una autorización.

---

<sup>94</sup> *Ibidem*, pp. 13-14.

<sup>95</sup> *Ibidem*, p. 14.

Todo esto suscita mucha incertidumbre sobre la necesidad de autorización en las prendas “atípicas” constituidas sobre otros derechos de crédito que nazcan de contratos públicos. Con esto nos estamos refiriendo a aquellos créditos que no surgen como consecuencia de la RPA y a los que derivan de contratos administrativos diferentes a los previstos en el art. 90.1.6º LC y 273 LCSP. Cuestión que parece actualmente de muy difícil solución, como consecuencia de la inseguridad jurídica generada por el precepto.<sup>96</sup>

Asimismo, existe una gran inseguridad jurídica sobre cuándo se entiende perfeccionada la relación jurídica o contrato origen del crédito contra la Administración. Por ejemplo, es incierta la resistencia concursal de las prendas sobre créditos nacidos de contratos de obra, en los que hasta después de la apertura del concurso no se expiden las certificaciones de obra correspondientes. Según lo establecido en la STS del 22 de Noviembre de 2008, no se podrán pignorar créditos futuros contra la Administración hasta que *“pasados dos meses desde la certificación, surja el derecho de cobro”*. El TS, justifica la adopción de este criterio a partir de la naturaleza sinalagmática que tienen las relaciones jurídicas originarias del crédito. Los contratos sinalagmáticos, suponen la existencia de obligaciones contractuales recíprocas para cada una de las partes del contrato. Es decir, el contratista debe realizar la obra, y la Administración debe retribuir este servicio. Una vez ejecutada la obra, la Administración debe emitir una certificación que confirme que ésta se ha realizado adecuadamente. Dentro de los dos meses siguientes, la Administración estará obligada a realizar el pago que retribuya la ejecución de la obra. Es en este momento cuando puede reconocerse, a favor del contratista, un derecho de cobro que sea susceptible de ser cedido.<sup>97</sup>

En este sentido, Ángel Carrasco Perera considera deficiente el razonamiento jurídico de la STS 22 de Noviembre de 2008, ya que condiciona el “nacimiento del crédito” a que la Administración manifieste su conformidad con la obra ejecutada por el contratista. Según Ángel Carrasco, la existencia del crédito no depende de que la

---

<sup>96</sup> *Íbidem*, p. 14-15.

<sup>97</sup> *Íbidem*, pp.15-17.

Administración manifieste su conformidad con la obra, sino de la perfección del contrato de obra (que en este caso se había producido). La fuente del crédito no es la obra en sí, sino el contrato de obra. Por tanto, según este autor, no puede condicionarse la existencia del derecho de cobro a la emisión de la certificación de obra. El art. 218 LCSP parece confirmar esta teoría.<sup>98</sup>

También parece inconclusa la resistencia al concurso de las prendas de créditos que tenga la sociedad concesionaria en contra de personas distintas al órgano público otorgante de la concesión. Por ejemplo, en los casos en los que la sociedad concesionaria tenga derechos de crédito por el cobro de peajes contra los usuarios de una autopista. En estos casos, lo habitual será considerar que la relación jurídica de cuya perfección depende la resistencia concursal de estos créditos, es el contrato de prestación de servicio (*off-take agreement*) con el usuario y no el contrato de concesión. Por ello, los créditos que nazcan de servicios que se hayan prestado después de la apertura del concurso no tendrán resistencia concursal.

Para terminar, dice Fernández del Pozo que la ley “*descuida cómo hacer constar la prenda sobre derechos de créditos futuros derivados del contrato de concesión en el folio abierto a la concesión en el Registro de Propiedad*”. Se trata de una situación parecida a la que se produce en las *fixtures*<sup>99</sup> cuando concurren sobre ellas varias garantías. En este caso el problema es que, al ser la concesión inscribible en el Registro de la Propiedad, deberían inscribirse también las prendas constituidas sobre los créditos que se consideran “bienes muebles pertenenciales” a la concesión, para proteger a los terceros de buena fe en aras del principio de fe pública registral.

#### **7.4 Step-in rights:**

Por último, voy a mencionar brevemente una fórmula muy recurrente, que permite a los bancos controlar las actuaciones de la SPV en un intento de reducir la inseguridad

---

<sup>98</sup> Perera Carrasco, A., “La relación jurídica preexistente y la prenda de créditos futuros: una crítica”, en *Lexology*, 2017, p. 9 (disponible en: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=4ca07335-193b-44d3-8c65-19250091e661>).

