

ESTADO ACTUAL Y PROPUESTAS DE FUTURO DE LOS VEHÍCULOS DE ESTÍMULO DE LA VIVIENDA EN ALQUILER

JESÚS ANTONIO ROMERO FERNÁNDEZ

Doctor en Derecho.

Profesor de Derecho Mercantil de la Universidad de Sevilla

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Luis Díez PICAZO Y PONCE DE LEÓN, don Juan CADARSO PALAU, doña Cristina PAREDES SERRANO, don Jesús QUIJANO GONZÁLEZ y don Fernando RODRÍGUEZ ARTIGAS.

Extracto:

EN los últimos años el Gobierno ha barajado diversas fórmulas alternativas a la propiedad para solventar el problema de la vivienda, ante la subida de los precios y la elevación del nivel de esfuerzo requerido para su adquisición en propiedad. Entre ellas se encuentra la potenciación del mercado de alquileres, por medio de las nuevas Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, creadas por la Ley 11/2009, de 26 de octubre. En el presente artículo se pretende analizar el régimen jurídico-privado de estas sociedades, lo que nos ayudará a conocer cuál puede llegar a ser el papel que van a jugar en la potenciación del mercado de la vivienda en alquiler o si, por el contrario, se van a convertir en meros instrumentos de inversión.

Palabras clave: el problema de la vivienda, fórmulas alternativas a la propiedad, Ley 11/2009, de 26 de octubre, mercado de la vivienda en alquiler.

CURRENT CONDITIONS AND FUTURE PROPOSAL ON HOUSING RENTAL INCENTIVE VEHICLE

JESÚS ANTONIO ROMERO FERNÁNDEZ

Doctor en Derecho.

Profesor de Derecho Mercantil de la Universidad de Sevilla

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Luis Díez PICAZO Y PONCE DE LEÓN, don Juan CADARSO PALAU, doña Cristina PAREDES SERRANO, don Jesús QUIJANO GONZÁLEZ y don Fernando RODRÍGUEZ ARTIGAS.

Abstract:

ALL along the last three years, the Government has been framing different options in property policies in order to solve the housing problem due to the price rise and the increasing difficulties borne to buy a large property. Among these alternatives we have lately found a strengthened rental-housing policy, by means of the new Public Limited Companies quoted in real estate market set up by the 11/2009 law, 26th October. By this article it is expected to assess these corporation's private legal system, something that is going to represent a great help to get to know what role the strengthening of the rental-housing policy will play, or otherwise it will become some simple investment tool.

Keywords: the housing problem, options in property policies, 11/2009 law, 26th October, the rental-housing policy.

Sumario

- I. Introducción.
- II. Las IICI en España como instrumento de estímulo de la vivienda en alquiler. Realidad o quimera.
 1. Ideas previas.
 2. Tipos de inversión que pueden realizar las IICI. Críticas al régimen existente.
- III. Los FII en el nuevo escenario inmueble en España.
 1. Preliminar.
 2. Delimitación de los FII.
 3. Los inmuebles que pueden ser objeto de inversión o aportación no dineraria por parte del FII.
 4. Propuestas para revitalizar el mercado de los FII.
- IV. El contrato de arrendamiento cuando el arrendador es un FII. Propuestas *de lege ferenda* para conseguir su éxito en España.
 1. El artículo 13.2 de la LAU/1994.
 2. La posibilidad de incluir el arrendamiento de los FII en la expresión «análogo derecho de goce» del artículo 13.2 de la LAU.
 3. Propuestas *de lege ferenda*. Propuestas de modificación de la LAU.
- V. Los REITs.
- VI. Las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario. ¿La panacea de la crisis o simple vehículo de inversión?
 1. Ideas previas.

2. El régimen legal aplicado a las SOCIMI.
3. Las SOCIMI como sociedades abiertas admitidas a negociación oficial.
4. El objeto social de las SOCIMI.
 - 4.1. Preliminar.
 - 4.2. La adquisición y promoción de bienes inmuebles.
 - 4.3. Adquisición de participaciones en otras SOCIMI u otras entidades análogas (¿REIT?).
 - 4.4. La tenencia de acciones o participaciones de IICI.
 - 4.5. Otras actividades accesorias incluidas dentro del objeto social.
5. El capital social de las SOCIMI.
6. La obligación de distribución de beneficios.
7. El recurso a la financiación ajena.
8. Conclusión.

I. INTRODUCCIÓN

Las políticas de los diferentes Gobiernos de nuestro país se han caracterizado por potenciar la adquisición de la vivienda, contemplando el alquiler como una opción puramente residual pensada exclusivamente para aquellos sectores de población que no podían acceder a la vivienda en propiedad ¹.

¹ Si comparamos la situación existente en España en la actualidad con la etapa franquista, se observa el paso de la preponderancia del alquiler de vivienda en 1953 al indiscutible dominio de la propiedad en nuestros días; es decir, se ha evolucionado desde un incontestable dominio del alquiler a un incontestable dominio de la propiedad, como solución preferida para solventar la necesidad de vivienda. Esto por sí solo sirve para poner de relieve que en España existe una extendida creencia de que los ciudadanos tienen una especial querencia por la vivienda en propiedad. Se trata de una situación creada que emana de la política seguida al respecto por el franquismo y continuada por los diferentes gobiernos. El desarrollo del mercado de alquileres de viviendas en nuestro país se ha visto gravemente dificultado como consecuencia del carácter excesivamente tuitivo de las diferentes leyes arrendaticias urbanas. Sin necesidad de retrotraernos más allá, así resulta de la Ley de Arrendamientos Urbanos (en adelante, LAU) de 1964 (la Ley anterior a la de 1964 era la de 13 de abril de 1956), cuyo texto refundido, aprobado por Decreto de 24 de diciembre de 1964, fue calificado, tanto por su lenguaje como por su técnica, de *plus quam imperfecta* (DE COSSÍO, A., *Instituciones de Derecho Civil*, I, Madrid, 1975, pág. 390.), convirtiendo, según este mismo autor (*op. ult. cit.*, pág. 389) un Derecho de carácter *excepcional* en un Derecho *especial*. Así, se establecía en favor del arrendatario determinados beneficios, calificados de irrenunciables –salvo en ciertos casos–, especialmente el de prórroga forzosa (art. 6 LAU/64) que podía extenderse, incluso, a los descendientes del arrendatario. En relación a terceros adquirentes, el artículo 57 LAU establecía la subsistencia del contrato «*aun cuando un tercero suceda al arrendador en sus derechos y obligaciones*», alterando el principio –*venta quita renta*– consagrado por el artículo 1.571 del Código Civil (en adelante, CC). Para que se produjera este efecto no era necesaria, por consiguiente, la inscripción del derecho de arrendamiento en el Registro de la Propiedad, lo que suponía una grave alteración de principios básicos del sistema, cual el de legitimación (art. 38.1 LH) o el de fe pública registral (art. 34 LH), que se erigen en propiedades normativas que fundamentan la concepción de la inscripción como título-valor.

El texto que sirve de base de toda la política de reformas estructurales y de política económica seguida por los diferentes gobiernos democráticos es, sin duda, el que contiene los denominados Pactos de la Moncloa, firmados por las diferentes fuerzas políticas del arco parlamentario en 1977 y que constituye la base de la continuidad de la política económica que ha caracterizado a nuestro país durante todo este periodo, base del éxito económico alcanzado; *vid.*, muy especialmente, apartado V de dichos Pactos que se refería a «*Política de urbanismo, suelo y vivienda*», que se subdividía en dos apartados: A) *Urbanismo y suelo* y B) *Vivienda*, y donde se ponía de manifiesto que la prioridad era la construcción –si bien, a su vez, para las rentas más desfavorecidas– dirigida a la adquisición en propiedad, como se deduce de la previsión referente a la potenciación de un mercado eficiente de hipotecas, para cuya financiación ya se hace referencia a la necesidad de una regulación de fondos de inversión que obligaría a tomar como activo las hipotecas sobre inmuebles. Esta previsión había que entenderla referida no tanto a los futuros Fondos de Inversión Inmobiliaria (en adelante, FII) cuanto a la necesidad de creación de un mercado de títulos hipotecarios como instrumento de financiación de la demanda de crédito necesario para la construcción y adquisición de inmuebles destinados a vivienda. A ello respondió la Ley 2/1981 de Regulación del Mercado Hipotecario, desarrollada posteriormente por el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de esta. Desde entonces, en materia de arrendamientos, caben ser

Como consecuencia de ello, España se ha convertido, de un lado, en el país con mayor número de propietarios de sus propias viviendas de la UE, junto con Irlanda y, de otro lado, como contrapartida, en el de menor número de inquilinos de su propia vivienda, con una tasa de alquiler que está muy alejada de la que se considera adecuada para el buen funcionamiento de un saneado mercado inmobiliario². El hecho de que los ciudadanos no puedan optar por un mercado saneado de vivienda en alquiler (en términos de calidad y precio), lejos de parecer algo meramente circunstancial, causa fuerte presión sobre el mercado de vivienda en propiedad, poniendo en riesgo el mandato constitucional dirigido a los poderes públicos de promover el acceso a una vivienda digna (art. 47 CE). Las condiciones para el acceso a una vivienda en propiedad en España³ han venido obstaculizando la demanda potencial de la de alquiler⁴.

citadas, esencialmente, tres reformas, todas ellas insuficientes para la creación de un auténtico mercado de viviendas en alquiler, aunque todas ellas orientadas en la dirección adecuada. En primer lugar, el Real Decreto-Ley 271/1985, de 30 de abril, sobre medidas de política económica –popularmente conocido como *Decreto Boyer*–, el cual derogó el derecho de prórroga forzosa del arriendo establecido por el artículo 57 de la LAU, si bien sin efectos retroactivos y, por tanto, tal medida era únicamente aplicable a los contratos celebrados con posterioridad a la entrada en vigor del citado Real Decreto-Ley (cfr., muy especialmente, art. 9 de este Real Decreto). En segundo lugar, la Ley 29/1994, de 24 de noviembre, de Arrendamientos Urbanos, que derogó el Texto Refundido de la LAU aprobado por Decreto de 24 de diciembre de 1964 y también el denominado *Decreto Boyer* de 1985, cuyo artículo 9 había derogado, a su vez, el artículo 54 de la LAU/64 referente al derecho de prórroga forzosa del arrendatario. En esta Ley 29/1994, en líneas generales, por lo que se refiere al arrendamiento de viviendas, la duración mínima del contrato se establece en cinco años –aunque el pactado fuera inferior– con posibles prórrogas anuales, si no media denuncia, por periodos máximos de tres. En tercer y último lugar, la Ley 23/2003, de 10 de julio, de Garantías en la Venta de Bienes de Consumo modificó diferentes preceptos de la Ley de Enjuiciamiento Civil con la finalidad de agilizar los juicios de desahucio por falta de pago (cfr. disp. final primera).

² Los países que lideran el porcentaje de vivienda en alquiler son Alemania, Austria, Holanda, Polonia, Dinamarca, Francia y Suecia, de lo que se deduce que un porcentaje que se aproxime al que tienen estos países podría ser deseable (estamos muy lejos de la media europea que se sitúa en el 38%); estaríamos hablando de algo más del 20 por 100 de la vivienda ocupada (cfr. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>). El número de viviendas en alquiler en España ha ido decreciendo progresivamente, acompañando los sucesivos Planes de Vivienda que normalmente poco interés han deparado al potencial arrendatario, mientras que el Plan actual 2009-2012 (RD 2066/2008 –BOE de 24 de diciembre, núm. 309, pág. 51.909–), parece no encontrar el encaje esperado en el mercado inmobiliario.

³ Entre otros resultan especialmente llamativos los siguientes datos: 1) España es el país de la UE con mayor gasto público en materia de política de viviendas, según la Asociación Hipotecaria Española; 2) en relación a su nivel de inflación tiene unos tipos de interés hipotecarios muy bajos; 3) es el país que presentaba uno de los mejores niveles de accesibilidad a la vivienda en propiedad hasta hace muy poco, hasta el punto de que, para una misma vivienda resultaba más barata la cuota hipotecaria estándar en caso de adquisición que la merced arrendaticia; 4) el inquilino goza de una protección excesiva, incluso tras la LAU de 1994 y la reforma de la Ley de Enjuiciamiento Civil en 2003, que únicamente se han visto disminuidos en parte por la Ley 19/2009, de 23 de noviembre, de medidas de fomento y agilización procesal del alquiler y de la eficiencia energética de los edificios; 5) lentitud de la justicia y de los procedimientos judiciales; 6) falta de un mercado organizado y desarrollado de arrendamientos de vivienda por falta de oportunidades de negocio, al contrario de lo que sucede, por ejemplo, en los mercados hipotecarios y de la promoción inmobiliaria dirigida a la adquisición en propiedad.

⁴ Sin una alternativa atractiva al dominio, los necesitados de vivienda se ven en la necesidad de adquirir una en propiedad. La consecuencia más evidente en los últimos años ha sido la gran dependencia de las familias españolas del crédito hipotecario, provocando un gran endeudamiento generalizado que, junto a la coyuntura actual de paro, pone en grave riesgo a nuestra economía y, en particular, al acceso a una vivienda digna. La *European Federation of National Organisations Working with Homeless*, en *El papel de la vivienda en el sinhogarismo. Alojamiento y exclusión residencial. Tema anual 2008*, Bruselas, 2008 (www.feantsa.org), pág. 45 mantiene que «La disponibilidad de viviendas aptas y a precios asequibles ha ganado importancia como factor desencadenante de situaciones de sinhogarismo. Esto se debe a la expansión, y subsiguiente crisis del mercado inmobiliario, así como a cambios en la economía global, a la disminución del número de viviendas sociales disponibles y a cambios demográficos». Añade que «las modalidades de vivienda en propiedad y alquiler en el mercado privado, pueden constituir una solución de alojamiento para familias con ingresos medios y bajos, debiéndose promover las políticas públicas de viviendas de protección oficial para las familias más vulnerables».

Ha sido en los últimos años cuando, ante la subida de los precios de las viviendas y la elevación del nivel de esfuerzo requerido para su adquisición en propiedad, se han empezado a barajar fórmulas alternativas a la propiedad para solventar el problema de la vivienda, entre ellas, la potenciación del mercado de alquileres. En la medida en que se consiga potenciar dicho mercado, se generará una demanda que, a su vez, constituirá una importante oportunidad de negocio para las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (en adelante, SOCIMI), creadas por la Ley 11/2009, de 26 de octubre (BOE núm. 259, de 27 de octubre; en adelante Ley 11/2009). La cuestión debemos centrarla en analizar el régimen jurídico-privado de estas sociedades, lo que nos ayudará a conocer cuál puede llegar a ser el papel que pueden jugar en la potenciación del mercado de la vivienda en alquiler, de modo que sea una alternativa real a su adquisición en propiedad ⁵.

A nuestro juicio, para que en España se pueda paliar la dependencia que existe de la vivienda en propiedad es necesario que se adopten, entre otras, las siguientes medidas.

En primer lugar, que el diferencial de accesibilidad sea suficientemente favorable al alquiler en términos fiscales, incluso en escenarios de tipos de interés bajos. Es decir, es necesario que se produzcan cambios de legislación de carácter tributario, incentivando sobremanera el alquiler y autorizando deducciones por capital invertido en su pago ⁶. En segundo lugar, que se reforme la Ley de Enjuiciamiento Civil y la LAU. En tercer lugar, que se busquen instrumentos jurídicos que garanticen el acceso a la vivienda de manera estable, más allá de la propiedad y el alquiler ⁷. En cuarto y último lugar, aunque únicamente como medida extrema en caso de que la coyuntura de crisis económica lo aconsejase, que se obligue a los propietarios de viviendas permanentemente desocupadas a alquilarlas, bajo sanción de expropiación de su usufructo ⁸.

⁵ Vid. *infra* apdo. VI, donde hacemos una aproximación a los principios, finalidad y propósito de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las SOCIMI (cfr. BOE núm. 259, de 27 de octubre de 2009).

⁶ Cfr. artículo 68.9 de la Ley 35/2006, introducido por Ley 51/2007, de 26 de diciembre (RCL 2007, 2354), con efectos desde enero 2008. Además, es compatible con beneficios fiscales parecidos introducidos por algunas comunidades autónomas como Madrid (regulado en el art. 1.2.5 de la Ley 3/2008, de 29 de diciembre, de medidas fiscales y administrativas –BOE de 18 de marzo de 2008, núm. 310, pág. 618–) o Cataluña (regulado en el art. 1.1 de la Ley 31/2002, de 30 de diciembre, de medidas fiscales y administrativas –DOGC núm. 3791, 31 de diciembre de 2002, pág. 23.166–). A su vez estas medidas se han compatibilizado con ayudas directas a inquilinos jóvenes (renta básica de emancipación).

⁷ Diversos países de nuestro entorno han puesto en marcha mecanismos innovadores o nuevas aplicaciones en instituciones tradicionales. Como ejemplo de los primeros destaca la *shared-ownership* en el Reino Unido [*Vid.*, sobre esta figura, el análisis que realiza HOUSING CORPORATION, *Have you Heard about shared ownership?*, septiembre, 2005, pág. 13 y ss. (www.housingcorp.gov.uk)] e Irlanda (*Vid.*, sobre este mecanismo implantado en Irlanda, HOGAN, Jo., *Housing initiatives: the shared ownership lease and affordable housing*, «Conveyancing & Property Law Journal», núm. 83, 12 (3), 2007], que se trata de un sistema consistente en tener una parte de la vivienda en propiedad y otra parte en alquiler, de manera que la necesidad de crédito es mucho menor y la parte alquilada se puede ir comprando poco a poco. Entre los segundos, sobresalen los *leaseholds*, que consisten en arrendamientos de larga duración, por varias decenas, centenares o, incluso, miles de años que pueden inscribirse y abrir folio en el Registro de la Propiedad y sobre los que se pueden constituir derechos reales. En la práctica funcionan como derechos de propiedad pero dan un sentido de pertenencia al inquilino, lo que redundará en el buen mantenimiento de las fincas. Además, son transmisibles *inter vivos* y *mortis causa* sin límites [El *English Housing Survey 2006/2007* (*vid.* los datos en www.communities.gov.uk.) reveló que en Inglaterra había 14,6 millones de viviendas ocupadas por un derecho real estable (*freeholds* y *leaseholds*), de los cuales 1,6 eran casas o pisos en *leasehold*].

⁸ Esta ha sido la medida adoptada por la Ley de Vivienda Catalana 18/2007, de 28 de diciembre, del derecho a la vivienda DOGC, núm. 5044, de 9 de enero de 2008, pág. 1.609. Según el artículo 42.6 de esta norma, si después de que la

Mientras no se cumplan buena parte de las medidas apuntadas, los agentes se comportarán de manera racional e invertirán racionalmente, es decir, en propiedad, especialmente si hay un escenario de crecimiento sostenido de los precios de la vivienda. Para ello no solo es necesario que se desarrollen, en relación al arrendamiento, políticas públicas (incluidas las fiscales) de la misma o superior intensidad que las desarrolladas para facilitar la adquisición en propiedad, sino, además, desde el lado de la oferta, es imprescindible que ese mercado se profesionalice⁹. Es aquí donde las SOCIMI pueden estar llamadas a desempeñar un importante papel si tienen por finalidad esencial la promoción de dar los inmuebles en alquiler, su generalización y el aumento de su calidad. Esta ha sido, no obstante, la

Administración Pública haya dado todas las facilidades a un propietario de una vivienda «permanentemente vacía» o «permanentemente desocupada» este la sigue sin alquilar, se le abrirá expediente y, si pasados dos años aún se mantiene dicha situación, la Administración procederá a la expropiación del usufructo de dicha vivienda (en el Anteproyecto de Ley se barajó la posibilidad de expropiar el dominio), por incumplimiento de la función social de la propiedad (art. 33.2 CE). Hay que tener presente que, según el Instituto Nacional de Estadística, en 2001 existían en España 3.106.422 viviendas familiares vacías, siendo Cataluña la segunda comunidad autónoma, tras Andalucía, con más número de estas. Se trata de una cifra alcanzada justo al comienzo del *boom* inmobiliario, durante el cual se ha construido mucho más de lo que se necesitaba y, por lo que se ha visto, más de lo que se podía absorber por nuestro mercado. Para 2011 se prevé que el porcentaje de viviendas vacías en España (13,8%) supere las viviendas en alquiler -9%- (fuente: Cáritas Española, en Diario *El Mundo* de 25 de noviembre de 2008, <http://www.elmundo.es/elmundo/2008/11/19/solidaridad/1227105726.html>).

⁹ En este contexto las SOCIMI pueden ser la gran alternativa a largo plazo para dar salida al gran número de viviendas en *stock* que existe en nuestro sector inmobiliario como consecuencia de la falta de financiación y del riesgo que vive el inversor, pudiendo lograr minimizar, en parte, los efectos de la crisis económica en que están inmersos los propietarios de bienes inmuebles, y la incertidumbre que impide invertir a los inversores [el Preámbulo de la Ley 11/2009, establece que las SOCIMI son «un nuevo instrumento de inversión destinado al mercado inmobiliario y, más en concreto, al mercado de alquiler». Aunque a continuación incluye dentro de estos inmuebles «tanto viviendas, como locales comerciales, residencias, hoteles, garajes y oficinas, entre otros», las SOCIMI se esperan como una medida para la promoción de la vivienda en alquiler en España; además esta ha sido la idea anunciada por los medios de comunicación; *vid.*, entre otros, Diario *El Mundo* (ed. Impresa), *Un plan que llega tarde* de fecha 26 de diciembre de 2008; *Actualidad Económica, Se alquila rentabilidad para inversor impaciente*, 23 de diciembre de 2008 que se expresa sobre el contexto de surgimiento de las SOCIMI en los siguientes términos: «La crisis está creando nuevos nichos en el mercado del arrendamiento, como son las viviendas en las que todas las habitaciones tienen cuarto de baño. Este producto cubre las expectativas de quienes han tenido que malvender su casa, no tienen suficiente para una nueva y necesitan un alojamiento transitorio, barato y con cierta autonomía. Los 300 ó 350 euros que se pueden pedir por una habitación en Madrid o Barcelona suben a 500-550 euros si tiene baño incorporado»; Diario *Expansión, El alquiler medio sube ya el triple de lo que marca el IPC*, 16 de enero de 2009 que señala que: «las nuevas Sociedades de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) se volcarán en el alquiler, encareciéndolo aún más según las previsiones de los analistas. El alza del 4,4 por 100 del precio de los alquileres contrasta con la caída del valor de las viviendas libres (usadas y nuevas sin protección) en venta, que en 2008 alcanzó el 3,2 por 100, según el Ministerio de la Vivienda». Pero antes de analizar el régimen jurídico privado de las SOCIMI debemos desbozar las causas del fracaso de los diversos instrumentos de estímulo de la vivienda en alquiler hasta el momento y el campo de las explicaciones comúnmente aportadas sobre la implantación y regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias (en adelante, IICI) [Sobre las IICI pueden verse, entre otros, TAPIA HERMIDA, A., «El Proyecto de Ley sobre Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria», *RDBB*, núm. 4, 1991, págs. 1.188 y ss; Ídem, «La Ley sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre los Fondos de Titulización Hipotecaria», *RDBB*, núm. 46, 1992, págs. 567 y ss; Ídem, «I Fondi Immobiliari nell'ordinamento spagnolo e portoghese», en *I Fondi Comuni Immobiliari. Esperienze europee e prospettive italiane* (dir. VELO, D. y FRUSCIO, D.), Milán, 1989, pág. 69 y ss; Ídem, «La nueva regulación de las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria en España», *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, núm. 14, marzo 2005, págs. 54 y ss; Ídem, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria y su vertebración jurídica en España, *Estudios sobre los Fondos de Inversión Inmobiliaria* (dir. ORTÍ VALLEJO, A., coord. ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R.), Navarra, 2009, págs. 31 y ss.], los FII y los *Real Estate Investment Trusts* (en adelante, REIT), dejando a simple vista tanto lo que en ello ha habido de impulso estructural, como de coyuntural, porque sin esta comprensión no podría entenderse del todo el régimen finalmente positivizado para las SOCIMI.

finalidad de los FII, regulados en la Ley 35/2003¹⁰, aunque a la luz de las cifras de la vivienda en alquiler, del volumen de fincas gestionadas y del número de vehículos financieros existentes, esa finalidad no ha sido alcanzada.

II. LAS IICI EN ESPAÑA COMO INSTRUMENTO DE ESTÍMULO DE LA VIVIENDA EN ALQUILER. REALIDAD O QUIMERA

1. Ideas previas

Las IICI, en sus distintas modalidades (ya sean de carácter financiero o no financiero, ya se configuren como sociedades o como fondos de inversión), son entidades creadas para la captación y gestión del ahorro minorista con destino al mercado de capitales que permiten que pequeños ahorradores puedan acceder a este que, de otra manera, solo resulta asequible a inversores profesionales o de alto poder económico¹¹. Estas entidades están llamadas a canalizar el ahorro de una colectividad de sujetos¹², para gestionarlo e invertirlo en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros

¹⁰ BOE de 5 de noviembre de 2003, núm. 265, pág. 39.220.

¹¹ La Exposición de Motivos de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, 35/2003) se refiere en sus primeros párrafos a este extremo, al señalar que la inversión colectiva es el canal para la participación de los hogares españoles en los mercados de capitales [vid. MALPICA MUÑOZ, M., «Régimen general de las instituciones de inversión colectiva», en *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva* (coord. Francisco URÍA), La Ley, Madrid, 2006, pág. 939, quien señala esta característica general de las IIC de importancia capital en la economía general del país]. Todo ello explica las fuertes medidas de control y supervisión de las IIC (en España incumbe a la CNMV), encaminadas a la protección de un inversor que se supone desinformado. También explica el carácter colectivo de estas instituciones, que se materializa en dos aspectos. En primer lugar, en el relativo a la esencial pluralidad de inversores de estas instituciones, que conlleva que el número de socios o partícipes esté tasado legalmente y así, a diferencia de las sociedades capitalistas normales en las que existe gran libertad en cuanto al número de socios, las IIC han de tener un número mínimo [en el caso de España (similarmente a lo que ocurre con los REIT en EE.UU. –vid., MARKOFF, B., *Examining the regulatory Framework for REITs Across the World Market*, Practising Law Institute Real Estate Law and Practice Course Handbook Series, Order Núm. 14128 (2008), págs. 15 y 16– el número de socios o partícipes no puede ser inferior a 100. Vid. arts. 5.4 y 9.4 LIIC, Cfr. para los REITs la sección 856 a) del *Internal Revenue Code* que en su apartado 5 se refiere al número de socios o partícipes]. En segundo lugar, en el referido al rendimiento, pues a diferencia de las sociedades mercantiles, en las que los beneficios pueden distribuirse o no en función de decisiones de los órganos de gobierno, en las IIC la existencia de ganancias obliga a su necesario reparto. Cfr. el artículo 1.1 de la LIIC que establece este principio al expresar que en las IIC «el rendimiento del inversor se establece en función de los resultados colectivos» (la doctrina recoge esta característica como esencial en las IIC; en concreto, vid. MALPICA MUÑOZ, M., *op. cit.*, págs. 935 y CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., *Lecciones de contratos y mercados financieros*, Madrid, 2004, pág. 357). Igualmente, el Preámbulo de la Orden Ministerial de 24 de septiembre 1993 (BOE de 5 de octubre de 1993; parcialmente derogada por el RD 845/1999, de 21 de mayo), vigente en su mayor parte y que regula los aspectos financieros de las IIC, destaca que estas fórmulas de inversión nacen con la vocación de invertir en inmuebles en alquiler, lo que les otorga –si son viviendas– importantes beneficios fiscales, siendo de esperar –continúa el Preámbulo– un apreciable incremento a medio plazo de la oferta de viviendas en alquiler, atendiendo a una de las principales preocupaciones que en materia de política de vivienda viene manifestando el Gobierno.

¹² La atribución de la gestión profesional del ahorro colectivo es un elemento consustancial a la propia definición legal de IIC. Expresamente el artículo 1.1 de la Ley 35/2003 subraya que son IIC «aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para *gestionarlos* e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos,

o no, con el propósito de obtener un rendimiento para los inversores que se establecerá en función de los resultados colectivos obtenidos ¹³.

Las IICI son IIC especializadas en la inversión en activos inmobiliarios, es decir, el patrimonio está compuesto básicamente por bienes inmuebles y derechos reales inmobiliarios, a diferencia de las IIC financieras, cuyos activos están constituidos por valores, principalmente bursátiles, y otros activos financieros. En cuanto al origen de sus beneficios –también a diferencia de las IIC financieras–, mientras que estas los consiguen a través de los rendimientos y dividendos de los valores de su cartera, las inmobiliarias los obtienen de las rentas provenientes del alquiler de sus inmuebles. Esto último significa que el negocio de las IICI es necesariamente un negocio inmobiliario, pero, en el sentido de que una IICI no es una inmobiliaria con el significado que es común entender por tal en España. La IICI no es una empresa que promueve la construcción de inmuebles con destino a su venta. Los inmuebles que la IICI tiene en su cartera, y que son de su propiedad, están destinados al arriendo exclusivamente, sin perjuicio de que puedan ser objeto de venta en un determinado momento porque la gestión de la cartera así lo permite ¹⁴.

financieros o no (...)). En Italia, por ejemplo, se recoge la exigencia de que la gestión de la inversión colectiva se confíe a un intermediario profesional cualificado en la definición legal de FII recogida en el Decreto Legislativo 58/1998 (*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, abreviadamente conocido como TUF) y la doctrina, mayoritariamente, incluye el requisito de la gestión profesionalizada de la inversión colectiva como elemento consustancial a los FII; *vid.*, entre otros, GIANNINI, C., *Diritto amministrativo*, Milán, 1995, pág. 165; COSTI, R., «Sulla intermediazione finanziaria non bancaria», *RDC*, núm. 1, 1987, págs. 129 a 140; BANFI, A., *Le banche e l'intermediazione mobiliare*, Bologna, 1995, págs. 14 y 15; VICENZINI, M./TRECUCATINI, G.L., *Profili di innovazione istituzionale nell'intermediazione finanziaria (il rapporto banca/assicurazione)*, Milano, 1996, pág. 1.

¹³ Así ha sido desde sus orígenes, que se remontan a la segunda mitad del siglo XIX, y lo dispone expresamente el artículo 1.1 de la Ley 35/2003. Para una reseña histórica *vid.* NIGRO, L., voz, «Investment trust», *Novissio Digesto italiano*, 1972, págs. 694 a 696. En España, cuando nuestro legislador introdujo en 1992 las IICI, lo hizo con el designio de servir como instrumento de la política de vivienda, en concreto, estimando que habrían de contribuir a estimular al mercado de la vivienda en alquiler, tan necesitado de potenciación en España frente a la vivienda en propiedad, llegándose a estimar que se produciría un apreciable incremento de la oferta de viviendas en alquiler. La regulación de las IICI se introdujo dentro del «paquete de medidas» de política de vivienda aprobado por el Consejo de Ministros de 10 de mayo de 1991, para fomentar las viviendas en alquiler. Con este planteamiento, la legislación española solo concedió fiscalidad privilegiada a las IICI cuya cartera estuviera compuesta por viviendas, a diferencia del resto de los países en los que se conceden de manera general a todas las IICI. Es evidente que este incremento del alquiler, en nuestro país, no se ha producido, siendo uno de los países europeos en los que el parque de viviendas en alquiler es menor. Por el contrario, el despegue inmobiliario de los últimos quince años, de nada ha servido para relanzar el alquiler y hubiera sido una buena ocasión a aprovechar para el crecimiento de las IICI. Ha persistido la tendencia hacia la adquisición en propiedad, aunque favorecida por unos tipos de interés hipotecarios muy favorables. Ahora bien, no podemos desconocer que en el resto de países de nuestro entorno las IICI no cumplen un papel destacado en el mercado residencial y que, por el contrario, los mayores porcentajes de inversión se dedican a edificios de oficinas e industriales o a centros comerciales. Es decir, que en el resto de los países pertenecientes a la UE, las IICI no cumplen un papel relevante en el mercado del alquiler de viviendas y si ello es así, por qué en España iba a ser diferente. Esto lleva a plantearse la conveniencia de persistir en limitar los beneficios fiscales únicamente a las IICI como ocurre en todos los países. Creemos que sin perjuicio de mantener y, si cabe, profundizar en los beneficios fiscales dirigidos a las IICI que inviertan en vivienda, han de hacerse extensivos a todas las IICI, porque todas ellas, inviertan o no en vivienda, cumplen un papel en la gestión del ahorro y en el impulso de la construcción inmobiliaria del país.

¹⁴ Hay que tener presente que la faceta de gestión y administración de los inmuebles que las IICI han de desarrollar, por la especificidad de la inversión, es bastante más amplia, compleja y distinta que la paralela actividad de las IIC financieras, pues en estas se trata de administrar y gestionar una cartera de títulos valores, una actividad que no se sale del mercado de capitales. En cambio, en las IICI, la gestión y administración se mueve en un mercado y ámbito muy diferente y que, por naturaleza, exige el despliegue de diversas actividades: todas aquellas que son propias de la tenencia y

En atención a lo expuesto, cabe afirmar que la virtualidad principal de las IICI es la de diversificar los riesgos de la inversión, soslayando el riesgo de empresa propio de la inversión en empresas o sociedades tradicionales, dedicadas a un solo negocio o actividad, así como los costes económicos de la inversión directa en una pluralidad de activos inmobiliarios¹⁵. Pero, además, las IIC ofrecen al inversor otro gran atractivo y ventaja, cual es la de contar con una gestión profesional y especializada de la inversión realizada, cuyos costes son distribuidos entre la colectividad de inversores, y que desempeña un significativo papel en orden a la protección del inversor¹⁶.

administración de fincas urbanas dedicadas al arriendo. Así en la organización de las IICI, la doctrina (entre otros, *vid. MEROLA, op. cit.*, pág. 204, y CAPPIO, A./FELLINE, F./VEDANA, C., *I fondi immobiliari. Disciplina civilistica e trattamento fiscale. Mercato e nuovi strumenti*, Milano, 2006, págs. 35 a 37) suele señalar como actividades que comporta esa gestión inmobiliaria, las siguientes: 1. *Asset Management*, entendida como actividad de estructura y composición de la cartera, que conllevaría la compraventa inmobiliaria efectuada a los fines de optimizar el rendimiento y el riesgo y la actividad de alta gestión de los inmuebles; 2. *Property Management*, es un complejo de actividades de naturaleza administrativa, técnica, legal y comercial, que se ocupa de la custodia de la documentación técnica administrativa del inmueble, de la gestión de los contratos de arrendamiento, pólizas de seguro, etc.; 3. *Facility Management*, relativa al funcionamiento cotidiano de los inmuebles (servicios de vigilancia y limpieza, gestión y conservación inmediata de las instalaciones). La gestión de los inmuebles en el ámbito de la faceta del llamado *Asset Management* es evidente que incluya todas las actividades dirigidas a aumentar el valor económico de un inmueble, a través de la necesaria actividad de edificación y reedificación, recuperación, reestructuración, restauración y recalificación de usos y destino. Todo ello representa la esencia misma de una actividad empresarial en el sector inmobiliario (MEROLA, *op. cit.*, pág. 205). Lo que las IICI no pueden es realizar una actividad directa de construcción. Es una actividad de empresa y las IICI no pueden desarrollar una actividad comercial. En cambio, pueden, en relación a los propios terrenos, contratar la construcción de empresas especializadas en la actividad de construcción, a los fines de valorizar los bienes de la cartera. Sería irrazonable impedirlo, porque esa prohibición limitaría de hecho su radio de acción a la compraventa de bienes inmuebles terminados y en buen estado. En el Derecho comparado, los REIT norteamericanos, los FII italianos y las IICI alemanas, suizas o francesas pueden adquirir terrenos y llevar a cabo operaciones de promoción inmobiliaria de los edificios que luego destinarán al arriendo (LÓPEZ MILLA, J., «Los fondos de inversión inmobiliaria en España», *Documento de Trabajo*, núm. 9703, febrero 1997, Universidad de Alicante, pág. 18; GARRIGAN, R. y PARSONS, J., *Real Estate investment: structure, análisis and strategy*, New York, 1997, pág. 37; MARKOFF, B., *op. cit.*, pág. 78; MEROLA, M., *op. cit.*, pág. 24). Todas estas actividades descritas pueden ser desarrolladas directamente por el propietario de los inmuebles o por sociedades de servicios especializadas. Los REIT norteamericanos actualmente –hasta 1987 existían limitaciones al respecto– desarrollan todas o algunas de las actividades referidas a través de sociedades filiales o subsidiarias, llamadas por eso Qualified REIT Subsidiaries, ya que el REIT posee el cien por cien de las acciones de las mismas (GARRIGAN, R. y PARSONS, J., *op. cit.*, 1997, pág. 37, mantiene que los modernos REIT en los EE.UU, son complejos operadores unificados titulares de diferentes sociedades filiales controladas por ellos, que se encargan de todo lo que comporta tanto la dirección y gestión de los inmuebles, como la provisión de los servicios normales a los arrendatarios; en un mismo sentido MARKOFF, B., *op. cit.*, pág. 79).

¹⁵ La doctrina destaca, unánimemente, la diversificación de riesgos como nota cualificadora de las IIC. En este sentido, resulta particularmente ilustrativa la definición que de las mismas dan ONTIVEROS, E. y VALERO, F.J., *Introducción al sistema financiero español*, Madrid, 1994, pág. 91, como aquellas instituciones que tienen por objeto «la agrupación de los fondos procedentes de muchos inversores individuales para conseguir mayores niveles de eficiencia y diversificación de los que los mismos podrían obtener si invirtiesen por separado»; en el mismo sentido, ORTÍ VALLEJO, A. y GARCÍA GARNICA, M.C., «Los Fondos de Inversión colectiva; aproximación a su régimen jurídico», *RCDI*, núm. 690, 2005, pág. 1.221.

¹⁶ Así lo ponen de relieve, en relación a las sociedades gestoras de las IIC, entre otros, ORTÍ VALLEJO, A. y GARCÍA GARNICA, M.C., *op. cit.*, MEROLA, *op. cit.*, pág. 286. En relación a las sociedades gestoras de patrimonio, con carácter general, TAPIA HERMIDA, A., «Las sociedades gestoras de patrimonio en la Ley reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva de 26 de diciembre de 1984», *RDBB*, núm. 18, 1985, págs. 296 y 311. Hay que tener presente que detrás del origen de estos sujetos especializados en la gestión y administración de la inversión ajena –tanto individual como colectiva– subyace la creciente complejidad de los mercados y el acceso a ellos de capas de cada vez más amplias de población (*últ. op. cit.*, pág. 321).

2. Tipos de inversión que pueden realizar las IICI. Críticas al régimen existente

La adecuada gestión de la inversión colectiva resulta esencial tanto para las propias IIC, porque de ella depende en gran medida la confianza de los inversores en estos productos, como para la salvaguarda de los intereses de los inversores y la buena marcha y la tutela de la confianza en el sistema financiero en general ¹⁷. Los tres principios sobre los que se asienta la normativa actual de las IIC inciden de forma directa o indirecta en el régimen jurídico de los sujetos encargados de la gestión de las IIC ¹⁸. En primer lugar, el principio de liberalización de la política de inversión, por medio del cual se pretende lograr que la inversión colectiva española se adecue a las cada vez más exigentes y diversas expectativas de los inversores, representa una ampliación del ámbito de actuación de las entidades gestoras y su responsabilidad de cara a la mayor competitividad de la institución gestionada. En segundo lugar, es evidente que el principio de protección de los inversores, a través del fortalecimiento de las obligaciones de transparencia y de la imposición de normas de conducta dirigidas a prevenir conflictos de interés entre los sujetos implicados en la actividad de las IIC, incide en las obligaciones y el estatuto jurídico de los gestores de esta. Por último, el propósito de perfeccionar el régimen de intervención administrativa conlleva una revisión y modernización del régimen de supervisión y sanción de los gestores de IIC ¹⁹.

¹⁷ La doctrina viene admitiendo que en la medida en que el ahorro es un recurso fundamental para el desarrollo de un país, las exigencias de tutela representan un valor económico de interés general; *vid.*, entre otros, MEROLA, *op. cit.*, pág. 154. Esto se advierte muy especialmente en el ámbito de la inversión colectiva, en atención al número de potenciales afectados y las graves consecuencias económico-patrimoniales que pueden derivarse de la deficiente actuación de una sociedad gestora de una IIC (en este sentido, entre otros, TAPIA HERMIDA, A., «Las sociedades gestoras de patrimonio...», *cit.*, págs. 291, 315 y 322 y RICO ARÉVALO, B., «Tratamiento del régimen de responsabilidad de las sociedades gestoras de fondos de inversión», *Derecho de sociedades: libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 4, 2002, pág. 4.342). Buena prueba de ello la encontramos en Italia donde el retraso en la institucionalización de los fondos inmobiliarios se ha imputado precisamente al fracaso en los años ochenta de una fórmula de inversión inmobiliaria, por medio de títulos «atípicos», que les precedió. Este fracaso, que se imputa entre otras razones a la falta de transparencia de su gestión, dio lugar a una situación de pánico generalizado de los inversores que, como suele suceder en estos casos, afectó de forma indiscriminada a todos los productos financieros del sector, incluso a aquellos que habrían sido viables; *vid.*, MEROLA, *op. cit.*, pág. 5; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Instituciones de inversión colectiva (sociedades y fondos de inversión)», *RDBB*, núm. 35, 1989, pág. 529; MARTÍNEZ SEDANO, M.A., «Las instituciones de inversión colectiva como instrumento canalizador del ahorro: los fondos de inversión», en AA.VV., *El papel del ahorro e inversión en el desarrollo económico*, Vitoria, 1995, pág. 89; FERNÁNDEZ RAÑADA, P., «Las sociedades y fondos de inversión mobiliaria. Las instituciones de inversión colectiva», *PEE*, núm. 12, 1980, págs. 7 a 11; CUERVO GARCÍA, A., PAREJO GAMIR, J.A., RODRÍGUEZ SAIZ, L., *Manual de sistema financiero. Instituciones, mercados y medios en España*, Barcelona, 1987, pág. 338.