<sup>99</sup> *vid.* “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/créditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *op.cit.*, p. 15, son: “*bienes muebles incorporados a inmuebles*”

inherente al alto riesgo de estas operaciones. En primer lugar, encontramos los *acuerdos directos* que dan derecho, a las entidades financieras, a que la contraparte de la SPV en el contrato (cualquiera en el que se haya incluido el acuerdo), es informe sobre cualquier circunstancia que pueda poner en peligro la continuación del mismo (p.ej. incumplimientos de contrato por la SPV). Son contratos suscritos entre el banco financiador, la SPV y la contraparte de la SPV, y a pesar de que puedan referirse a cualquier contrato del proyecto, son más habituales en los de construcción. Otro método de control, aunque más intrusivo son, los “*step-in rights*”, que son derechos reconocidos a favor de las entidades financiadoras facultándolas a subrogarse o subrogar a un tercero en la posición jurídica que tiene la SPV en los contratos del proyecto. Como resultado de la subrogación, la entidad financiera debe realizar los abonos que surjan de los contratos del proyecto. Asimismo, tendrá derecho a percibir todos bienes y derechos que fuera a recibir la SPV bajo estos contratos. Los “*step-in rights*” se ejercitan en los casos en los que la SPV no cumple con sus obligaciones, poniendo en peligro la continuidad del proyecto. Además, cabe decir que estas figuras están se consideran, en el ámbito jurídicos español medidas demasiado duras y por ello es más común verlas en los *Project Finance* internacionales.<sup>100</sup>

El riesgo que tienen este tipo de cláusulas es que el administrador concursal califique a alguna de las entidades financiadoras como administradora de hecho<sup>101</sup> de la sociedad concursada. En este caso, su crédito pasará a estar subordinado perdiendo el carácter privilegiado que le otorgaba la prenda *ex art. 92.5º y 93.2.2º LC*.

## 8. CONCLUSIONES:

---

<sup>100</sup> Carnero Prieto, D., “Project Finance”, *op. cit.*, pp. 116-117.

<sup>101</sup> Para saber más sobre administradores de hecho *vid.*: *Guía Jurídica Wolters Kluwer*, “El administrador de hecho”, (disponible en [http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAAUNDUwNTfbLUouLM\\_DxbIwMDCwNzAwuQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoA2vFEQTUAAAA=WKE](http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAAUNDUwNTfbLUouLM_DxbIwMDCwNzAwuQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoA2vFEQTUAAAA=WKE)).

Los *Project Finance* son mecanismos de financiación de proyectos, existentes en la práctica internacional, que requieren inversiones de gran envergadura.

La casuística del *Project Finance* es variada, existiendo una multiplicidad de proyectos financiados a través de esta modalidad de financiación, distintas estructuras y distintos riesgos. Además habrá una pluralidad de partes implicadas en el proyecto. Con cada una de ellas se firmará un contrato diferente. Ante esto debemos tener en cuenta que, los contratos de financiación, los contratos de garantías y los contratos del proyecto, deben constituir un entramado coordinado que se adecúe al proyecto concreto.

El contrato de financiación *senior* se adapta a cada tipo de proyecto, y a los riesgos asociados a cada fase. Por ello en fase de construcción, al ser la más arriesgada, se establecerán tipos de interés más altos, mientras que en fase de operación, al bajar el perfil de riesgo, se exigirán tipos más bajos. Una de las claves de estos contratos es que se configuran de forma que permitan controlar los flujos de caja de la SPV (*prestataria*), mediante la creación de cuentas únicas.

El rasgo definitorio del *Project Finance* es el “recurso limitado” a los flujos de caja del propio proyecto. Es decir la base del *Project Finance* es que la financiación invertida se repaga únicamente con los rendimientos generados por el proyecto financiado, sin poder recurrir a los *sponsors* o accionistas de la *prestataria*. Por ello, uno de los contratos del proyecto más importantes del proyecto son los *off-take agreements*, que se suscriben con los adquirentes del producto generado por el proyecto, y por tanto son los que generan los flujos de caja.