¹⁸ Estos principios se concretan en el apartado I de la Exposición de Motivos de la Ley 35/2003 en la liberalización de la política de inversión, el reforzamiento de la protección a los inversores con nuevos instrumentos y el perfeccionamiento del régimen de intervención administrativa.

¹⁹ En nuestro ordenamiento jurídico las IIC pueden adoptar la forma de sociedad de inversión o la de fondo de inversión. En el primer caso, la gestión de la inversión es asumida, en principio, por los propios órganos de la sociedad, donde los inversores tienen participación y facultades de control y decisión directa sobre las labores de gestión; todo ello con sujeción a lo dispuesto en la legislación societaria con carácter general. Ahora bien, si la sociedad de inversión optara por confiar, total o parcialmente, la gestión a una sociedad gestora, tal delegación será acordada por los órganos sociales, quienes también estarán facultados para revocarla. De este modo la relación entre ambas se regirá por las normas propias del mandato o, más propiamente, por las de la comisión mercantil [a juicio de TAPIA HERMIDA, *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Madrid, 1995, pág. 118, «la gestión de intereses ajenos se articula genéricamente en nuestro ordenamiento a través del contrato de mandato», inclinándose el autor por esta última calificación en atención al carácter mercantil que presenta el apoderamiento conferido a la sociedad gestora, tanto desde el punto de vista subjetivo como objetivo; *vid.*, en una misma línea, este autor en «Las sociedades gestoras de patrimonio...», *cit.*, págs. 302 y 303, y en

Una adecuada gestión resulta esencial respecto de las IICI en atención a las inversiones que pueden realizar, que se traduce esencialmente en dos: inversiones en sociedades inmobiliarias e inversiones en inmuebles a construir, posibilitando que las IICI puedan realizar actividades de promoción de los inmuebles destinados al arriendo.

El primer tipo de inversión que pueden desempeñar las IIC se recogen en el artículo 56.1 a) del vigente Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, RIIC). Una primera es la adquisición de una sociedad inmobiliaria siempre que sea con el objeto de disolverla en el plazo de seis meses y de destinar al arriendo los inmuebles a partir de la disolución. Parece que el RIIC quiere referirse a la compra de lo que se conoce comúnmente en nuestro país como una inmobiliaria, es decir, sociedad dedicada a la promoción (eventualmente construcción) de inmuebles para su venta²⁰. Creemos que podría ser una salida a las inmobiliarias en crisis (de ventas), de tal modo que si los inmuebles no se venden, se podría intentar transmitir la sociedad a un fondo o a una sociedad de inversión inmobiliaria y recolocarlas en el mercado del alquiler. La segunda modalidad de inversión en sociedad inmobiliaria a que se refiere la norma es la inversión en una cuyo activo esté integrado por inmuebles que ya están arrendados, es decir, una sociedad cuyo negocio es el alquiler. Pero en este caso no establece la necesidad de liquidarla, con lo cual, a efectos de las IICI se está considerando inversión «inmobiliaria», simplemente, el adquirir acciones o participaciones en sociedades de este tipo²¹.

«La gestión de los fondos de pensiones (un análisis jurídico)», *RDBB*, 1988, pág. 149]. En el mismo sentido, entre otros, VERDERA, E., «La constitución de los Fondos de Inversión», *Coloquio sobre el régimen de los Fondos de inversión Mobiliaria*, Bilbao, 1974, pág. 148, y RICO ARÉVALO, B., *op. cit.*, págs. 4.351 y 4.352. En el segundo caso, es decir en el supuesto de los fondos de inversión resulta preceptiva la existencia de una sociedad gestora encargada de la administración, representación y gestión de su patrimonio. Desde una perspectiva económica o financiera, la inversión en bienes inmuebles presenta significativas peculiaridades frente a la inversión en activos financieros, lo que tiene su reflejo en la labor de las entidades gestoras de la inversión en unos y otros elementos patrimoniales. A modo de mero apunte conviene subrayar que el mercado inmobiliario adolece de una opacidad que contrasta con la mayor transparencia de los mercados financieros, frente a lo cual las IICI presumiblemente repercutirán en un incremento de la transparencia y profesionalidad del mercado inmobiliario (así, entre otros, LÓPEZ MILLA, J., *op. cit.*, págs. 52, 58, 76 y 80; ORTÍ VALLEJO, A. y GARCÍA GARNICA, M.C., «Los Fondos de Inversión Colectiva; aproximación a su régimen jurídico», *RCDI*, núm. 690, 2005, pág. 1.231; CAPPJO, A./FELLINE, F./VEDANA, C., *op. cit.*, pág. 129; MEROLA, *op. cit.*, pág. 31; GIANNINI, C., *op. cit.*, pág. 165; COSTI, R., *op. cit.*, págs. 129 a 140; BANFI, A., *op. cit.*, págs. 14 y 15; VICENZINI, M./TRECUCATINI, G.L., *op. cit.*, pág. 1.

²⁰ Resulta obvio entender que comprar la sociedad significa adquirir, al menos, el 50 por 100 de sus acciones o participaciones de la misma, única manera de asegurarse el poder disolverla a posteriori [art. 260.1.º LSA y art. 104 en relación con el art. 53.2 a) LSRL].

²¹ En nuestro país son pocas las sociedades dedicadas exclusivamente al negocio inmobiliario con destino al alquiler, porque aún no existe una cartera importante de profesionales inmobiliarios dedicados a ese negocio. Ese es el segmento en el que han pretendido incidir las IICI. El límite a que se refiere la letra *in fine* del artículo 56.1 del RIIC merece una valoración distinta para cada una de las modalidades descritas. En el primer caso, en que la IICI termina por convertirse en titular de los inmuebles que luego arrendará, es evidente que habría que entender que tal límite es en relación al valor del patrimonio en cómputo semestral, porque a los seis meses esa situación interina ha de desaparecer para convertirse en la normal de las IICI: titularidad de inmuebles para su explotación en arriendo. Luego, transcurridos los seis meses, nada impediría volver a adquirir otra sociedad del mismo tipo. Hay que tener en cuenta que en este caso al final del proceso la inversión es la típica de las IICI, resultando, por consiguiente, poco justificado que sufra tan severo límite y, además, tampoco parece que el riesgo que se asume sea excesivo. Dicho de otro modo, bien podría ampliarse el porcentaje para este tipo de inversiones; *vid.*, al respecto, TAPIA HERMIDA, A., «El nuevo reglamento de las instituciones de inversión colectiva», *RDBB*, núm. 40, 1990, págs. 948 y ss.; ALBELLA SANTAMARÍA, J./MAYORGA, J.A., «Notas sobre el nuevo reglamento de ley de instituciones de inversión colectiva», *PEE*, núm. 35, 1991, pág. 49; ZANCADA PEINADO, I., «Chequeo al nuevo reglamento de instituciones de inversión colectiva», *Estrategia financiera*, 1991, pág. 7; GIANNINI, C., *op. cit.*

La segunda modalidad de inversión que pueden desarrollar las IICI se recogen en las letras b) y c) del artículo 56.1 del RIIC que están igualmente limitadas porque no pueden representar más del 40 por 100 del patrimonio de la IICI (art. 56.2 RIIC)²².

La letra b) se refiere a las inversiones en inmuebles en fase de construcción, incluso –dispone la norma– *si se adquiere sobre plano*, siempre que al promotor o constructor le haya sido concedida la autorización o licencia para edificar. Esta norma parece pensar que se permiten realizar dos tipos de adquisiciones. La primera, en la que la IICI realiza la conocida y usual compraventa (al promotor) de inmueble a construir²³.

No comprendemos cuáles han sido los motivos por los que el legislador se ha quedado en ese medio camino y recoge únicamente la posibilidad de promover cuando ya hay proyecto y licencia. Porque si la justificación es por razones de riesgo –que pueda poner en peligro la inversión de los partícipes–, este mismo existe tanto si se compra un solar sin licencia ni proyecto como si se compra con ellos, porque lo arriesgado es la promoción, ya que es lo que requiere mayor esfuerzo inversor. Y no se diga que, por el hecho de ser promotor, la IICI asumiría nuevas responsabilidades [las pro-

pág. 170; COSTI, R., *op. cit.*, págs. 129 a 140; BANFI, A., *op. cit.*, pág. 20; VICENZINI, M./TRECUTRINI, G.L., *op. cit.*, pág. 7. Distinta valoración tiene el mismo límite del 15 por 100 aplicable al segundo tipo de inversión, la concerniente a la adquisición de acciones en sociedades inmobiliarias dedicadas al arriendo. En este supuesto, la limitación resulta más justificada por razones del riesgo asumido, en cuanto que la IICI adquiere simplemente la condición de socio titular de un número de acciones o participaciones y estará sujeta a los eventuales avatares societarios.

²² Hay que preguntarse si, por la misma razón que estimamos que la Ley no impide que las IICI puedan realizar actividades de promoción inmobiliaria, tiene sentido o está justificada la limitación de que sus inversiones por esta vía no puedan exceder del 40 por 100 de su patrimonio. Probablemente sí, porque la justificación de esta regla reside a nuestro juicio en que una excesiva inversión en actividades de promoción, limitaría o incluso privaría a los partícipes de la IICI de la percepción de rendimientos, porque mientras dura la obra no los hay. Si falta la percepción de renta no hay rendimientos. Por otro lado, puede ser que mientras se realiza la promoción, la liquidez de la IICI sea menor, comprometiéndose o afectando al derecho de reembolso de los partícipes. De cualquier modo, estas cuestiones tienen solución si la actividad de la IICI goza de la suficiente transparencia a la que obliga la Ley, por medio del cumplimiento de los deberes de información previstos. La actual regulación permite que la IICI se convierta en promotor de sus propios edificios indirectamente, a través de la compra del proyecto constructivo del edificio a un promotor, puesto que en la redacción actual la única condición que establece la norma es que se haya concedido la licencia para edificar, lo que significa que la IICI habrá de subrogarse en la posición del promotor de inmuebles y hacerse cargo de la promoción. La cuestión está en si podría realizar directamente la actividad de promoción constructiva de los inmuebles que luego destinará al arriendo, desde la inicial fase de adquisición del terreno hasta su definitiva puesta en uso. No se trata de permitir que las IICI promuevan para la venta, pues las desnaturalizaría y sería contrario a la Ley, pero sí que sean promotores de los edificios que luego alquilarán, sin necesidad de adquirirlos en fase de promoción, con lo que comporta en costes de tener que valerse para promover de un intermediario. Como argumento para permitir a las IICI promover directamente los edificios que luego destinará al arriendo se encuentra la circunstancia de que, a diferencia de la regulación anterior del RIIC (según la redacción de 1999) –en la que estaba expresamente prohibida la realización de actividades de promoción–, actualmente de manera atinada se ha suprimido la referida prohibición.

²³ Representa la usual figura de Derecho inmobiliario y la típica en las ventas de viviendas y locales por las promotoras inmobiliarias, en las que el promotor vende cuando todavía el edificio o vivienda está en fase de construcción o proyecto y en el que el primero asume, tanto la obligación de hacer (de resultado) el inmueble, como de entregarlo al finalizarlo. De este modo la IICI podría comprar, tanto la totalidad de una promoción inmobiliaria (uno o varios edificios o todo un conjunto inmobiliario), como también una parte de un edificio. La segunda posibilidad que, desde nuestro punto de vista permite la norma, sería aquella en la que la IICI adquiere no solo el inmueble, sino también los derechos de licencia urbanística, la titularidad del proyecto constructivo y, en su caso, si es que ya se ha celebrado el contrato de obra con una constructora, la condición de promotor-comitente en tal contrato a través de su cesión. Esta interpretación que admite la norma sin excesivo esfuerzo hermenéutico, determinaría afirmar que la IICI se convertiría en promotor.

pías de los promotores establecidas en la Ley de Ordenación de la Edificación (en adelante, LOE)] frente a los arrendatarios, que se acumularían a las que ya tiene como arrendador. Y es que es más que dudoso que el arrendatario tenga acción ex artículo 17 de la LOE contra el promotor o contra cualquiera de los agentes de la edificación, porque es una responsabilidad por defectos constructivos, pensada para los titulares de derechos reales sobre el edificio y no para arrendatarios, por lo que sería indiferente tanto que fuera promotor la IICI como que lo fuera una entidad distinta. A nuestro juicio ese medio camino en el que se ha quedado la actual redacción del RIIC al permitir a las IICI promover indirectamente sus edificios y no prohibir, como antes lo hacía, la promoción de sus edificios, es fruto de esa tendencia restrictiva de las inversiones de las IICI que se ha venido arrastrando desde que se introdujeron en nuestro Derecho y que han contribuido a lastrarlas en el mercado español. Creemos consustancial a un negocio que consiste en alquilar inmuebles para su arriendo, la facultad de la autopromoción de sus inmuebles, porque cercenarla supone cerrar una posibilidad que permite el abaratamiento de costes en muchos casos. Es decir, que de acuerdo con la máxima de que lo que no está prohibido está permitido, creemos que actualmente no existe ningún obstáculo legal para que las IICI españolas puedan promover sus propios inmuebles ²⁴.

Si las IICI pudiesen promover los edificios de su cartera, se estaría permitiendo que su influencia en el mercado inmobiliario fuera mucho mayor, porque conseguiría que pudiesen acceder a mejores oportunidades de inversión que aquellas con las que cuentan si están limitadas a adquirir en el mercado tan solo inmuebles ya construidos o en fase de construcción. Ello redundaría en un mayor y más satisfactorio aumento de la oferta de vivienda en alquiler; incrementando la transparencia y eficiencia de un mercado tan opaco como el inmobiliario, a resultas del carácter profesional de la gestión de las IICI y de las estrictas obligaciones de información y publicidad a las que está sujeta su actividad y, probablemente, por último, contribuiría a moderar los exorbitados niveles de especulación que en los últimos años viene caracterizando a este mercado ²⁵.

²⁴ El destino arrendaticio de la promoción constructiva es algo que deriva de los principios que rigen las IICI en todo el mundo. Los ingresos de estas han de proceder del alquiler de los inmuebles de su cartera, de modo que admitir la promoción de edificios con destino a ser vendidos, desnaturalizaría el negocio que justifica estas instituciones. De ahí que la prohibición del artículo 56.5 del RIIC que veda a las IICI la enajenación de los inmuebles hasta que hayan de transcurrir tres años desde su adquisición, bien podría interpretarse referida al momento de recepción de la obra en el caso de edificios de nueva construcción promovidos por las mismas (ALBELLA SANTAMARÍA, J./MAYORGA, J.A., *op. cit.*, págs. 44 a 53; ZANCADA PEINADO, I., *op. cit.*, pág. 7). La circunstancia de que las IICI no puedan promover para vender, obvia, además, cualquier atisbo de posible colisión de mercado con las empresas promotoras, cuyo negocio en España ha sido, básicamente, con la finalidad de venta de los inmuebles y mucho menos colisión con las constructoras. Es posible que la tutela de los promotores también haya pesado para establecer que la inversión de las IICI en inmuebles ha de ser en fase de construcción. Pero, no podemos olvidar que aquí se trata de promover para alquilar, que es negocio distinto al de las promotoras españolas. En cuanto a las constructoras, la colisión es inexistente, porque los principios de las IICI impiden desarrollar directamente esta actividad, que en todo caso habrán de contratar la construcción con empresas *ad hoc*. Ni siquiera se admite en España la posibilidad que existe en otros países de que la IICI pueda invertir en empresas constructoras, de manera que, como ocurre en EE.UU. con los REIT, puedan ser titulares de una filial dedicada a la construcción. En Italia una reciente reforma del año 2003 ha permitido que los FII inviertan en sociedades de construcción siempre que esta se limite al 10 por 100 de la cartera del fondo; *vid.* MEROLA, *op. cit.*, pág. 206; GIANNINI, C., *op. cit.*, pág. 180; COSTI, R., *op. cit.*, págs. 138; BANFI, A., *op. cit.*, págs. 20; VICENZINI, M./TRECUCATINI, G.L., *op. cit.*, pág. 10.

²⁵ LÓPEZ MILLA, B., *op. cit.*, pág. 18. Las IICI en todo el mundo son forzosamente una empresa inmobiliaria, por cuanto su negocio es la gestión integral de una cartera de inmuebles para su alquiler, con todo lo que ello comporta. En el caso de las IICI españolas habrán de ser directamente una empresa inmobiliaria, las sociedades de inversión inmobiliaria, salvo que se valgan de una sociedad gestora, en cuyo caso lo sería esta. Para las sociedades de inversión inmobiliaria el valerse para la gestión de su cartera de una sociedad gestora únicamente es facultativo (art. 7.2 RIIC). En el caso de los FII,

III. LOS FII EN EL NUEVO ESCENARIO INMUEBLE EN ESPAÑA

1. Preliminar

Los FII fueron introducidos en nuestro ordenamiento por la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, con un doble objetivo: de un lado, el procurar que existiese un paquete de viviendas en alquiler, dado que cada vez se observaba una mayor escasez de estas respecto de la generalidad de los países de nuestro entorno; y, de otro lado, el de ampliar las posibilidades de inversión en acciones y participaciones de un tipo de IIC de carácter no financiero, facilitando a los particulares la adquisición de inmuebles para viviendas, lo que exigía mejorar las estrategias de financiación con garantía hipotecaria. Con esa doble finalidad se introducen en nuestro país dos instrumentos de financiación: los Fondos de Titulización Hipotecaria y de Activos en general y las IIC y los FII ²⁶.

obligatoriamente han de valerse de una gestora, puesto que el fondo por sí mismo no puede actuar en Derecho al carecer de personalidad jurídica. El caso es que sociedad o gestora han de ser empresas inmobiliarias. Creemos que esta importante característica peculiar de las IICI ha sido preterida por el legislador en su afán de asimilar las IICI a las mobiliarias, olvidando que al convertirlas en titulares y/o gestoras de inmuebles en alquiler, son realmente empresas inmobiliarias, una actividad muy especializada, mucho más amplia y más compleja que la gestión de valores propia de la IIC mobiliaria. Pero lo peor es que esto parece haberse contagiado a la realidad del sector, porque nos atrevemos a decir que en España las sociedades gestoras de IICI no han sido gestoras especializadas, porque no son gestoras de inmuebles, sino correa de transmisión de sus homólogas mobiliarias expertas en los mercados de capitales. Si las IICI a lo que se dedican, en realidad, es al negocio inmobiliario, la reglamentación de estas tiene que ser especial y dotarlas de todos los medios para que el negocio inmobiliario alcance la máxima rentabilidad y eso conlleva, ineludiblemente, otorgarles todas las facultades que acarrea tal actividad negocial. Un argumento más que abona el que puedan promover la construcción de los inmuebles que van a alquilar. Si admitir que las IICI pueden promover hipotéticamente colisiona con la actividad de las empresas promotoras, a estas habría que expresarles que también pueden canalizar su actividad constructora, no como tradicionalmente lo han hecho; es decir, buscando la salida de sus inmuebles no por la vía de la venta, sino destinándolos al arriendo. Lo mismo que se ha expresado que las sociedades gestoras de IICI han de especializarse en esa su actividad de gestores (promotores) de inmuebles en alquiler, hay que extenderlo a las empresas promotoras españolas. Algunas tendrán que comenzar a reconvertirse parcial o totalmente en promotoras en alquiler, especializándose en ese sector del negocio. Somos conscientes de que para una empresa promotora la producción de inmuebles con destino al alquiler tropieza con el inconveniente de que la recuperación de la inversión es a largo plazo, a diferencia de la inversión en promoción de inmuebles para su venta, en la que la recuperación de la inversión es a corto o medio plazo. Pero ahí entran las IICI. Las promotoras, en la regulación actual pueden directamente crear IICI por aportación de sus inmuebles y recuperarse posteriormente de la inversión por la emisión de participaciones, utilizando el sistema de constitución simultánea o por aportación. También podrían transmitirlos a un fondo ya existente.

²⁶ Sin embargo, desde el punto de vista de su desarrollo económico, estos dos instrumentos financieros introducidos por la Ley 19/1992 han corrido suertes diferentes porque mientras los Fondos de Titulización Hipotecaria y los Fondos de Titulización de Activos han tenido un fuerte desarrollo, los FII y, en general, las IICI no han alcanzado en el mercado financiero español la implantación esperada. Sobre la crisis de los FII *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., «La crisis de los Fondos de Inversión Inmobiliaria: especial referencia al caso de Santander Banif Inmobiliario FII», *RDBB*, núm. 114, año XXVIII, abril-junio 2009, págs. 93 y ss. En agosto de 2009 el patrimonio de los FII se situó en 6.517 millones de euros, 27 millones de euros menos que el mes anterior (un 0,41%). El número de partícipes ha sido de 89.149, con un descenso de 232 en el mes (un 0,26% menos). La rentabilidad media ponderada de los últimos doce meses ha sido de -7,64 por 100; no obstante, la rentabilidad media anual ponderada en los últimos diez, cinco y tres años ha sido del 5,00 por 100, del 2,46 por 100 y del 0,16 por 100, respectivamente (fuente <http://www.inverco.es>).

El nuevo escenario del mercado inmobiliario español está obligando a cambiar las reglas del juego tradicionales de inversión. Mientras existen muchos inmuebles en *stock* que no se venden, las entidades de crédito han dado un paso atrás importante en la financiación, lo que contrasta con su actuación de hace unos años cuando alentaban a las PYMES a endeudarse en exceso gracias a tasaciones inmobiliarias arriesgadas, lo que impide a muchos inversores invertir en inmuebles²⁷. Este nuevo panorama les obliga a plantearse como primera opción el alquiler. Pero, además de ello, la inmigración y el alto número de residentes extranjeros, que se encuentran con una legislación que dificulta la adquisición de vivienda en propiedad, acarrea que el legislador tenga que adoptar medidas legales tendentes a cubrir las lagunas existentes para dar respuesta a un nuevo panorama inmobiliario

²⁷ Por todos es conocido que el factor desencadenante de la crisis financiera, singularmente de la hipotecaria, ha sido el que se puede denominar el escándalo de las hipotecas *subprime* en EE.UU. Con anterioridad al año 2006, al comenzar a debilitarse el mercado hipotecario estadounidense debido al alza gradual de los tipos y a la estabilización de los precios en el mercado inmobiliario, descendió el negocio de los denominados «originadores» de hipotecas –los bancos, cajas de ahorro y entidades de crédito hipotecario europeas–. Al mismo tiempo comenzaron a aparecer modelos creativos de créditos hipotecarios, creados para quienes no podían acceder a los instrumentos hipotecarios tradicionales que, de un lado, reducían la calidad de las tasaciones de los inmuebles que garantizaban dichos préstamos y, de otro, permitían tipos de interés –*subprime*– mucho más altos que los habituales y fuera del alcance de los deudores. La mayor rentabilidad diferencial de estas hipotecas las hacían atractivas para quienes las empaquetaban y vendían, cobrando jugosas comisiones, en un segundo nivel de mercado (son los denominados *bursatilizadores*, conocidos en nuestro país como *titulizados*, entre los que se encuentran muchas entidades de crédito de primer nivel). Junto a estos, el otro grupo de damnificados está formado por los *inversores*; esto es, accionistas de los originadores y de los *bursatilizadores*, algunos de los cuales eran gigantescos fondos de inversión, fondos de pensiones y los participantes en otros vehículos de inversión relacionados con los valores inmobiliarios, como los denominados REITs –*Real State Investment Trust*– o fideicomisos de inversión inmobiliaria. A esta situación también ha contribuido, de un lado, que en muchas ocasiones, no se sabe ni tan siquiera quiénes son los tenedores actuales de los bonos o títulos *bursatilizados* referentes a hipotecas *subprime*; de otro lado, que el volumen de *subprimes* *bursatilizadas* existentes en el mercado era, aproximadamente, el cuádruplo del declarado, lo que aumentaba la incertidumbre y la desconfianza en los mercados; y, por último, que los ejecutivos de la banca de inversión en EE.UU. eran estimulados con fuertes incentivos, lo que provocaba que contratasen hipotecas basuras sin importarles si finalmente el cliente pagaba o no, todo ello favorecido por un entorno de subida sostenida de precios de los bienes inmuebles hipotecados.

A comienzos del año 2007 en nuestro país se desconocía si la crisis de EE.UU. podría salpicar a inversores europeos y españoles (no obstante, el presidente de la Asociación de Usuarios de Bancos, Cajas y Seguros –Adocae–, Manuel Prados, tras criticar en el año 2007 el papel jugado por la CNMV y por el Gobierno, advirtió que el país «*tenía una crisis hipotecaria larvada...*» –la cursiva es nuestra–; cfr. la noticia del periódico *Ideal*, de 26 de agosto de 2007, pág. 33). Durante el mes de agosto de 2007, el pequeño y mediano inversor español, y más aún el europeo, que había invertido gran parte de sus ahorros en los fondos de inversión estaba enormemente preocupado, mientras la posible desaceleración del mercado hipotecario acaparaba la atención de las primeras páginas de los periódicos.

El mercado hipotecario español había estado creciendo desde el año 2000 a tasas superiores al 20 por 100 anual, como consecuencia del fuerte incremento de la demanda de vivienda. Todo ello se ha visto estimulado, entre otros factores, por los bajos tipos de interés del mercado hipotecario, que han llegado a ser los más bajos de Europa, en relación a la inflación existente, como consecuencia, a su vez, de la política monetaria seguida por el Banco Central Europeo, de la eficiencia del sistema financiero español y de la existencia de un Registro de la Propiedad que dota de gran claridad y seguridad a las propiedades. Todo ello permite en nuestro país procedimientos rápidos de ejecución en caso de impago, lo que resulta básico para contener los tipos de interés, puesto que en el supuesto de impago el tiempo de ejecución de la garantía es uno de los factores que más influyen en la determinación del nivel del mismo. El tamaño alcanzado por el mercado hipotecario y su ritmo de crecimiento acarreó que las entidades financieras se vieran obligadas a salir al mercado exterior para obtener financiación, entre otras razones porque el ahorro exterior no era suficiente para hacer frente a tal expansión. En este contexto explota la crisis de los EE.UU. de las *subprime*. En España difícilmente puede haber hipotecas *subprime* a la vista de la fuerte disciplina bancaria y la regulación de los procedimientos de tasación de los bienes hipotecados, que provoca que para que un préstamo hipotecario pueda ser *titulizado*, su importe no puede superar un determinado porcentaje del valor de tasación del inmueble, tasado por una sociedad de tasación independiente, minuciosamente regulada, siguiendo los procedimientos y criterios establecidos legalmente.

en nuestro país²⁸, y a impulsar al inversor a que confíe en los FII que cumplen la doble finalidad de servir de instrumento de inversión y mecanismo de fomento de la vivienda en alquiler.

Como instrumento de inversión, hay que tener presente que el carácter inmobiliario de los bienes sobre los que pueden recaer o que pueden ser aportados como aportaciones no dinerarias al FII representa una clara alternativa a la salida de la crisis que vive el sector inmobiliario en España²⁹. Junto a los inmuebles ya finalizados, el Real Decreto 845/1999, de 21 de mayo, amplió el número de inmuebles posible objeto de su inversión, permitiendo que los FII pudiesen invertir en edificios en fase de construcción, con algunas limitaciones, en opciones de compra y en titularidades «de cualesquiera otros derechos reales sobre bienes inmuebles», siempre que les permita cumplir su objetivo último: ser arrendados. Con ello se puede estar permitiendo acaso la mejor alternativa de salida al gran número de viviendas y de promociones en *stock* que no pueden ser colocadas en el mercado por la falta de inversores: el alquiler no privado, sino profesionalizado de la mano de los FII. Y es que, mediante la aportación no dineraria al FII en el momento de la constitución o de la ampliación de capital (posibilidad admitida en los arts. 61.1 y 2 y 63.2 RIIC), los propietarios y promotores de dichos edificios pueden encontrar en el FII una segura solución a sus problemas³⁰.

Por todo ello se exige, cada día más, una gestión profesionalizada y competitiva de los arrendamientos. Hasta ahora los FII parecen que no han convencido a los inversores. Pero hay que tener en cuenta que, ante un alquiler privado, ofrecer un alquiler profesionalizado puede ser la clave del éxito y del cambio en nuestra legislación de Arrendamientos Urbanos, que hasta ahora ha ahogado al arrendador por ofrecer innumerables facilidades al arrendatario, lo que en muchas ocasiones ha obligado al primero a dejar vacíos sus inmuebles antes que alquilarlos³¹.

²⁸ *Vid.*, al respecto, la enumeración cronológica de las normas adoptadas en nuestro país que realiza SÁNCHEZ RUIZ DE VALDIVIA, J., «Los fondos de inversión inmobiliaria y los bienes inmuebles que pueden ser objeto de su inversión o aportación no dineraria», *Estudios sobre los Fondos de Inversión Inmobiliaria* (direc. ORTÍ VALLEJO, A; coord. ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R.), Navarra, 2009, págs. 69 a 78.

²⁹ Cfr. el artículo 56 del RIIC, que dispone cuáles son los inmuebles de naturaleza urbana en los que puede invertir los FII.

³⁰ Como instrumento de fomento de la vivienda en alquiler, los FII se apuntan como un privilegiado recurso para intervenir en el mercado de la vivienda en alquiler en España, cumpliendo una importante función social al canalizar los flujos de capital para la inversión en vivienda en uso y no en propiedad, lo que redundará en el necesario abaratamiento de este bien de consumo básico para nuestra sociedad. El peso del alquiler en España ha sido, hasta la fecha, muy escaso; así lo ponen de manifiesto las propias encuestas realizadas por el Ministerio de la Vivienda. Además, la recientemente creada Sociedad Pública del Alquiler parece no haber terminado de cuajar sus expectativas. Pero se nota un intento del Gobierno por querer impulsar la gestión profesionalizada del alquiler como lo anuncia el Plan Estatal de Viviendas 2009-2012. Incluso algunas entidades de crédito están apostando por el alquiler, a través de ofertas hipotecarias, mediante las llamadas hipotecas «objetivo-alquiler», que pretenden dinamizar el mercado de las viviendas en alquiler, al permitir financiar tanto las obras de reforma como la compra de nueva vivienda destinada al arrendamiento; *vid.*, los ejemplos que sobre estas hipotecas «objetivo-alquiler» muestra SÁNCHEZ RUIZ DE VALDIVIA, *op. cit.*, pág. 55.

³¹ La rigidez de la regulación consagrada en la Ley de los FII, por razón de las limitaciones relativas a los inmuebles susceptibles de inversión, ha representado un importante lastre a la expansión de los FII españoles, lo que ha determinado sucesivas reformas dirigidas a flexibilizar su régimen jurídico [Las distintas modificaciones han afectado a la LIIC, a su Reglamento y a la Orden de 1993. Concretamente, la Ley 20/1998, de 1 de julio (BOE núm. 157, de 2 de julio), modificó los arts. 33, 34 bis y 35 bis de la LIII de 1984, y el RD 845/1999, de 21 de mayo, modificó el Reglamento de esta Ley en sus arts. 72, 72 bis, 73, 74, 75 y 75 bis y parcialmente otros menos importantes, derogando también diversos preceptos de la Orden Ministerial de 24 de septiembre de 1993. Más recientemente, la LIIC de 1984 ha sido derogada y reemplazada por la nueva Ley 35/2003, de 4 de noviembre]. A ello se ha unido que tradicionalmente, antes de que nuestro legislador contemplara la figura de los FII, en el mercado inmueble español el inversor necesitaba contar con

2. Delimitación de los FII

Los FII son un tipo de fondo de inversión que se rige, en lo no dispuesto específicamente para ello, por lo contemplado para los fondos de inversión de carácter financiero y que deben tener un patrimonio mínimo inicial de nueve millones de euros, totalmente desembolsados (arts. 38.1 LIIC y 63.1 RIIC). Son IIC constituidas con las aportaciones realizadas por diversos inversores llamados partícipes, administradas por una sociedad gestora responsable de la administración y gestión de las inversiones. Junto a los partícipes y a la sociedad gestora existe una entidad depositaria que custodia los valores y ejerce funciones de vigilancia y garantía ante los inversores. Las actuaciones tanto de la gestora como de la depositaria son reguladas por la CNMV. Los FII se asientan, por consiguiente, sobre una estructura subjetiva triangular: los partícipes, la sociedad gestora y el depositario³².

grandes sumas de dinero cuando se proponía acometer dicha inversión. Además, para afrontar este tipo de inversión, se necesitaba llevar a cabo una gestión cuasi profesionalizada, porque o bien conocía los riesgos y las particularidades propias del mercado, o bien disponía de un buen asesoramiento jurídico que le permitiera adoptar la decisión económica adecuada, cuyos costes afrontados de manera individual suponían un importante tanto por 100 del coste final del producto inmueble. De lo contrario, la pretendida inversión inmobiliaria resultaría enormemente arriesgada. La regulación nacional que de los FII existe se caracteriza por toda una pluralidad de normas y reformas que se han ido sucediendo y que han ido configurando esta IIC. De todas ellas destaca, en primer lugar, la extensión de los beneficios fiscales a fondos que no ceñían su objeto estrictamente al arrendamiento de viviendas; en segundo lugar, la eliminación de diversas restricciones operativas que antes pesaban sobre los FII y la posibilidad de que sus partícipes pudieran ser arrendatarios de los inmuebles que integran su activo y que aportaran al FII bienes no dinerarios, es decir, que el partícipe pueda adquirir participaciones en el FII a cambio de ceder a este la titularidad de un inmueble y no solo cantidades en efectivo, que era lo único permitido en la primitiva redacción de la LIIC y su Reglamento; en tercer lugar, la ampliación de los tipos de derechos de carácter inmobiliario que pueden configurar el patrimonio del FII, al preverse expresamente que estos adquieran inmuebles en sus diferentes fases de construcción, incluso aunque se encuentren sobre plano, que adquieran opciones de compra sobre inmuebles, y derechos reales inmobiliarios distintos del dominio, y concesiones administrativas que confieran la facultad de arrendar inmuebles.

³² Entre los FII se pueden distinguir las siguientes modalidades: de un lado, los fondos de viviendas, en los que todo su patrimonio está constituido por viviendas; de otro lado, los fondos mixtos, caracterizados porque su patrimonio está integrado un 50 por 100 en viviendas y el resto en otro tipo de inmuebles, y, por último, los fondos libres, que carecen de límites en cuanto a las inversiones que realizan. Con independencia del tipo de FII, los precios se fijan una vez al mes y son tasados por sociedades independientes. Ningún socio podrá poseer más del 25 por 100 de su patrimonio y el reembolso se permite al menos una vez al año. Además, al adquirir cualquier tipo de FII hay que pagar una serie de comisiones y gastos a las sociedades gestoras. Para un análisis del régimen jurídico de los FII *vid.*, entre otros, ORTÍ VALLEJO, A. y GARCÍA GARNICA, M.C., «Los Fondos de Inversión colectiva; aproximación a su régimen jurídico», *RCDI*, núm. 690, 2005, págs. 1.221-1.268; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., y DE ALARCÓN ELORRIETA, M.L., «Aproximación al estudio de nuevas categorías de cotitularidad jurídica: las comunidades funcionales y los fondos de gestión», *RCD*, 1989, pág. 5 y ss.; DOMINGO, S., «Cómo Tributan los Fondos Inmobiliarios. Los cambios legales para mejorar el tratamiento fiscal», núm. 134/Domino, 19 de julio de 1998, <http://www.elmundo.es/sudinero/noticias/act-134-08a.html>.; GARCÍA DÍAZ, *Los fondos de inversión en el mercado financiero*, Madrid, 1970, *in extenso*; GENTILE, F., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991, págs. 15 y ss.; LARRAURI ESTEFANÍA, M. y AHUMADA CARAZO, R., «Los fondos de inversión inmobiliaria españoles en un entorno global», *Actualidad Financiera*, 2000, págs. 3-18; LÓPEZ PASCUAL, J., *Fondos de Inversión y la Calificación de su riesgo*, Madrid, 1997, pág. 15 y ss.; LÓPEZ PENABAD, C. y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, L., «Los fondos de inversión inmobiliaria: nuevas posibilidades de desarrollo», *Actualidad Financiera*, 1999, octubre, núm. 4, págs. 43 y ss.; LLEVADOT ROIG, R., «Los llamados fondos de inversión inmobiliaria. Sus problemas y bases de una posible regulación», *RJC*, enero-marzo, 1973, págs. 37 y ss.; MARTÍN PAOLANTONIO, *Fondos comunes de inversión. Mercado financiero y mercado de capitales. Securitización o titulización*, Madrid, 1994, págs. 3 y ss.; MORENO SANTOS, C., «Los fondos de inversión inmobiliaria en España», *Revista Bolsa de Madrid*, núm. 74, 1999, págs. 16-18; OSÁCAR GARAYCOHEA, M., *Manual de los Fondos de Inversión Inmobiliaria*, Madrid, 1994, págs. 18 y ss.; SOLDEVILLA GARCÍA, E., *Los Fondos de inversión*, Madrid, 1999, *in extenso*; TAPIA HERMIDA, A.J., «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Derecho español y en el Derecho portugués», *RDBB*, 1998, págs. 43 y ss.; Ídem, «Los Fondos de

Como instrumentos de inversión colectiva los FII están especializados en la inversión de productos inmobiliarios, lo que puede resultar muy apetecible al pequeño y mediano inversor, permitiéndole acceder a mercados financieros y obtener rentabilidades que le estarían vedadas si actuase de modo individual y que le vendrían tanto del cobro de rentas a los arrendatarios, como del aumento del valor que experimenten los inmuebles en la cartera del fondo. Además de esa ventaja, los FII, en primer lugar, sirven de instrumento de inversión; en segundo lugar, diversifican los riesgos, porque mientras una inversión inmobiliaria tradicional supondría concentrar la inversión en un solo inmueble, la inversión de los FII recae sobre varios (preferentemente con localización geográfica diversa), con objeto de no concentrar los riesgos de la inversión en un solo inmueble³³; en tercer lugar, están sujetos a una gestión profesional, especializada (cuyos costes son distribuidos entre la colectividad de inversores y, que en cambio, podrían resultar excesivos para el inversor individual), bajo supervisión pública (lo que representa una garantía adicional para el inversor)³⁴, y se encuentran perfectamente regulados, por lo que está garantizada la inversión³⁵, y en cuarto lugar, están destinados a fomentar la vivienda en alquiler. Frente a todas estas ventajas³⁶, los FII tienen la desventaja, a excepción de algunos fondos garantizados, de que no garantizan ninguna rentabilidad, lo que permite que se pueda dar el caso de que un inversor pierda todo lo aportado al FII³⁷.

Inversión Inmobiliaria y su vertebración jurídica...», cit., págs. 31 y ss.; TORRENT CANALETA, M. y MARTÍNEZ LACAMBRA, A., «Los fondos de inversión colectiva y el plan de viviendas», *Actualidad financiera*, Año 2, núm. 3, 1997, págs. 79-100.

³³ Tal y como consagra el artículo 30.2 de la LIIC, el principio de diversificación de riesgos, en sentido estricto, está pensado para las IIC de carácter financiero. Sin embargo, el artículo 36.1 de la LIIC dispone que también las IICI deberán respetar, entre otros, coeficientes de diversificación del riesgo que limiten la inversión en un solo inmueble, así como el arrendamiento de bienes inmuebles a entidades de un mismo grupo. En desarrollo de estas previsiones, el artículo 72 bis, 3 del RIIC establece de manera particular para los FII que ningún bien, incluidos los derechos sobre los mismos, podrá representar más del 35 por 100 del activo total, según la valoración de aquel, efectuada conforme a los criterios establecidos por el Ministerio de Economía y Hacienda. En el caso de edificios, el porcentaje anterior se referirá al valor del edificio en su conjunto, y no al de las distintas fincas que lo componen. A estos efectos se considerarán como único inmueble todos los integrados en un mismo edificio.

³⁴ La CNMV tiene entre sus funciones la de controlar la actuación de los FII y proteger a los partícipes de las malas actuaciones de las sociedades gestoras. Además, la propia entidad depositaria (la entidad donde están depositados los títulos que el fondo tiene en cartera y la encargada de tramitar las suscripciones y reembolsos de participaciones) tiene como obligación supervisar y vigilar la actuación de la entidad gestora: en particular, debe comprobar que la gestora ha respetado los coeficientes y criterios de inversión previstos en la Ley así como controlar que el cálculo del valor liquidativo ha sido realizado correctamente; *vid.*, entre otros, FUENTES LÓPEZ, M., *La comisión nacional del mercado de valores*, Valladolid, 1994, págs. 55 a 58.