Como consecuencia del “recurso limitado”, los riesgos a los que los bancos financiadores se exponen variará en función de la fase del proyecto. La fase de construcción es la más expuesta al riesgo de impago de los prestatarios. Esto se debe a que el proyecto no está generando todavía rendimientos, y por tanto no hay nada que asegure el repago del préstamo. Sin embargo, las entidades financieras ya están entregando a los prestatarios las cantidades de dinero acordadas. En fase de operación, el proyecto ya empieza a funcionar y en consecuencia a generar rendimientos. El perfil de riesgo baja lo que supone el cese de las puestas a disposición, el pago de la amortización

del préstamo, y el pago de intereses. Es cierto que existen otros riesgos que no están especialmente vinculados a ninguna fase, como por ejemplo las fluctuaciones de los tipos de interés.

Para cubrir todos estos riesgos se utilizan tres tipos de garantías: contratos de cobertura de intereses, contratos de garantía y acuerdos directos/*step-in rights*.

Los contratos de cobertura cubren las fluctuaciones de los intereses de referencia establecidos en el *caso base* del proyecto. Será muy importante suscribir este tipo de contratos ya que la subida de intereses puede afectar la capacidad de los prestatarios de devolver el préstamo, además de que las entidades prestatarias querrán asegurarse un mínimo de rentabilidad en estas operaciones.

En este ámbito, la Resolución de la CNMC del pasado 13 de Febrero de 2018 calificó de anticompetitivas las conductas de coordinación de precios de los derivados utilizados para cubrir las variaciones de los tipos de interés en estos proyectos. En consecuencia, si los bancos que conceden el tramo de financiación *senior* en el *Project Finance*, son los mismos que las que ofrecen este tipo de derivados, deberán configurar los contratos de cobertura escrupulosamente ante la posible sanción de la CNMC por desarrollar conductas anticompetitivas. Esta resolución tendrá un gran impacto en el *Project Finance*, ya que los contratos de cobertura son una de sus piezas clave de estos sistemas de financiación. Las consecuencias a las que puede llevar esta resolución es que las entidades financieras se muestren más reticentes a participar en estos proyectos, ya que deberán estar sometidas a un alto riesgo con pocas garantías de que obtendrán los beneficios que buscan.

En cuanto a los contratos de garantía, las más relevantes en este trabajo son las constituidas sobre derechos de créditos futuros. Estas figuras jurídicas han causado mucha controversia en el mundo jurídico, no tanto en relación con su validez (cuestión ya superada) sino más bien con respecto a su oponibilidad. El problema principal de estas figuras es el de su eficacia real en fase intermedia, que es el periodo que transcurre desde que se constituye la garantía hasta que nace el crédito pignorado. En este aspecto, ha triunfado la “tesis intermedia” postulada por Luis Fernández del Pozo,

que afirma que estas prendas son oponibles desde que nace la relación jurídica o contrato originario del crédito futuro pignorado.

En lo que respecta a su oponibilidad concursal, debe analizarse la reforma del art. 90.1.6° LC operada en 2015, que resuelve algunas de las dudas suscitadas por la redacción anterior. Las principales polémicas resueltas son: 1. La referencia del art. 90.1.6° a las prendas *sobre* derechos de créditos futuros y no a las prendas en garantía de derechos de créditos futuros, 2. La adopción de la tesis intermedia de Fernández del Pozo, 3. la resistencia concursal equitativa de la prenda común frente a la prenda sin desplazamiento, aclarando la redacción anterior que parecía privilegiar la prenda otorgándole mayor resistencia concursal, 4. la constitución en documento público como requisito previo para su oponibilidad concursal y 5. las condiciones especiales establecidas para las prendas sobre créditos futuros que nacen de contratos administrativos.

La reforma establece condiciones especiales para este tipo de créditos debido a la especialidad de la relación de la que nacen. Así condiciona la resistencia concursal de estas prendas a que garantizan créditos vinculados con los contratos de concesión y a la autorización de la administración otorgante. En este aspecto, la reforma parece aclarar poco o nada, además de generar más controversias de las que había antes. Se centra en las prendas constituidas sobre la RPA de la administración, dejando abiertas cuestiones tan importantes como: i) cuándo se entiende perfectamente constituida la relación jurídica de la que nace el crédito contra la administración, ii) la resistencia concursal de prendas que tiene la sociedad concesionaria contra terceros distintos de la administración concedente, iii) la resistencia concursal de prendas constituidas sobre los llamados créditos “atípicos” distintos de la RPA y iv) la constancia en el Registro de Bienes Muebles de las prendas constituidas sobre los créditos nacidos de contratos de concesión que son registrables.