³⁵ El FII no puede hacer lo que quiera con el dinero, sino que está obligado a respetar unas reglas marcadas por su propio reglamento de gestión y siempre dentro del marco de la LIIC y del RIIC.

³⁶ La ventaja fiscal que tradicionalmente han gozado los FII se ha visto reducida. Los fondos de inversión están exentos de tributación hasta el momento de su reembolso, en cuyo momento se aplicará una retención a cuenta del IRPF del 18 por 100 sobre las plusvalías obtenidas según la normativa fiscal vigente a enero de 2007. La diferencia entre el importe obtenido en el reembolso de participaciones y el satisfecho en su adquisición es una ganancia/pérdida patrimonial que se integrará en la base imponible del ahorro sobre la que se aplica el tipo único de tributación del 18 por 100 (según la normativa fiscal vigente a enero de 2007), al margen del plazo en que se haya generado esta ganancia o pérdida patrimonial (incluso si se ha generado en un periodo inferior a un año); sobre los aspectos fiscales de los FII *vid.*, entre otros, ORTÍ VALLEJO, A., «La fiscalidad de los fondos de inversión inmobiliaria», *Estudios sobre los Fondos de Inversión Inmobiliaria* (dir. ORTÍ VALLEJO, A., coord. ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R.), Navarra, 2009, págs. 279-290; AA.VV., «Fondos de inversión mobiliaria e inmobiliaria», *Actualidad Financiera*, núms. 2 y 3, 2007, *in extenso*; ORTÍ VALLEJO, A. y GARCÍA GARNICA, M.C., *op. cit.*, 1.221-1.268.

³⁷ Hay que tener presente que el valor del FII no es otra cosa que el valor de todos sus activos, de tal modo que si estos pierden valor, el FII también perderá valor. Ahora bien, no hay que desconocer que las probabilidades de perder toda la

3. Los inmuebles que pueden ser objeto de inversión o aportación no dineraria por parte del FII

Como hemos visto³⁸, las diferentes reformas legislativas operadas en los últimos años se han caracterizado por eliminar diversas restricciones operativas que tradicionalmente pesaban sobre los FII, permitir que sus partícipes puedan ser arrendatarios de los inmuebles que integran su activo, posibilitar que el partícipe adquiera participaciones en el FII a cambio de ceder a este la titularidad de un inmueble o extender los beneficios fiscales a fondos que ceñían su objeto estrictamente al arrendamiento de viviendas³⁹. Además, a diferencia del régimen anterior que únicamente permitía a los FII adquirir inmuebles terminados y en propiedad⁴⁰, se han ampliado los tipos de derechos de carácter inmobiliario que pueden configurar el patrimonio del FII, permitiéndose expresamente que puedan adquirir inmuebles en sus diferentes fases de construcción, incluso aunque estén solo sobre plano⁴¹, opciones de compra sobre inmuebles⁴², derechos reales inmobiliarios distintos del dominio y concesiones administrativas que confieran la facultad de arrendar inmuebles⁴³.

inversión efectuada al FII, lo que equivaldría a que todos los activos del fondo valiesen cero, es realmente remota; GIL CORRAL, A.M.^a, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria desde la perspectiva financiera: rentabilidad y riesgos», *Estudios sobre los Fondos de Inversión Inmobiliaria* (dir. ORTÍ VALLEJO, A., ROJO-ÁLVAREZ-MANZANEDA, R.), Navarra, 2009, págs. 243; ORTÍ VALLEJO, A. y GARCÍA GARNICA, M.C., *op. cit.*, pág. 1.232; ORTÍ VALLEJO, F.J., «La fiscalidad de los fondos de inversión inmobiliaria», *Estudios sobre los Fondos de Inversión Inmobiliaria* (dir. ORTÍ VALLEJO, A., coord. ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R.), Navarra, 2009, págs. 283.

³⁸ *Id.*, *supra*, apdos. III.1 y III.2.

³⁹ Cfr., a este respecto, la Ley 20/1998 que modificó la redacción original de las letras a) y b) del artículo 33 de la LIIC de 1984. A su vez, el Real Decreto 845/1999 vino a dar nueva redacción a los artículos 72 y 74 del Real Decreto 1393/1990.

⁴⁰ La redacción originaria del artículo 72.1 del RIIC se limitaba a establecer como objetivo exclusivo de los FII la inversión en inmuebles para su directo arrendamiento, lo que, unido al régimen fiscal, que únicamente se refería al alquiler de viviendas, planteaba serias dudas sobre la posibilidad de que los FII pudiesen adquirir activos distintos de edificios ya construidos.

⁴¹ Cfr. el artículo 33.6 c) de la LIIC de 1984, tras la modificación introducida por la Ley 20/1998. Actualmente, así lo dispone el artículo 72.2 b) del RIIC (reformado por el RD 1393/1999), estableciendo la obligatoriedad en este caso de que el constructor o promotor que venda el inmueble haya obtenido la preceptiva licencia para edificar. Además, a los efectos de conseguir beneficios fiscales, en este caso el artículo 75 bis, a) del RIIC exige que el inmueble en construcción adquirido tenga entidad registral mediante la correspondiente inscripción en el Registro de la Propiedad, lo que ha de entenderse en el sentido de que esté inscrita la obra nueva en construcción (cfr. arts. 208 LH y 308 RH); *vid.*, ORTÍ VALLEJO, F.J., «La fiscalidad de los fondos...», *cit.*, págs. 279-290.

⁴² El artículo 72.2 c) del RIIC exige adicionalmente que el valor de la prima no supere el 5 por 100 del precio del inmueble, así como que el vencimiento de la opción no supere el plazo de dos años y que los correspondientes contratos no establezcan restricciones a su libre transmisibilidad.

⁴³ Cfr. artículo 72.2 d) y e) del RIIC. La reforma del RIIC de 1999 eliminó algunos lastres a que estaba sometida la normativa sobre FII de 1992, aunque se mantuvieron algunas restricciones, exigencias o limitaciones para las «inversiones en inmuebles de naturaleza urbana», que a los efectos previstos en dicho Reglamento, deben ser entendidas como las inversiones en inmuebles finalizados [art. 56.1 a) RIIC] –siempre que la adquisición de aquella sea con el objeto de disolverla en el plazo de seis meses desde su adquisición y el inmueble sea objeto de arrendamiento a partir de esta–, las realizadas en «inmuebles en construcción» [art. 56.1 b) RIIC] –incluso si se adquieren sobre plano, siempre que al promotor o constructor le haya sido concedida la autorización o licencia para edificar–, la compra de opciones de compra –cuando el valor de la prima no supere el 5% del precio de ejercicio del inmueble, así como los compromisos de compra a plazo de inmuebles, siempre que el vencimiento de las opciones y compromisos no supere el plazo de dos años y que los correspondientes contratos no establezcan restricciones a su libre transmisibilidad [art. 56.1 c) RIIC]–, la titularidad de cualesquiera otros derechos reales sobre bienes inmuebles, siempre que les permita cumplir su objetivo de ser arrendados [art. 56.1 d) RIIC], y la titularidad de concesiones administrativas que permita el arrendamiento de inmuebles [art. 56.1 e) RIIC]. Estas limitaciones o restricciones a las que hoy siguen sometidas las inversiones o las aportaciones no dinerarias

4. Propuestas para revitalizar el mercado de los FII

El hecho de que España sea, juntamente con Irlanda, el país donde hay mayor porcentaje de viviendas en propiedad no se debe a lo que podríamos denominar una «excepción cultural española», sino que es la consecuencia de la política seguida por los diversos Gobiernos en materia de vivienda, que se ha dirigido al fomento de la adquisición en propiedad, además de las serias deficiencias de las diferentes leyes de arrendamientos urbanos como instrumentos de potenciación de un mercado de arrendamiento de viviendas.

Buena parte de los FII de nuestro país tienen las siguientes características. En primer lugar, sus participaciones son difíciles de valorar porque su valor liquidativo depende del valor de los inmuebles que forman parte del patrimonio del FII y este no encuentra una referencia objetiva y continua en un mercado secundario, al modo en que sí la encuentran los fondos financieros en las cotizaciones bursátiles, sino que debe acudir a mecanismos de tasación externa que pueden diferir en el tiempo las correcciones de valor de los inmuebles, generando incertidumbres añadidas a las propias de la evolución del mercado inmobiliario. En segundo lugar, la gran sensibilidad de los FII a las solicitudes de reembolsos por parte de sus partícipes, dada la limitada liquidez de los inmuebles en los que tienen invertido su patrimonio, de modo tal que la experiencia histórica asocia sus crisis a peticiones masivas de reembolsos por parte de sus partícipes, en contextos bajistas de los mercados inmobiliarios como el actual ⁴⁴. A nuestro juicio, para que tanto el inversor, como el propio legislador, confíen en los FII, creemos necesario que se adopten las siguientes medidas.

En primer lugar, que se equilibre la relación arrendaticia, eliminando ciertos privilegios a favor del arrendatario que desincentivan la inversión en vivienda con la finalidad de arrendarla, sin que consideremos suficiente las reformas implantadas por la Ley 19/2009, de 23 de noviembre; entre ellas, muy especialmente, el derecho de prórroga forzosa, singularmente con su actual régimen jurídico de oponibilidad frente a terceros sin necesidad de inscripción, en perjuicio de la seguridad del tráfico jurídico y, por tanto, de adquirentes, de acreedores hipotecarios y, por consiguiente, también de los propios deudores hipotecarios.

Ciertamente, para un adecuado desarrollo del mercado arrendaticio de viviendas en España es necesario que la configuración legal del contrato de arrendamiento sea equilibrada. Hoy, en cambio, esa configuración presenta unos desequilibrios, entre los que sobresale el derecho de prórroga forzosa

que se realicen al FII denotan una clara opción del legislador de restringir el ámbito objetivo del FII y representan un claro lastre para que los FII terminen por despegar en nuestro país.

⁴⁴ Como señala TAPIA HERMIDA, A.J., «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria y su vertebración jurídica...», cit., págs. 31 y ss., y en «La crisis de los Fondos...», cit., págs. 31 y ss., la liquidez ha sido siempre el «talón de Aquiles» de los FII, como lo demuestra la práctica internacional en la que estos fondos se han mostrado extremadamente sensibles a peticiones masivas de reembolso de sus participaciones; produciéndose, además, una suerte de paradoja, porque, si se mantiene un porcentaje mínimo de liquidez de, por ejemplo, el 10 por 100 del patrimonio, y acaece una crisis inmobiliaria, puede producirse un grave deterioro de tales fondos; si, por el contrario, se aumenta la liquidez a un 20 por 100 del patrimonio de los fondos y el mercado inmobiliario evalúa favorablemente, los partícipes exigirán al gestor que reduzca dicho porcentaje de liquidez para invertirla en inmuebles y obtener una mayor rentabilidad, especialmente en contextos de tipos de interés bajos.

para el arrendatario ⁴⁵. Este derecho de prórroga forzosa del arrendamiento de vivienda, tal y como aparece configurado por la LAU/1994, representa una excepción al principio de fe pública registral, ya que para afectar a un tercer adquirente a título oneroso y de buena fe de la vivienda arrendada no se requiere la inscripción del derecho del arrendatario en el Registro de la Propiedad, por lo que el tercer adquirente ve afectada su adquisición por un tercero extraño al contrato celebrado con el *dominus*, tercero que deriva su derecho de un contrato entre partes y que no figuraba en el tenor literal de la inscripción (art. 14 LAU/1994). Puede argumentarse que, a diferencia de la hipoteca —que no es susceptible de contacto posesorio—, el arrendamiento conlleva posesión, lo que confiere carácter visible al derecho del arrendatario y que, además, difícilmente alguien comprará una vivienda sin comprobar su estado físico, y ambas circunstancias, normalmente, informarán al potencial adquirente lo que no le revela la inscripción, esto es, si la finca se halla arrendada o no. Creemos que aunque el arrendamiento conlleva *ius possidendi* por parte del arrendatario, este hecho no justifica la innecesidad de la inscripción para que el derecho del arrendamiento sea oponible a un tercer adquirente, erigiéndose en una excepción a lo dispuesto, entre otros, por los artículos 1.571 del CC y 34 y 38 de la LH, todos ellos protectores de la seguridad del tráfico jurídico ⁴⁶.

A nuestro juicio, la manera menos costosa de despejar las incertidumbres y la desconfianza es que el derecho de prórroga forzosa del arrendatario no represente, en relación a tercero, ninguna excepción a los principios que gobiernan la seguridad del tráfico jurídico, los cuales operan, únicamente, en las relaciones *inter tertios* y constituyen un soporte fundamental para el desarrollo de los mercados ⁴⁷. Hubiese sido suficiente con aprovechar la Ley 19/2009, de 23 de noviembre, para configurar el derecho de prórroga forzosa conforme a tales principios para que el arrendatario pudiese

⁴⁵ Aunque la configuración legal del derecho de prórroga forzosa es menos gravosa para el arrendador que la establecida por el artículo 57 de la LAU/1964, la reinstauración de ese derecho por la LAU/1994 ha supuesto una cierta regresión en relación con el denominado «Decreto Boyer» que lo había suprimido. Esta medida se ha reintroducido, tal y como reconoce la propia Exposición de Motivos de la LAU/1994, con la finalidad tuitiva de dar estabilidad residencial a quienes han optado por el alquiler como mejor medio para solventar la necesidad de vivienda. Pero esta medida en nada favorece el desarrollo de un mercado amplio y competitivo de viviendas en alquiler, que sería la mejor garantía de estabilidad a precios asequibles. Por ello, el desarrollo de tal mercado requerirá la progresiva desaparición de ese derecho.

⁴⁶ El hecho de que el arrendatario tenga un *ius possidendi* no despeja las incertidumbres para el adquirente ni elimina las posibilidades de engaño por parte del propietario vendedor, sobre todo en una economía de mercado que exige una gran movilidad geográfica y en la que la contratación tiene lugar, usualmente, entre extraños, entre los cuales prima la desconfianza, como consecuencia de las incertidumbres derivadas de las asimetrías informativas existentes entre las partes contratantes y del conocimiento de que, cada parte ajustará su comportamiento al modelo conductual impuesto por el autointerés, por lo que, cada parte ocultará información, cuando los beneficios que espera obtener de tal comportamiento superen a los de cualquier opción alternativa.

⁴⁷ Hay que tener presente que el derecho de prórroga forzosa, configurado como excepción a lo dispuesto por los artículos 1.571 del CC y 34 y 38 de la LH tiene efectos negativos sobre el desarrollo del mercado hipotecario, porque, en principio, los arrendamientos concertados por el deudor hipotecario con anterioridad a la constitución de la hipoteca, aún no inscritos, son oponibles, en caso de ejecución de la garantía, al adjudicatario de la vivienda en la subasta correspondiente, lo que disminuye el valor de los inmuebles destinados a vivienda como garantía, perjudica al deudor, pues ello repercute en el tipo de interés y, además, el valor que el bien alcanzará en la subasta será inferior al que alcanzaría en ausencia de arrendamiento oponible, por lo que puede no bastar para extinguir la deuda y, por la parte no extinguida, responderá el deudor conforme al principio de responsabilidad patrimonial universal, conforme al artículo 1.911 del CC. Perjudica también al acreedor, porque el valor de la garantía constituida puede disminuir como consecuencia de actos posteriores del deudor, y, además, puede prolongarse la tramitación del procedimiento de ejecución como consecuencia de tales circunstancias, lo que los acreedores descuentan previamente en forma de elevación de tipos de interés.

beneficiarse igualmente del derecho pero sin perjudicar a deudores, acreedores y adquirentes⁴⁸; es decir, debe exigirse, para que dicha prórroga forzosa pueda afectar a terceros adquirentes y acreedores hipotecarios, que el ejercicio del derecho de prórroga conste inscrito en el Registro de la Propiedad lo que exige modificar, de nuevo, tanto la LAU/1994 como el Real Decreto 297/1996.

Cuando el arrendador sea un FII y este se disuelva por alguna de las causas previstas por el artículo 24 de la LIIC, para facilitar el rescate de las aportaciones, la solución sería que en estos supuestos quedasen extinguidos los arrendamientos concertados por el FII⁴⁹. Pero hay que tener presente que esta solución debe compatibilizarse con el derecho de prórroga forzosa del arrendatario, en su caso, lo que pone de manifiesto, una vez más, las perturbaciones que ocasiona este derecho para un correcto funcionamiento del mercado arrendaticio, de modo que si se quiere defender el derecho de prórroga forzosa necesariamente habrá que optar por mantener el derecho del arrendatario, incluso en el caso de disolución del FII, porque no hay razón para conceder a los partícipes en el FII, cuya titularidad sobre los bienes es únicamente fiduciaria, mayores derechos que a quienes arriendan sus inmuebles sin participar en un FII.

En segundo lugar, es imprescindible que se concedan ciertas prerrogativas al arrendador, cuando este sea un FII y conste inscrito el arrendamiento a su favor, para el desahucio por impago⁵⁰, porque uno de los desequilibrios esenciales que dificultan gravemente el desarrollo del mercado arrendaticio de viviendas está relacionado con la ineficacia de los mecanismos de *enforcement* de los derechos del arrendador, especialmente en caso de impago de las rentas por el arrendatario.

⁴⁸ Para esto hubiese resultado suficiente con dar al derecho de prórroga forzosa la misma solución que dio el legislador hipotecario de 1861 a las hipotecas *tácitas* existentes con anterioridad y que constituían una auténtica losa para el desarrollo de los mercados tanto inmobiliario como hipotecario. El legislador de 1861, si bien mantuvo las hipotecas legales, redujo su número y suprimió su carácter tácito, es decir, para que tales hipotecas quedasen constituidas se exigió, con carácter general, su inscripción registral. A partir de ese momento la expresión «hipoteca legal» comenzó a significar derecho a exigir la constitución de una hipoteca, en los supuestos y en los términos autorizados por la Ley, con lo que se compatibilizaba la especial tutela de ciertos intereses dignos de especial protección, según el criterio del legislador, con las exigencias de la seguridad del tráfico jurídico, establecido en beneficio de todos.

⁴⁹ Esta es la solución que propone MÉNDEZ SERRANO, M.M., *Los fondos de Inversión Inmobiliaria y los arrendamientos urbanos: otra alternativa al problema de la vivienda en España*, Madrid, 2007, pág. 118.

⁵⁰ Al igual que el acreedor hipotecario goza de ciertos privilegios en materia de configuración del título ejecutivo, cuando es una entidad financiera debidamente autorizada [ej. arts. 153 y 153 bis LH, art. 245 RH, arts. 572.2 y 573.12.º y art. 695.1.2.ª LEC (este privilegio deriva de una RDGRN de 16 de junio de 1936, que admitió la certificación bancaria como medio de acreditar el impago, «dada la solvencia y seriedad de las entidades de crédito»]. La DGRN consideró que los activos reputacionales puestos en juego por estas entidades eran garantía suficiente de un comportamiento solvente. Lo mismo ocurriría, en su caso, con los FII, en el supuesto de que llegase a organizarse un mercado de arrendamiento de vivienda con ellos como principales protagonistas, aunque difícilmente alcanzarían un nivel de protagonismo semejante al de los bancos en el ámbito crediticio)] y, de hecho, de procedimiento especial de ejecución, podría admitirse la certificación de impago expedida por el arrendador para iniciar el procedimiento cuando este fuese un FII. Creemos incluso posible que se puede agilizar el procedimiento de desahucio cuando se trate de arrendamiento inscrito porque, de un lado, la identidad de los otorgantes, su capacidad natural, el hecho de que el consentimiento ha sido libremente prestado así como el contenido de lo pactado habrían quedado suficientemente acreditados al autenticarse el documento, bien por el procedimiento tradicional ante notario, por el procedimiento de autenticación electrónica, especialmente con firma electrónica reconocida, o por la ratificación ante el Registrador y, de otro lado, porque este, para autorizar la inscripción, con todos sus efectos frente a terceros, ha debido realizar una calificación de la legalidad del negocio. Creemos que estas circunstancias confieren suficientes garantías a la existencia y legalidad del contrato de arrendamiento y de los derechos derivados de este como para que pueda agilizarse el procedimiento de desahucio en el caso de que el arrendamiento se halle inscrito, al margen de que el acreedor sea o no un FII.

En tercer lugar, y en línea con la anterior medida, el mercado arrendaticio requerirá la progresiva mejora y agilización de los procedimientos de desahucio y que se facilite, en ciertos casos, la elaboración de un título acreditativo del impago con eficacia ejecutiva, de modo más eficaz a como ha sido planteada la cuestión por la Ley 19/2009, de 23 de noviembre.

En cuarto lugar, es conveniente que se facilite la financiación de los FII mediante la emisión de títulos garantizados por sus derechos arrendaticios –profundizando en la línea abierta por el RD 215/2008, de 15 de febrero, por el que se modifica el art. 59 del RD 1309/2005–.

En quinto y último lugar, es necesario que el mercado se profesionalice; es decir, que operen en él agentes de gran tamaño con un alto nivel de competencia entre sí. Hasta la fecha se han ido adoptando medidas dirigidas, exclusivamente, a poner parches a los fallos más visibles de un mercado *artesanal* de arrendamiento de viviendas, pero no a conseguir la *profesionalización* de este mercado, lo que resulta esencial si se quiere conseguir un mercado de viviendas en alquiler de gran tamaño y altamente competitivo ⁵¹.

IV. EL CONTRATO DE ARRENDAMIENTO CUANDO EL ARRENDADOR ES UN FII. PROPUESTAS DE LEGE FERENDA PARA CONSEGUIR SU ÉXITO EN ESPAÑA

1. El artículo 13.2 de la LAU/1994

Si tenemos en cuenta la finalidad de los FII y las causas que podrían dar lugar a su disolución, podemos llegar a la conclusión de que para dar estabilidad al arrendatario quizá no sea necesario aumentar el tiempo de duración del contrato, porque, en el momento necesario, esta medida podría impedir obtener la liquidez necesaria para hacer frente al derecho de reembolso de los partícipes. Incluso, si como consecuencia de la falta de liquidez del FII se produjera la disolución de manera imprevista, la prórroga forzosa a favor del arrendatario, hasta un máximo de cinco años que prevé la LAU/1994, se convertiría en un inconveniente, porque en el caso de que el arrendamiento estuviera en sus inicios, sería bastante más difícil proceder a la enajenación del inmueble para obtener la liquidez necesaria. Ahora bien, esta mayor estabilidad del derecho arrendaticio se podría conseguir aumentando el tiempo de duración del contrato, sin que ello supusiera un inconveniente insalvable que restara posibilidades a la obtención de liquidez una vez llegado el momento de disolución del FII. De ahí que tengamos que analizar el alcance del artículo 13 de la LAU, que regula la situación y el

⁵¹ Este es el propósito que persiguen las SOCIMI; *vid., infra*, apdo. VI. Creemos que estas medidas permitirían que fuese surgiendo un mercado creciente y competitivo de viviendas en alquiler. La profesionalización del mercado, su amplitud y la competencia entre oferentes es la mayor garantía para el arrendamiento, en lugar de un mercado inexistente con una legislación que lo estrangula por proteccionista y que, por ello, produce unos efectos contrarios a los pretendidos. Es obvio que para que todas las medidas propuestas lleguen a alcanzarse no solo es necesario que se produzcan unas condiciones económicas favorables sino que, además es imprescindible crear un marco jurídico que estimule y facilite el desarrollo de ese mercado haciéndolo competitivo.

régimen jurídico específico al que quedan sometidos los arrendamientos otorgados por usufructuarios, superficiarios o titulares de derechos análogos de goce y disfrute⁵².

La extinción de los arrendamientos ordenada por el artículo 13.2 de la LAU se producirá cuando se resuelva el derecho del arrendador no propietario, incluso aunque no hayan transcurrido los cinco primeros años de duración del contrato, quebrándose el criterio general establecido en la Ley de asegurar al arrendatario una cierta estabilidad durante el plazo mínimo legal. Por consiguiente, el arrendamiento concedido por usufructuario o superficiario se extingue, sin más, al terminar el derecho del concedente, sin posibilidad de que este pueda continuar en beneficio del arrendatario, incluso cuando no se hubiera alcanzado el mínimo temporal que con carácter general la Ley le garantiza⁵³.

⁵² El artículo 13.2 de la LAU resuelve la situación del arrendatario que traiga causa contractual de personas cuya titularidad no sea la propiedad plena del inmueble arrendado, sino la de derechos reales que autoricen el goce pleno de la finca. No entran dentro de este apartado aquellos supuestos en los que, una vez celebrado el contrato de arrendamiento con el titular de la plena propiedad, se constituya un derecho de esta naturaleza a favor de un tercero, ya que esta escisión de facultades de disposición y de uso y disfrute en distintas personas en nada va a afectar al arrendamiento, permaneciendo el arrendatario disfrutando del uso de la vivienda por el tiempo que fue pactado inicialmente, que si fue inferior a cinco años, podrá ser prorrogado anualmente hasta alcanzar tal duración; así, entre otros, GORTÁZAR LORENTE, *op. cit.*, pág. 21. El artículo 13.2 de la LAU reproduce en lo sustancial el artículo 13 de la LAR (conforme al cual «Los arrendamientos otorgados por usufructuarios, superficiarios, enfiteutas y cuantos tengan un análogo derecho de goce sobre el inmueble se extinguirán al término del derecho del arrendador, subsistiendo el arrendamiento durante el correspondiente año agrícola...») con el que no guarda más que las diferencias necesariamente derivadas del hecho de que este contemple los arrendamientos rústicos y aquel los urbanos (MARÍN LÓPEZ, *op. cit.*, pág. 314), aplicando, este precepto, en su ámbito, el régimen general contenido en el artículo 480 del CC.

⁵³ GORDILLO CAÑAS, *op. cit.*, págs. 311 y 312. Además, ni siquiera la inscripción en el Registro de la Propiedad del derecho del arrendatario supondría la inaplicación de la regla del artículo 13.2 de la LAU, ya que la fuerza de ese derecho no es mayor por el hecho de su constancia registral, no debiendo, el registrador, inscribir en estos casos un arrendamiento con una duración estipulada superior a la que publica el Registro para el derecho del usufructuario.

La falta de coherencia entre los apartados 1 y 2 del artículo 13 de la LAU fue puesta de manifiesto, con propuestas contrarias, no solo durante la tramitación parlamentaria, sino también por los primeros comentaristas de la LAU. Durante la tramitación parlamentaria el Grupo Popular, por medio de la enmienda núm. 197, propuso que los arrendamientos en los que el derecho del arrendador quedara resuelto por el ejercicio de un retracto convencional, la apertura de una sustitución fideicomisaria o la ejecución hipotecaria, recibieran el mismo trato de los concertados por usufructuarios, superficiarios o titulares de un derecho análogo de goce (en concreto la enmienda núm. 197 del Grupo Parlamentario Popular establecía que «No existe razón alguna que justifique un distinto tratamiento para las situaciones contempladas en los apartados 1 y 2 del artículo, sin que exista tampoco explicación para tratar peor a los adquirentes definitivos de la propiedad en los casos del apartado 2 frente a los del apartado 1» –*Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados*, Comisiones, V Legislatura, 194, núm. 247, de 22 de junio de 1994, pág. 7.457–). Por su parte, el Grupo Parlamentario Catalán, por medio de la enmienda núm. 306, aunque también propuso una equiparación entre ambos supuestos, lo hizo a la inversa, es decir, solicitó que se igualaran al alza los arrendamientos otorgados por usufructuarios, superficiarios y titulares de un análogo derecho de goce con los previstos en el vigente artículo 13.1 de la LAU, de modo que ni unos ni otros se extinguieran ipso iure por la resolución del derecho del arrendador (*Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados*, Comisiones, V Legislatura, 11994, núm. 247, de 22 de junio de 1994, pág. 7.458). También los primeros comentaristas de la LAU pusieron de manifiesto su absoluto desacuerdo con el distinto tratamiento que el legislador ha dispensado a favor de uno y otro supuesto, ya que entienden que no hay ninguna explicación razonable que respalde semejante diferencia, tratándose, asimismo, de la única disposición que contraviene la principal norma establecida por la nueva LAU en su artículo 9: «el plazo mínimo de duración de cinco años para los arrendamientos de vivienda». Esta es la opinión de LEÓN-CASTRO, J. y DE COSSIO, A., *Arrendamientos urbanos. La nueva LAU de 24 de noviembre de 1994*, Granada, 1995, págs. 82 y 83, quienes sostienen que: «... Al respecto introduce una nueva causa de extinción del contrato de arrendamiento, que habrá de añadir a las ya previstas en la Ley para los supuestos generales, y según la cual al término del derecho de arrendador, se extinguirá el contrato de arrendamiento, cualquiera que fuere el plazo pactado, aun en los contratos en situación de periodo de duración mínimo legal, pese a los términos imperativos del artículo 9 de la Ley, es decir, que si se extinguiera el derecho del arrendador antes del transcurso de dicho plazo, se extinguirá, asimismo, *ope legis* y de forma automá-

Una vez realizada la anterior matización, conviene analizar la posibilidad de subsumir el arrendamiento de los FII en la expresión «análogo derecho de goce» o de incluir un nuevo párrafo en el artículo 13 de la LAU.

El artículo 3.1 de la LIIC de 2003 dispone que los fondos de inversión son IIC configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora. Este precepto, en principio, no parece permitir aquella interpretación en virtud de la cual se considera a los partícipes como copropietarios del fondo, a menos que se admitiera una nueva forma de propiedad vacía de contenido, en cuyo supuesto, ni siquiera sería comparable a la nuda propiedad, al no reconocerse la facultad de reversión de los poderes que integran el contenido esencial del derecho de propiedad en caso de extinción y liquidación del FII⁵⁴. Si se admitiera esta nueva clase de propiedad, sería necesario revisar los esquemas que sobre ella se han soportado a lo largo de muchos años de tradición jurídica, puesto que, ni el molde de la comunidad ordinaria o romana es asumible por la inexistencia de la acción de división, la falta de partes alcuotas en sentido propio, así como la finalidad colectiva y la vocación de estabilidad del fondo, en contraste con la inestabilidad por la que se caracteriza este modelo, ni el molde de la comunidad germánica, a la que resulta extraña la fungibilidad de los comuneros y la necesidad de que estos participen en el fondo con predeterminación de cuota liquidable ad nítum a su voluntad, como tampoco podría encontrar explicación bajo su estructura la posición de la sociedad de gestión que, a pesar de ostentar el poder de administrar y disponer de los bienes del fondo no puede ser partícipe de él⁵⁵.

tica, el contrato de arrendamiento, sin que se hubiera de respetar dicho plazo mínimo, con lo que se pasa en la Ley –de forma incoherente– de la inflexibilidad técnica de la vigencia del plazo mínimo legal, a la idea de que resuelto el derecho del concedente se resuelve el derecho concedido». En esta línea, PRATS ALBENTOSA, *op. cit.*, pág. 134, llamaba la atención sobre el hecho de que «en este caso que el legislador haya decidido desproteger al arrendatario, no asegurándose, al menos, la vigencia del contrato hasta el fin del plazo de garantía, como en cambio sí lo ha hecho en los supuestos contemplados anteriormente e incluso en el siguiente. Además hay motivos para conceder idéntica protección». En esta misma línea, GORTÁZAR LORENTE, *op. cit.*, pág. 22, considera que «la reflexión más importante que cabe realizar es que se trata de la única disposición (junto con la prevista en el art. 9.3) que contraviene la principal norma establecida por la nueva LAU en el artículo 9.1 de facilitar un plazo mínimo de duración de cinco años a los arrendamientos contratados para vivienda, con el fin de dar una cierta estabilidad a los arrendatarios... En principio, no hay ningún matiz suficientemente relevante para diferenciar en el tratamiento a un arrendatario de finca hipotecada adjudicada en remate y el de una finca usufructuada resuelto el usufructo». Por último, en esta línea, MARÍN LÓPEZ, *op. cit.*, pág. 315, señala que «lo censurable, es que en casos con la misma identidad de razón, como son los contemplados en los dos primeros apartados del artículo 13 de la LAU, sean tratados de manera tan arbitrariamente desigual».

⁵⁴ ORTÍ VALLEJO, A., *Garantías de los títulos del Mercado Hipotecario*, Madrid, 1993, pág. 25.

⁵⁵ *Vid.* ORTÍ VALLEJO, A., «Garantías de los títulos...», *cit.*, págs. 21 y ss. En este mismo sentido se ha pronunciado, entre otros, FERNÁNDEZ DEL POZO, L y DE ALARCÓN ELORRIETA, M.L., *op. cit.*, págs. 635 y ss.; GIRÓN TENA, J., *Derecho de Sociedades*, t. I, Madrid, 1976, págs. 56 y ss.; MUÑOZ XANCÓ, A., «El condominio español en su aspecto distintivo de sociedad», *RDP*, noviembre 1985, págs. 952 y ss.; CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho Civil Español, Común y Foral*, t. I, vol. II (decimatercera edición, revisada y puesta al día por DE LOS MOZOS, J.L.), Madrid, 1982, págs. 647 y ss.; FAIREN MARTÍNEZ, «Patrimonio y responsabilidad patrimonial», *RDN*, 1962, pág. 241; LACRUZ BERDEJO, J.L., LUNA SERRANO, A. y RIVERO HERNÁNDEZ, F., *Elementos de Derecho Civil I*, vol. III, Barcelona 1990, págs. 73 y ss. La calificación del fondo como patrimonio separado afecto a un fin, salva el importante escollo de explicar que los poderes de administración y disposición de los bienes estén en manos de un sujeto distinto de los beneficiarios, tal es el caso de los partícipes, ya que esta circunstancia es propia de los patrimonios de este tipo, como también lo es de la existencia de un tercer sujeto, el depositario, encargado de la custodia y vigilancia del patrimonio y sus gestores (ORTÍ VALLEJO, A., «Garantías de los títulos...», págs. 29 y 30; DE CASTRO, F., *El negocio fiduciario. Estudios crítico de la teoría del doble efecto*, Madrid, 1972, pág. 63; FERNÁNDEZ DEL POZO, L. y DE ALARCÓN ELORRIETA, M.L., *op. cit.*, pág. 629).

Tampoco la titularidad fiduciaria permite explicar la escisión que el artículo 3.1 de la LIIC realiza entre la titularidad dominical, aparentemente atribuida a los partícipes, y las facultades de dominio que ostenta la gestora. Aunque hace muchos años que nuestra doctrina rechaza unánimemente la posibilidad de constituir titularidades fiduciarias en nuestro Derecho, tampoco cabe apreciar fiducia en la propiedad entendida como la transmisión de esta a un tercero para facilitar la gestión, sino, a lo sumo, una fiducia en la gestión, que conllevaría la transmisión de la facultad de administración sobre el propio patrimonio a un tercero en base a la confianza, como tampoco cabe entender una relación fiduciaria propiamente dicha entre los partícipes y la sociedad gestora, ya que la relación existente entre ambos no descansa en una relación de confianza o en la buena fe del otro, sino en la tutela que la propia Ley otorga⁵⁶. Hay que tener en cuenta, además, que si ello fuera posible y la doctrina estimase acertada la relación fiduciaria como argumento para explicar la división que el artículo 3.1 de la LIIC realiza entre la aparente titularidad dominical de los partícipes y las facultades de dominio que ostenta la gestora, probablemente no podría considerarse como posible el intento de asimilar, en beneficio de la rentabilidad del fondo, la situación generada en torno al arrendamiento en los FII, de conformidad con las reglas que se aplican a los supuestos que implican un contacto posesorio, tales como el usufructo, la superficie y demás derechos análogos de goce. Y ello porque, en caso contrario, habría que acudir a la solución que establece el párrafo primero del mismo precepto cuando se refiere a la resolución del derecho del arrendador si sobre la vivienda arrendada tiene lugar un retracto convencional, una apertura de sustitución fideicomisaria, una enajenación forzosa o una opción de compra, siendo la solución en estos casos, semejante a la establecida para el supuesto de la enajenación voluntaria a que se refiere el artículo 14 de la LAU. De este modo, si cualquiera de estas causas que provocan la resolución del derecho del arrendador tiene lugar durante los cinco primeros años de duración, el arrendatario tendrá derecho, en todo caso, a continuar en el arrendamiento hasta que se cumpla el plazo mínimo legalmente establecido, mientras que si se trata de contratos de duración pactada superior a cinco años, una vez que hayan transcurrido los cinco primeros años de duración del mismo, quedará extinguido el arrendamiento, salvo que este haya accedido al Registro de la Propiedad con anterioridad a los derechos determinantes de la resolución del derecho del arrendador, en cuyo caso continuará la relación arrendaticia por toda la duración pactada. Todo ello, en perjuicio de la necesaria e inmediata liquidez de la que precisa el fondo para hacer efectivo el derecho de reembolso de todos y cada uno de los partícipes en caso de su disolución⁵⁷.

⁵⁶ Vid. DE CASTRO, F., *op. cit.*, pág. 6 y ss.; TAPIA HERMIDA, A., «El activismo societario de los principales inversores institucionales: fondo de inversión y fondos de pensiones», en www.ucm.es, *Second Harvard Seminar on Business Law, Corporate Governance conflicts and corporate insolvency*, Madrid, 16 de mayo de 2005, pág. 808; FERNÁNDEZ DEL POZO, L. y DE ALARCÓN ELORRIETA, M.L., *op. cit.*, págs. 647 y ss.; ORTÍ VALLEJO, A., «Garantías de los títulos...», *cit.*, pág. 26.

⁵⁷ La tesis que parece gozar más apoyos para explicar la alternativa entre fondo propiedad de la sociedad gestora, inadmisibles en la Ley española, y fondo propiedad de los partícipes, tampoco aceptable de conformidad con la normativa actual, es la que considera al fondo como sujeto titular de sí mismo, lo que supone atribuirle cierta subjetividad, aunque no personalidad jurídica (quienes apoyan esta postura terminan considerando que nos encontramos ante un supuesto de patrimonio separado). Aunque toda la legislación gira en torno a la idea de su patrimonio, la norma que de manera más clara permite considerar su naturaleza jurídica como tal es el artículo 6 de la LIIC de 2003, que establece su inembargabilidad por créditos de los sujetos protagonistas de la vida del fondo, tal como los acreedores de los partícipes, los acreedores de la sociedad de gestión o los acreedores del depositario. Del mismo modo, este precepto también determina que los partícipes no responderán por las deudas del fondo sino hasta el límite de lo aportado, por lo que los acreedores del fondo tampoco pueden embargar los bienes de los partícipes, explicándose esta compartimentación patrimonial, por lo que a los FII se refiere, por medio de los patrimonios artificialmente subjetivados, como son los separados afectos a un fin; *vid.*, sobre estas cuestiones, CASTÁN TOBEÑAS, J., *op. cit.*, págs. 647 y ss.; FAIRÉN MARTÍNEZ, *op. cit.*, pág. 241; LACRUZ BERDEJO, J.L., LUNA SERRANO, A. y RIVERO HERNÁNDEZ, F., *op. cit.*, págs. 73 y ss.

En suma, podemos decir que el FII es titular de un patrimonio separado, depositado ante una entidad autorizada al efecto, gestionado y administrado por una sociedad en virtud de un contrato de representación a favor de tercero, cuyos beneficiarios son los partícipes. Por consiguiente, si se tiene en cuenta que el objeto principal sobre el que recae el patrimonio del fondo son bienes inmuebles de naturaleza urbana para cederlos en arrendamiento, el arrendador, propiamente dicho, sería el titular de esos bienes objeto de cesión, es decir, el mismo fondo, aunque la gestión, administración y perfección de las relaciones arrendaticias sea llevada a cabo por la sociedad gestora en beneficio de los partícipes, pudiendo estos incluso llegar a ser parte del contrato de arrendamiento en calidad de arrendatarios⁵⁸.

2. La posibilidad de incluir el arrendamiento de los FII en la expresión «análogo derecho de goce» del artículo 13.2 de la LAU

La posibilidad de situar el arrendamiento de los FII en la expresión «cualquier otro derecho análogo de goce», a que se refiere el artículo 13.2 de la LAU/1994, podría resultar forzada si se tienen en cuenta los requisitos que la doctrina ha considerado como preceptivos para calificar como tal una situación determinada, puesto que parece existir un claro consenso acerca de la evidencia de que deba tratarse de un derecho distinto del de propiedad, debido, sobre todo, al especial contraste que la propia Ley establece entre los números 1 y 2 del artículo 13 de la LAU/1994. Por ello debe quedar claro que los FII son los propietarios del patrimonio y, por consiguiente, de los bienes inmuebles que se van a ceder en arrendamiento, y si su posición jurídica en la relación arrendaticia, como consecuencia de ello, es la de arrendador, indudablemente lo hacen en calidad de propietario, aunque sea la sociedad gestora la que en su representación resuelva perfeccionarlos en beneficio de la rentabilidad del fondo y, en definitiva, de los partícipes.