Por último, los acuerdos directos/*step-in rights* son fórmulas que facultan a las entidades financiadoras para controlar las actividades de la SPV que pongan en peligro el repago de la financiación. Facultan a las entidades financieras que participan en el proyecto a: 1. A que el contratista del proyecto les comunique cualquier circunstancia

que pueda poner en peligro el proyecto y 2. subrogarse o subrogar a un tercero en las posiciones contractuales de la SPV en los distintos contratos del proyecto.

#### **BIBLIOGRAFÍA:**

Alfaro Águila-Real, J., “Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias, *Almacén de Derecho*”, <http://almacenederecho.org/lecciones-asistencia-financiera-la-adquisicion-acciones-participaciones-propias/> última consulta 3/03/2018).

Azofra, F., *La hipoteca flotante*, Dykinson, Madrid, 2015.

Carnero Prieto, D., “Project Finance”, SAAVEDRA ORTIZ, J.J y SERRANO ACITORES , A (ed.), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, 2011, pp. 81-119.

Dewar, J., “Project Participants and Structures”, en Dewar, J. (ed.), *International Project Finance: Law and Practice*, Oxford University Press, Nueva York, 2011, pp 21-55.

Fernández del Pozo, L., “La oponibilidad concursal y extraconcursal de la prenda, ordinaria y sin desplazamiento, sobre créditos futuros”, *Anuario de derecho concursal*, N<sup>o</sup>. 25, 2012, pp 9-94.

Fernández del Pozo, L., “Prenda común y prenda sin desplazamiento sobre bienes/creditos futuros del pignorante. Nuevos y viejos problemas”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, N<sup>o</sup>. 24, 2016, pp.41-65.

García López, M: J., López Quero, M., Avilés Palacios, V., “La articulación de un project finance como instrumento de financiación de parques eólicos. un caso práctico”, en Pindado García, J., y Payne G. (Coords.), *Estableciendo puentes en una economía global*, Vol. 2, 2008 (disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2740041>; última consulta el 16/04/2018).

*Guía Jurídica Wolters Kluwer*, “El administrador de hecho”, (disponible en [http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAAUNDUwNTtbLUouLM\\_DxbIwMDCwNzAwuQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoA2vFEQTUAAAA=WKE](http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAAUNDUwNTtbLUouLM_DxbIwMDCwNzAwuQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoA2vFEQTUAAAA=WKE)).

López Alonso, L.J., *Project Finance: financiación de una autovía en el norte de España*, Garvía Vega, L. (dir.), TFM presentado en la Universidad Pontificia de Comillas, Madrid, 2015 pp. 27-30.

Manrique Navas, A. y Velázquez Prado, I., “Financiación de proyectos”, Sols Rodríguez-Candela. A. (ed. lit.), Fernández Fernández, I. (ed. lit.) y Romero Yacobi, F.J (ed.

lit.), *La gestión integral de proyectos*, Universidad Pontificia Comillas, Madrid, 2013, pp. 165-194.

Martín Baumeister, B., “Financiación y estructuración de garantías”, *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, N<sup>o</sup>. 22, 2015, pp. 495-508.

Mínguez Prieto, R., “Las Estructuras de Financiación de las operaciones de Capital Riesgo: Análisis Legal en un Contexto de Crisis Económica y Crediticia”, Martínez Echevarría Y García de Dueñas, A. (dir.), *El Capital Riesgo: su operativa*, Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2012, pp. 381- 411.

Perera Carrasco, A., “La relación jurídica preexistente y la prenda de créditos futuros: una crítica”, en *Lexology*, 2017, p. 9 (disponible en: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=4ca07335-193b-44d3-8c65-19250091e661>).

Pulgar Ezquerria, J., “Sociedades concesionarias de obra pública, pignoración de créditos futuros y concurso de acreedores”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Enero-Junio 2013, n<sup>o</sup> 40, pp.49-77.

Redondo Aparicio, A., “La Reforma del Régimen Concursal de las prendas de créditos futuros de la ley 40/2015, de 1 de octubre”, *Actualidad Jurídica (Uría Menéndez)* n<sup>o</sup> 24, 2016, p. 87-94.

LEGISLACIÓN  
JURISPRUDENCIA  
OBRAS DOCTRINALES