⁵⁸ Los FII, como IIC, gozan de una estructura triangular cuyos tres vértices están ocupados por los partícipes, la sociedad gestora y el depositario, respecto de la calificación jurídica de este último, habida cuenta su concurrencia al otorgamiento del contrato de constitución del fondo, hay que tener presente que el origen de la relación que lo liga con el fondo es un contrato complejo de depósito al que se adhieren ciertas obligaciones de gestión y control sobre la labor de la entidad gestora. Además, en la medida en que tales obligaciones han de ejercitarse *ex lege*, en interés de los partícipes del fondo, hay que añadir que se trata de un contrato en interés de tercero, presentando las relaciones jurídicas que se dan entre ellos un carácter peculiar en nuestro ordenamiento jurídico. Entre la sociedad gestora y los partícipes parece que se perfecciona un contrato de gestión de la inversión realizada por aquellos próximo al mandato (TAPIA HERMIDA, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria y su vertebración jurídica...», cit., págs. 222 y ss.). Ahora bien, parte de la doctrina (entre otros, GENTILE, F., *op. cit.*, pág. 129) pone en entredicho esta tesis por las siguientes razones: a) En la medida en que la vinculación de la sociedad gestora y el FII surge antes de que haya partícipes, el mandato otorgado por estos sería un mandato a posteriori, difícilmente admisible; b) Resultaría un contrasentido afirmar que los inversores dan a la entidad gestora un poder para administrar y gestionar un patrimonio frente al que ellos tan solo ostentan derechos de crédito y del que no son titulares, sino simplemente beneficiarios; c) Aunque es cierto que la labor de la sociedad gestora es remunerada, la propia Ley establece tal remuneración a cargo del patrimonio del fondo, y no de los partícipes; d) Por último, resultaría inexplicable la falta de poderes que ostentan los partícipes en relación a la gestión realizada por su mandatario otorgado a la sociedad gestora, que sería por tanto un mandato de gestión irrevocable sine die. Por ello, creemos que la suscripción de la participación supone la perfección de un contrato que vincula al partícipe con el fondo, y no con la sociedad gestora, mientras que la Ley atribuye a la sociedad gestora la gestión y representación del fondo, aunque en interés de los partícipes, lo que supone que nos encontramos ante un supuesto de representación ejercida a favor de tercero, es decir, entre la gestora y el fondo existiría un contrato de representación y gestión en beneficio de tercero, el partícipe, que pasaría a beneficiarse a partir de la suscripción de su participación.

Ahora bien, aunque existen importantes argumentos que pueden impedir facilitar a los arrendamientos, en el caso de los fondos, un tratamiento similar al de los otorgados por usufructuario o superficiario, ex artículo 13.2 de la LAU, se puede considerar, en cambio, la conveniencia de aplicarles, en cuanto a la extinción del derecho arrendaticio, idénticas medidas. Ello permitiría plantear la viabilidad de aumentar el tiempo de duración del contrato de arrendamiento, para dotar de mayor estabilidad al arrendatario, a favor de la posibilidad de hacer efectivo su derecho a una vivienda digna de forma más duradera, sin que, por otro lado, esta medida impidiera obtener, en el momento necesario, la liquidez de la que se precisa para hacer frente al derecho de los partícipes, en el caso de que el fondo se disolviera por cualquiera de las causas que prevé el artículo 24 de la LIIC de 2003, porque llegado ese momento, el derecho del arrendatario también quedaría extinguido como si de un arrendamiento otorgado por usufructuario se tratara. De este modo, sería posible llevar a cabo, con mayor facilidad, la enajenación de los bienes que forman parte del patrimonio del fondo, en caso de disolución, en el intento por obtener la liquidez necesaria para hacer frente al derecho de reembolso de los partícipes cuanto antes, lo cual, sin duda, minimiza el riesgo y hace más atractiva, en este aspecto, la inversión en este tipo de instituciones.

3. Propuestas de *lege ferenda*. Propuestas de modificación de la LAU

Como se ha puesto de manifiesto, la asimilación de los arrendamientos de los FII a los otorgados por usufructuario o superficiario, de acuerdo con los argumentos expuestos, resulta especialmente forzada. Por ello, creemos que podría haberse aprovechado la modificación de la LAU/1994 por la Ley 19/2009, de 23 de noviembre, para añadir un nuevo párrafo al artículo 13 de la LAU que hubiese establecido para los arrendamientos celebrados en el seno de una vivienda propiedad de un fondo idénticas consecuencias a las adoptadas para los supuestos del párrafo segundo del artículo 13 de la LAU.

Conforme a ello, creemos que sería razonable en una futura, aconsejable y previsible reforma a corto plazo de la LAU/1994, tras analizarse los efectos ocasionados por su modificación por la Ley 19/2009, de 23 de noviembre, introducir un nuevo apartado en el artículo 13 de la LAU con el siguiente tenor:

Artículo 13.4 de la LAU/1994: «*Cuando la vivienda arrendada sea propiedad de un Fondo de Inversión Inmobiliaria, el arrendamiento se extinguirá cuando el fondo se disuelva por cualquiera de las causas previstas en el artículo 24 de la LIIC, además de por las demás causas de extinción que resulten de lo dispuesto en la presente Ley*».

En cuanto a la duración de la relación arrendaticia, quizás fuera conveniente plantearse la posibilidad de modificar, respecto de los FII, el contenido del artículo 9 de la LAU, aunque respetando su redacción en lo esencial, ya que no existe en estos casos la necesidad de mantener un equilibrio ponderado entre los intereses del arrendador y el arrendatario, sobre todo si se tiene en cuenta que en los FII el arrendador, es decir, el fondo, tiene por finalidad última obtener niveles óptimos de rentabilidad. De ahí que quizás resulte acertado abrir el debate sobre la posibilidad de plantear un aumento en la duración del derecho arrendaticio para estos casos, en la línea establecida por la Ley 19/2009, de 23 de noviembre, proporcionando así mayor estabilidad al arrendatario. De este modo, podrá realizarse

una oferta más atractiva y competitiva en el mercado de alquileres que el resto de los arrendadores, con lo cual esta medida podría, sin duda, beneficiarle. Para ello, convendría utilizar una fórmula orientativa cuyos términos se limiten a apuntar lo que sería aconsejable o posible en aquellos contratos de arrendamientos celebrados por un FII, sin que, por otro lado, ello le impida someterse a lo establecido para la generalidad de los arrendamientos. La propuesta de reforma de la LAU/1994 podría consistir en añadir un último párrafo al artículo 9 de la LAU, en los siguientes términos:

«Cuando la vivienda arrendada sea propiedad de un FII, la duración del arrendamiento será libremente pactada por las partes, pero si esta fuera inferior al plazo, si lo hubiera, señalado para la duración del fondo, o simplemente no alcance los cinco años que como mínimo se contemplan a favor de cualquier otro arrendamiento, este se prorrogará obligatoriamente por plazos anuales, mientras no concurra ninguna de las causas de extinción del mismo previstas en esta Ley, hasta que se cumpla el plazo señalado para la disolución del fondo, sin que la duración del arrendamiento pueda ser superior a quince años. Sin perjuicio de que arrendatario manifieste al arrendador son treinta días de antelación como mínimo a la fecha de terminación del contrato o de cualquiera de las prórrogas, su voluntad de no renovarlo. Asimismo, la sociedad gestora, en representación del fondo y en interés de los partícipes, podría acordar de manera expresa, respecto de la relación arrendaticia, su sometimiento al régimen normal de duración del contrato previsto en los apartados 1 y 2 del presente precepto»⁵⁹.

Estas dos propuestas *de lege ferenda* apuntadas son esenciales respecto al régimen jurídico de los arrendamientos en relación a los FII, puesto que, si se consideraran acertadas y viables, sería preciso revisar todo el texto y su articulado matizando las cuestiones que pudieran provocar lagunas o errores en su concreta aplicación.

Puede argumentarse que la adopción de estas medidas en relación a los arrendamientos celebrados en el ámbito de los FII haría surgir un régimen jurídico dual en torno a los arrendamientos de vivienda⁶⁰, de menor impacto en nuestra sociedad tras las modificaciones establecidas por la Ley 19/2009, de 23 de noviembre. No obstante, hay que tener en cuenta que su existencia queda plenamente justificada si se tiene presente que la posición jurídica del arrendador es bien distinta según sea este un propietario particular, persona física o jurídica, o un fondo, patrimonio separado, sin personalidad jurídica, ya que los intereses a proteger, en uno y otro caso, parecen ser bien distintos. En el primer caso, se trata de equilibrar lo máximo posible los intereses de ambas partes, arrendador y arrendatario, pues las

⁵⁹ El hecho de establecer como tope de duración del contrato un máximo de quince años, responde al intento de huir del carácter indefinido que desvirtuaría la temporalidad como nota esencial de la relación arrendaticia, por lo tanto, resulta ser simplemente indicativa, sin perjuicio de que pueda considerarse más aceptable un plazo mayor o menor, incluso sin que por ello, tengan que dejar de serle de aplicación las prórrogas a que se refiere el artículo 11 de la LAU –este artículo también sería necesario adecuar a la concreta situación de los FII y a las modificaciones propuestas como esenciales en el régimen jurídico de la *locatio conductio*–.

⁶⁰ En cuanto a los de uso distinto del de vivienda, según se apuntó en su momento, teniendo en cuenta que el análisis que nos ocupa pretende centrar su atención alrededor de la rentabilidad de los FII, habría que considerar la oportunidad de estas medidas o de su ausencia en aras a los intereses de los partícipes, ya que, si tienen un régimen jurídico similar al de los arrendamientos de vivienda aumentaría la confianza del arrendatario al adoptar el contrato de arrendamiento como instrumento para viabilizar su medio de vida; el establecimiento del derecho a una indemnización con carácter imperativo plantearía un serio problema a la sociedad gestora de cualquier FII si, llegado el caso, hubiera que proceder, sin más remedio, a la extinción de estos arrendamientos con el consiguiente desembolso a realizar en perjuicio de su rentabilidad y de los intereses de los partícipes por los que, en todo momento, ha de velar.

prerrogativas que sean concedidas a uno respecto del otro supondrían, sin duda alguna, un perjuicio importante para la otra parte, mientras que en el caso en que el FII sea el arrendador, el hecho de que la balanza se reincline, en relación a ciertas medidas como las apuntadas, a favor del arrendatario, supondría probablemente, tal y como se ha tratado de argumentar, un acierto indudable. Por consiguiente, si existe la posibilidad de potenciar la estabilidad del arrendatario, en el intento de obtener mayor estabilidad para hacer efectivo su derecho a una vivienda digna, en el supuesto concreto de los FII, no estaría justificado, ni sería lógico despreciar la posibilidad de aumentar las prerrogativas del derecho arrendaticio cuando se celebren contratos de arrendamiento que así lo permitan ⁶¹.

V. LOS REITs

El Considerando II de la Exposición de Motivos de la Ley 11/2009, tras desmenuzar los aspectos vertebradores de las SOCIMI, dispone que de este modo «...se establece así, un régimen fiscal con unos efectos económicos similares a los existentes en el tradicional régimen de REITs (*Real Estate Investment Trusts*) en otros países, basados en una ausencia de tributación en la sociedad y la tributación efectiva en sede del socio» ⁶². Por ello, resulta adecuado acotar el contenido esencial

⁶¹ Hay que tener presente que, para el caso de los arrendamientos en los FII, la modificación de ciertas medidas, como las propuestas, en su régimen jurídico, permitiría cubrir la consecución de tres objetivos diferentes, algunos de ellos perseguidos desde los inicios de la *locatio conductio* sin demasiado éxito. En primer lugar, el aumento de la estabilidad del arrendamiento sin que ello suponga un perjuicio para los intereses del arrendador. En segundo lugar, la posibilidad, e incluso conveniencia, de prescindir de la protección registral en este tipo de arrendamientos, ya que a través de la prórroga forzosa, establecida legalmente a favor del arrendatario, en los términos apuntados, podría conseguirse una mayor estabilidad en su beneficio, sin que sea necesario, pasado ese tiempo, recurrir a la protección registral para garantizar el cumplimiento del artículo 47 de la CE, porque esta medida podría considerarse inútil e innecesaria, sobre todo cuando además la ausencia de su práctica, por los inconvenientes manifestados, parece poner de relieve su inutilidad y la posibilidad de prescindir de ella. En tercer, y último lugar, el aumento de la rentabilidad de los FII, puesto que si se mantiene el régimen jurídico de los arrendamientos de la LAU/1994, esta podría verse especialmente perjudicada en ciertos momentos de la relación jurídica arrendaticia. De este modo la adopción de estas medidas les permitiría ofertar en el mercado de alquileres alternativas más atractivas en los contratos de arrendamiento.

⁶² La institución de los REITs se produce en EE.UU. en 1960, exportándose la idea progresivamente a otros países. En los Países Bajos se crean en 1969 los *Fiscale Beleggings Instellingen* (FBI); en Australia en 1971 el *Listed Property Trusts* (LPT) –que recientemente pasó a denominarse A-REITs, siguiendo las prácticas de nomenclatura internacional–; en Bélgica en 1995 la *Société d'Investissement à Capital Fixe Immobilière* (SICAFI); en Grecia en 1999 el *Real Estate Mutual Fund* (REMF); en Francia en 2003 las *Sociétés d'Investissements Immobilières Cotées* (SIIC), donde el artículo 11 *Loi de finances pour 2003* (Ley núm. 2002-1575 de 30 de diciembre 2002, *Journal officiel* núm. 304 de 31 de diciembre de 2002, pág. 22.035), que modifica el *Code Général des impôts*, autoriza a las *sociétés d'investissements immobilières cotées* a convertirse en FREITs (*French REITs*) mediante el pago de una tasa de entrada en el nuevo régimen; en Reino Unido en 2007 –tras la aprobación del *Finance Act 2006, sections (ss.) 103 a 104* (UK REITs)– el *Property Investment Fund* (PIF), y ese mismo año en Alemania –inspirándose especialmente en la legislación británica– las *Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen* o G-REITs, con efecto retroactivo desde 1 de enero de 2007 que se caracterizan porque una mayoría de los inmuebles gestionados por los G-REITs son viviendas (más del 50%) [para tener una visión general de la configuración de los G-REITs y sus diferencias con los pre-G-REITs (estadio intermedio de una SA alemana para transformar en REIT) vid. CLASSEN, Robert, *REITs und Vor-REITs-Gegenüberstellung der rechtlichen Ausgestaltung*, «Betriebs Berater», núm. 39, 2008, págs. 2.104 a 2.109]. Son estos solo unos pocos ejemplos –posiblemente los de mayor trascendencia– de la replicación de los REITs pues dicha estructura también está presente en más de 25 países [Canadá, Brasil, Japón (J-REIT), Corea del Sur (K-REIT), Hong Kong (H-REIT), Singapur, Malasia, Bulgaria, etc.] –fuente Bloomberg, *Macquarie Research*, marzo 2009–.

y primigenio de los REITs y acercarnos a la función que vienen realizando en otros países para, de este modo, averiguar si la regulación que hace la Ley 11/2009 de las SOCIMI es la adecuada para potenciar el mercado de alquiler en España⁶³.

En todos los países donde se han desarrollado los REITs tienen unas características básicas esenciales comunes, al margen de los dispares desarrollos normativos que ha tenido en los distintos países. Se trata generalmente de sociedades de capital sometidas a un régimen tributario especial muy ventajoso, cuyo objeto social principal consistirá en la gestión y explotación de inmuebles adquiridos en propiedad, que no tienen por qué estar cotizadas aunque la cotización sea la norma. Obtendrán sus ingresos de los arrendamientos y de las plusvalías de las operaciones de compraventa de los inmuebles, debiendo repartir gran parte del beneficio obtenido –un porcentaje que oscilará entre el 80% y el 100%– como dividendo entre sus accionistas. La naturaleza jurídica que adoptan se ha regulado de forma diversa. Mientras hay algunos legisladores que han optado por estructurar el REIT como un *trust*, como ocurre por ejemplo en Australia y Canadá, hay otros que exigen la creación de una sociedad anónima, como, por ejemplo, en Alemania. Mayor flexibilidad permite el régimen estadounidense, pues permite crear la entidad como una *corporation* o un *trust*. En cualquiera de los casos deberá haber un Consejo de Administración o un *trustee*, según corresponda. En cuanto a la clasificación de los tipos de REITs, basándonos en el modelo norteamericano, podemos distinguir entre las siguientes. Primero, por el objeto de su actividad derivado de su estrategia de inversión: a.) *Equity-REIT*: aquellas entidades que invierten en el mercado inmobiliario; b.) *Mortgage-REIT*: su estrategia de inversión se centra en los préstamos con garantía hipotecaria; c.) *Hybrid-REIT*: aquellas cuya estrategia de inversión combina las dos primeras. Segundo, en función de su inscripción o no en el registro de un organismo supervisor y su negociación o no en mercados secundarios nacionales oficiales: a.) *publicly traded reits*: que están registradas en la *Securities Exchange Commission* (SEC) y cuyas acciones se negocian en las bolsas de valores nacionales; b.) *non-exchange traded reits*: que están registradas en la SEC pero cuyas acciones no se negocian en mercados de valores; c.) *private reits*: entidades no registradas en la SEC. En EE.UU. un REIT no es más que una *tax designation* –así lo contempla el *Internal Revenue Code* (IRC) de 1986– para una *corporation* que se dedique a la inversión en el mercado inmobiliario. Como también viene siendo común en la mayoría de las legislaciones, existe una serie de normas que marcan unos requisitos dirigidos a asegurarse que la propiedad del REIT se encuentre dispersa entre un amplio y diverso número de inversores. En el caso de EE.UU. estos requisitos se concretan en el que llaman el *100 shareholder test*, que supone la necesidad de contar con cien accionistas distintos, y el *5/50 test*, que supone que cinco o menos accionistas no puedan tener más del 50 por 100 de las acciones de la sociedad. Así pues, una de las características generales del régimen jurídico de los REITs es la inclusión de unos mínimos al número de accionistas y límites al porcentaje máximo que pueden ostentar los grandes accionistas. Además, para poder optar al régimen fiscal tan ventajoso –ausencia de tributación a nivel societario y tributación efectiva en sede del socio una vez percibidos los dividendos– el 75 por 100 de los ingresos brutos del REIT tienen que provenir de operaciones relacionadas con el mercado inmobiliario; *vid.*, ampliamente, sobre estas cuestiones, MUELLER, G.R. y ANIKEEF, M.A. «Real Estate Ownership and Operating Business: Does Combining them Make Sense for REITs?», *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 21, (2001), pág. 58; GARRIGAN, R. y PARSONS, J., *op. cit.*, pág. 37; MARKOFF, B., *op. cit.*, in extenso; MARINO, V., *op. cit.*, pág. 26; FRUSCIO, D., *op. cit.*, págs. 114 y ss. Para ver una tabla comparativa completa de todos los países en los que están presentes los vehículos REITs o similares a ellos *vid.* EPRA, *Global REIT survey*, diciembre 2008, Erns&Young (www.epra.com).

La *Europena Property Federation* lleva algunos años impulsando la creación de un REIT Paneuropeo (el EU-REIT). En su último informe (*vid.*, EICHHOLTZ, Piet y KOK, Nils, *The EU REIT and the internal market for real estate*, noviembre 2007, accesible en www.epf-fepi.com), se señala que este vehículo de inversión es necesario porque se están produciendo cada vez más distorsiones en la competencia entre los distintos REITs nacionales en la UE. Según este informe, un REIT Paneuropeo podría controlar y estabilizar mejor los mercados inmobiliarios nacionales, de ahí la necesidad de corregir la situación en que los ahorradores en pequeños países miembros no pueden acceder a invertir en buenas propiedades en su propio país o en otros; señala, además, que este EU-REIT puede ser útil para evitar la fuga de compañías promotoras y constructoras a paraísos fiscales y generará la especialización de los REITs (muy necesaria, dada la experiencia en mercados maduros, como en EE.UU.) y la inversión en viviendas de protección oficial, pues ambas requieren adecuadas economías de escala. El modelo propuesto en el informe no implica una armonización tributaria ni tampoco en los dividendos que se deban repartir.

⁶³ La implantación de las IICI en nuestro país, en forma de sociedades o fondos, estuvo condicionada, tanto a nivel nacional como internacional, por la regulación en los EE.UU. de los REITs, como sociedades inmobiliarias que gozaban de exenciones fiscales a condición de que distribuyan un mínimo del 90 por 100 de sus resultados entre sus socios. Estos fondos se caracterizan porque dedican el dinero de sus partícipes a la compra, gestión y venta de inmuebles, pero con la particularidad de que la gestora no paga impuestos sino que reparte sus beneficios, con lo que traslada la imposición a cada uno de sus partícipes. A la vista del volumen financiero que manejan, pueden hundir la rentabilidad de las inversiones y las

El REIT es una «sociedad, *trust* o acuerdo contractual o fiduciario cuyos ingresos proceden sobre todo de inversiones a largo plazo en propiedad inmueble (fincas), que distribuye la mayor parte de dichos ingresos anualmente y no paga impuestos por dichos ingresos provenientes de las fincas, los cuales se distribuyen»⁶⁴. Es decir, el constituyente de un REIT suele ser una sociedad o una entidad financiera que nombra a un fiduciario que se encarga de gestionarlo y tiene por actividad la compraventa de inmuebles, tanto rústicos como urbanos y su promoción y explotación, incluyendo el alquiler. Los rendimientos obtenidos de la explotación de estos inmuebles, las plusvalías de las compraventas y las rentas de los arrendamientos les darán al REIT una serie de ingresos periódicos (*cash flow*) que obligatoriamente serán repartidos entre sus participantes, que han aportado bienes inmuebles para su gestión o han contribuido con su capital, sin que la distribución de los beneficios obtenidos pueda ser inferior al 85 por 100 de su patrimonio. Estas operaciones suelen ir acompañadas de una serie de limitaciones que aseguren, de un lado, una pluralidad de partícipes (que eviten la concentración en unos pocos inversores) y, de otro lado, un número de propiedades suficientes para asegurar la viabilidad del REIT⁶⁵.

rentas de los arrendamientos o incluso ser duros rivales en el área de promoción e incluso disparar el precio de compra de inmuebles del sector terciario. La *National Association of Real Estate Investment Trusts* (NAREIT) establece tres razones para invertir en estas sociedades: en primer lugar, los dividendos anuales que deben distribuir en al menos el 90 por 100 de sus resultados fiscales y que han superado la inflación en la última década, en segundo lugar, los resultados superiores a otras compañías del sector y, por último, la diversificación de sus patrimonios inmobiliarios; *vid.*, sobre la experiencia de los REITs en EE.UU., FRUSCIO, D., *op. cit.*, págs. 114 y ss.

Los REITs estadounidenses según la NAREIT, son compañías de estructura societaria que, en la mayoría de los casos, explotan inmuebles que producen rentas, mientras que en nuestro ordenamiento los FII son un tipo de IIC no financieras de estructura patrimonial que conviven con las Sociedades de Inversión Inmobiliaria, de estructura societaria, aun cuando de rasgos diversos a los REITs. Más ampliamente sobre los REITs estadounidenses *vid.*, en la doctrina, muy especialmente, GARRIGAN, R. y PARSONS, J., *op. cit.*, pág. 37; MARKOFF, B., *op. cit.*, in extenso; MARINO, V., *Where «Mortgage» Isn't a Scary Word*, *New York Times*, Feb. 24, 2008, at pág. 26; ALLEN, F. y GALE, D., «Financial markets, intermediaries, and intertemporal smmoothing», *Journal of Political Economy*, núm. 3, págs. 522 a 546. Sobre el rol que han tenido los REITs en el mercado de la vivienda en alquiler en EE.UU., *vid.* JONES, C., *The potential contribution of tax transparent investment vehicles to the housing system: a new horizons research projet*, Final Report, Noviembre 2004, secciones 3.1 a 3.23; la conclusión a la que llega este autor es que : «US REITs have demonstrated the benefits of the introduction of TTHIVs [REITs] and British private rented market while not so developed does seem to offer some potential» (sección A35).

En el Reino Unido la campaña de *lobby* por parte de las promotoras y constructoras inmobiliarias, que ha precedido la introducción de los UK REITs en la *Financial Act 2006*, ha sido muy intensa. La propia existencia de REITA (www.reita.org), como entidad que promueve los intereses de los REITs ingleses, del mismo modo que la NAREIT en EE.UU. (www.reit.com), demuestra la importancia de la industria en la admisión y posterior funcionamiento de la industria de los REITs.

⁶⁴ Esta es la definición de REIT dada por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE); *vid.* ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, *Tax treaty issues related to REITs, Public discussion draft*, 30 de octubre de 2007, Centre for tax policy and administration, pág. 3.

⁶⁵ El cumplimiento de todos estos requisitos se hace por medio de los denominados *tests* que suele llevar a cabo la Autoridad Financiera de cada jurisdicción y marcan a nivel internacional la barrera entre un REIT y una sociedad o fondo inmobiliario que no lo es. En todos los países en los que están presentes los REITs la entidad que pretenda convertirse en ellos debe cumplir con esos *tests* (sobre los detalles de estos *vid.* NASARRE AZNAR, «La regulación de la fiducia como un instrumento con utilidad financiera», en *El patrimonio familiar, empresarial y profesional. Sus protocolos*, IX Congreso Notarial Español, t. 3, 2005, págs. 651 a 687) que son básicamente de organización (*trust* o empresa), de propiedad (medidas para la generalización de la inversión en REITs), de activos (en qué debe el REIT invertir para conseguir los beneficios fiscales), de ingresos (el porcentaje mínimo que debe ingresar de su inversión en los inmuebles admitidos) y de distribución (cuánto se debe distribuir como mínimo entre los accionistas/partícipes). *Vid.*, sobre el incumplimiento por parte de un REIT inglés de que no haya un accionista con 10 por 100 o más de las acciones/ingresos/votos, CAMERON MCKENNA, *Real Estate Investment Trusts Q&A*, abril 2007, pág. 10.

En la mayor parte de las jurisdicciones se espera que los REITs vertebren, impulsen y profesionalicen el mercado de inmuebles de alquiler ⁶⁶, y sean vehículos que puedan favorecer el ahorro y la inversión colectiva en inmuebles, sin necesidad de tener grandes capitales y sin correr excesivos riesgos, que es justo lo que sucede en la compra directa por parte de quien quiere invertir a título particular en inmuebles (debe desembolsar la totalidad de su valor en el momento de la adquisición –con recursos propios o con un préstamo– y su patrimonio depende de las oscilaciones en el valor de ese inmueble). A diferencia de ello, con un REIT, el capital necesario para invertir en inmuebles es menor (el precio de la acción en la sociedad o del *interest* en el *trust*) y el riesgo está diversificado (ya no se compra un inmueble concreto, sino una participación en muchos de ellos que, bien equilibrados, compensan las bajadas en los precios de unos con las subidas de otros) ⁶⁷.

La ventaja que conlleva para una sociedad o para un *trust* ser calificado como REIT es su tratamiento fiscal preferente que posibilita que no satisfagan el equivalente al Impuesto de Sociedades de nuestro país, de tal modo que se simula que los auténticos adquirentes, gestores y explotadores de los inmuebles del REIT no sea este en sí mismo, ni el fiduciario, sino los inversores, de manera que ellos sí que tributan por los rendimientos que obtienen. Es una estructura denominada *pass-through*, caracterizada por que conforme van llegando los ingresos al REIT, pasan a través de él (deducidos gastos y comisiones) y se distribuyen.

VI. LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO. ¿LA PANACEA DE LA CRISIS O SIMPLE VEHÍCULO DE INVERSIÓN?

1. Ideas previas

Como hemos apuntado ⁶⁸, para potenciar el mercado de alquiler en España es necesario no solo que se produzcan cambios de legislación de carácter tributario, incentivando sobremedida el alquiler y autorizando deducciones por capital invertido en su pago, que se reforme la Ley de Enjuiciamiento Civil y la LAU, que se busquen instrumentos jurídicos que garanticen el acceso a la vivienda de

⁶⁶ Cfr. Considerando II del Preámbulo de la Ley 11/2009 y, en la misma línea, la s. 103 (1) *Finance Act 2006* inglesa. En otros ordenamientos se les permite además hacer otras muchas operaciones con bienes inmuebles en sentido amplio (no solo fincas –art. 334 CC–), como sucede en EE.UU., donde el 91 por 100 de los REITs son *equity REITs*, es decir, invierten en inmuebles y sus ingresos proceden tanto de las rentas de los alquileres como de su negociación; el 7 por 100 son *mortgage REITs*, es decir, o bien prestan con hipoteca a los interesados en adquirir viviendas, o adquieren hipotecas de las entidades de crédito de manera que cobran los pagos de las amortizaciones, o invierten en valores hipotecarios (en EE.UU. *mortgage-backed securities*); y el restante 2 por 100 son híbridos que se dedican a ambos tipos de operaciones (vid. NAREIT, *Frequently asked questions about REITs*, 2007, www.reit.com).

⁶⁷ Ambos aspectos están puestos de relieve en el Preámbulo de la Ley 11/2009; Considerando II, párrafo 2.º: «... Además, esta figura está preferentemente dirigida al pequeño y mediano accionista, haciendo asequible la inversión en activos inmobiliarios de manera profesional, con una cartera de activos diversificada y disfrutando desde el primer momento de una rentabilidad mínima al exigir una distribución de dividendos a la sociedad en un porcentaje muy significativo».

⁶⁸ *Vid. supra*, apdo. I.

manera estable, más allá de la propiedad y el alquiler e, incluso, en casos extremos, que se obligue a los propietarios de viviendas permanentemente desocupadas a alquilarlas, bajo sanción de expropiación de su usufructo, sino, además, desde el lado de la oferta, es imprescindible que el mercado se profesionalice. Para cumplir, en cierta medida, esta última pretensión la Ley 11/2009 viene a regular las SOCIMI, que pueden estar llamadas a desempeñar un importante papel en nuestro mercado si finalmente consiguen reducir el número de viviendas en *stock* que existe en nuestro sector inmobiliario, como consecuencia de la falta de financiación y del riesgo que vive el inversor, generalizando su alquiler y aumentando su calidad, ante el fracaso que han supuesto los FII pensados para alcanzar estos mismos objetivos. Con ello se pretende ayudar a dar salida a la crisis económica en que están inmersos los propietarios de bienes inmuebles, y poner fin a la incertidumbre que impide invertir a los inversores ⁶⁹.

La Ley 11/2009 viene a incorporar a nuestro ordenamiento jurídico una versión distorsionada de los REITs existentes en buena parte de los países civilizados ⁷⁰. Las SOCIMI se configuran como una modalidad alternativa de inversión en activos inmobiliarios para su explotación a largo plazo. Se presenta como una oportunidad para dar liquidez a los activos inmobiliarios en manos fundamentalmente de las promotoras y las entidades de crédito, constituyéndose en parte como medida de política de vivienda ⁷¹, a la par que se favorece el impulso y la profesionalización del mercado de inmuebles

⁶⁹ La aprobación de la Ley 11/2009 es una respuesta del legislador, no solo a las voces que exigían la creación de un instrumento para la gestión del *stock* de inmuebles que estaban llegando al patrimonio de nuestras entidades de crédito, como consecuencia del estallido de la burbuja inmobiliaria española, y que ponían de relieve los efectos que ello estaba ocasionando sobre nuestro sistema financiero, sino también a la oferta competitiva de otros ordenamientos jurídicos que vienen proporcionando, desde hace años, una estructura contractual de los inversores internacionales, no organizable válidamente en nuestro país, o, al menos, no de forma fiscalmente competitiva hasta la aprobación de la Ley 11/2009, lo que dejaba en situación de desventaja competitiva a las inmobiliarias patrimonialistas españolas y a los propios mercados regulados de nuestro país. Además, en este caso, la competencia entre regulaciones es la fuerza que impulsa la armonización internacional del derecho de los negocios sin necesidad de una coordinación jurídica supranacional, resultando ser las SOCIMI un ejemplo más del proceso de convergencia internacional de la estructura básica del derecho corporativo, por cuanto las características de la entidad incorporada refuerzan el modelo de gobierno corporativo orientado a los accionistas, que tiende a convertirse en uniforme en las principales jurisdicciones del mundo.

⁷⁰ *Vid.*, muy particularmente, HANNSMAN H. y KRAAKMAN, R., «The End of History for Corporate Law» en *Convergence and Persistence in Corporate Governance* (eds. GORDON, J.N. y ROE, M.J.), Cambridge, 2004, págs. 33 y ss.

El régimen normativo de las SOCIMI persigue dinamizar el mercado inmobiliario de alquiler y la inversión en el sector inmobiliario, donde las ventas de casas y los precios han caído en medio de una recesión económica, haciendo uso de un modelo que ha logrado un considerable éxito en otros países: los denominados REITs que gozan de un régimen financiero y fiscal específico. Aunque pueda pensarse que introducir de forma tan tardía en nuestro ordenamiento jurídico esta normativa en el contexto actual, para satisfacer no se sabe qué intereses, no es más que una perversión de los estándares normativos internacionales –sobre todo por eliminar el límite de participación y el número mínimo de accionistas–, creemos que se trata de un modelo de REIT de segunda generación que será bien acogido por el mercado a largo plazo, pero con escasos resultados a corto y medio plazo, que podrá suponer tanto una buena forma de inversión en activos, que por definición son ilíquidos, como un mecanismo para llevar a cabo las denominadas operaciones de «desenladrillamiento bancario».

⁷¹ Hay que tener presente que en España para dar salida a los inmuebles adquiridos indeseadamente por las entidades de crédito no bastará con la constitución de una SOCIMI filial que los agrupe, porque su balance todavía deberá integrarse en el consolidado. De ahí que como señala CASTILLA, M., *op. cit.*, págs. 122-123, no se evitaría trasladar a los resultados del grupo las consecuencias derivadas de las más que previsibles pérdidas de valor de los inmuebles que su *mark to market* produciría. Para conseguir el efecto de salida de la hoja de balance habrán de ensayarse estrategias contables más alambicadas dirigidas a dispersar las participaciones accionariales de las SOCIMI y su control, entre las que podrían contarse varias entidades de crédito.

en alquiler⁷². Su **actividad principal** será la adquisición y promoción (incluyendo la rehabilitación) de inmuebles urbanos para su alquiler (viviendas, oficinas, garajes, hoteles, locales comerciales, etc.). La regulación en aquella Ley de las SOCIMI combina un régimen sustantivo específico con un régimen fiscal especial con el objetivo fundamental de continuar con el impulso del mercado del alquiler en España, elevando su profesionalización, facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria, incrementar la competitividad en los mercados de valores españoles y dinamizar el mercado inmobiliario, obteniendo el inversor una rentabilidad estable de la inversión en el capital de estas sociedades a través de la distribución obligatoria de los beneficios a sus accionistas. Para que ello resulte posible, la canalización del ahorro hacia la inversión en estos activos inmobiliarios se hace mediante la creación de un instrumento financiero (las acciones de la SOCIMI), cuyo atractivo reside en su liquidez (pues deben cotizar en mercados regulados) y rentabilidad (al exigir a estas sociedades una distribución de dividendos en un porcentaje muy significativo)⁷³.

El principal **objetivo** de las SOCIMI es el fomento y profesionalización del mercado de alquiler de inmuebles y, en general, ayudar a una cierta reactivación del mercado inmobiliario. Asimismo, se pretende facilitar la inversión en activos inmobiliarios a particulares y a pequeños y medianos inversores, de manera profesional y poniendo a su alcance una cartera de activos diversificada y con una rentabilidad mínima (mediante la percepción de un dividendo anual). Así, la cotización de estas sociedades en mercados regulados y la obligación de distribuir la mayor parte de sus beneficios en forma de dividendos, facilitará la entrada (y también la salida) de inversores minoritarios en el capital de estas entidades, por lo que se espera que tengan como efecto el aumento de la oferta de alquiler de inmuebles⁷⁴.

⁷² ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R., «El Proyecto de ley por la que se regulan las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el Mercado Inmobiliario», *RDBB*, 2009, pág. 276.

⁷³ Estos REITs españoles, aunque comparten los objetivos con los que se introdujeron en 1992 en nuestro ordenamiento jurídico las IIC, que tan limitado desarrollo han tenido hasta el momento en España pero con una configuración jurídica y operativa diversa, no tendrán la consideración de IIC, por lo que no precisarán de la autorización administrativa previa de la CNMV. Ahora bien, sí estarán sujetas a principios de información y transparencia, así como al régimen de supervisión, inspección y disciplinario encomendado a aquel organismo. En concreto, deberán incluir en la memoria de sus cuentas anuales un apartado específico (con la denominación «Exigencias informativas derivadas de la condición de SOCIMI»), con información completa sobre los beneficios obtenidos, dividendos distribuidos, reservas e identificación de activos.

⁷⁴ Con este objeto se dota a las SOCIMI, y a los inversores en este tipo de sociedades, de una tributación especial que resulte atractiva. similar, y consustancial por otra parte, a los REITs de los países de nuestro entorno, y que consiste, en líneas generales, en: (i) la aplicación a las SOCIMI de un tipo reducido en el Impuesto sobre Sociedades, del 18 por 100; (ii) que los dividendos distribuidos por las SOCIMI no estén sometidos a retención o ingreso a cuenta, y (iii) que los socios que sean personas físicas residentes en territorio español (y los no residentes sin establecimiento permanente) estén exentos del pago de impuestos por los dividendos percibidos; por su parte, para los socios personas jurídicas sujetos pasivos del Impuesto de Sociedades (y entidades extranjeras con establecimiento permanente en España), se establece una deducción en la cuota íntegra, de manera que las rentas de la SOCIMI soporten en conjunto un tipo de gravamen similar al del socio (generalmente 30%). para que estas entidades puedan beneficiarse de este atractivo régimen fiscal deberán cumplir los siguientes requisitos: (i) ser sociedades anónimas, (ii) tener un capital mínimo de 15 millones de euros, (iii) cotizar en mercados regulados, (iv) no tener un apalancamiento financiero superior al 70 por 100 del valor de los activos y (v) invertir el 80 por 100 del valor de su activo en: (a) inmuebles urbanos destinados al alquiler, (b) terrenos para la promoción de bienes inmuebles que vayan a destinarse a esa misma finalidad (siempre que la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición) o (c) en el capital de otras SOCIMI, REIT o IIC de naturaleza inmobiliaria (la posibilidad de invertir en estas últimas se ha añadido mediante enmienda en el Congreso). Durante el periodo de enmiendas se han introducido en el Congreso incentivos fiscales adicionales al régimen de las SOCIMI. El más des-

Desde el punto de vista de las compañías (especialmente, las financieras) con un **elevado stock de inmuebles** (sobre todo viviendas) con dificultad para su venta (caso muy extendido en la actual coyuntura económica), se les ofrece la opción de darles una salida mediante la creación de una SOCIMI y la aportación a ella de esos activos inmobiliarios en régimen de alquiler. Otra alternativa es que sociedades existentes, que cumplan los requisitos, puedan acogerse al nuevo régimen especial, mediante acuerdo de la junta general de accionistas y comunicación a la administración tributaria. De forma expresa, se menciona la posibilidad de transformar una IIC en una SOCIMI o viceversa (introducida mediante enmienda en el Congreso, probablemente a la vista de la grave situación que atraviesan los FII)⁷⁵.

2. El régimen legal aplicado a las SOCIMI

Las indudables particularidades que presenta el desarrollo del objeto social de las SOCIMI provoca que la Ley 11/2009 establezca un conjunto de disposiciones especiales que son de aplicación preferente a las normas contenidas en la LSA y la LMV. Es decir, que el estatuto de la SOCIMI viene compuesto, en primer lugar, por las disposiciones especiales contenidas en la Ley 11/2009 y, en segundo lugar, como esta normativa específica no agota –ni tampoco lo ha pretendido– la regulación estructural y organizativa de la SOCIMI, por las normas establecidas por la LSA y la LMV. Con esto el legislador ha empleado la técnica de integración de una Ley especial, que además deliberadamente se ha realizado de forma incompleta, puesto que la SOCIMI no se ha previsto como tipificación de un modelo nuevo de organización social sino como una sociedad anónima cotizada pero que tiene

tacado es el que beneficia al sector residencial, que cuenta con menos márgenes de beneficio que el comercial y con más problemas para ajustarse a la demanda, y que cumple una función social más relevante que otros sectores inmobiliarios. Así, las SOCIMI que dediquen más del 50 por 100 de sus activos al alquiler de vivienda gozarán de un trato preferente, como es que se declaren exentas el 20 por 100 de las rentas procedentes de esa actividad. Por otra parte, en cuanto a tributación indirecta, se equipara el tratamiento fiscal de las SOCIMI con el de las IIC de naturaleza inmobiliaria. Así, disfrutarán de una bonificación del 95 por 100 en el impuesto de transmisiones patrimoniales por la adquisición de viviendas destinadas al arrendamiento y de terrenos para la promoción de viviendas. Y, además, no tributarán por el Impuesto de Operaciones Societarias, cuyo tipo es del 1 por 100, ni la constitución de las SOCIMI, ni las ampliaciones de capital, ni las aportaciones no dinerarias. Esta modificación resulta especialmente relevante, ya que este tipo de sociedades, al tener limitada la posibilidad de endeudarse y estar obligadas al reparto de la mayoría de sus beneficios, probablemente tendrán que llevar a cabo aumentos de capital recurrentes para acometer nuevas inversiones.

⁷⁵ El régimen jurídico que se les aplica a las SOCIMI, y que hemos descrito brevemente, muestra que está integrado fundamentalmente por normas tributarias con el propósito de ampliar el régimen de transparencia fiscal para la inversión colectiva inmobiliaria a organizaciones empresariales que no podían revestirse de la forma de FII o SII. Téngase en cuenta que las actividades económicas que integran el objeto social de las SOCIMI pueden ser realizadas por sociedades cotizadas ordinarias, sin limitación alguna de Derecho privado. Y es que las inmobiliarias patrimoniales con forma de sociedad cotizada no son una novedad en nuestro ordenamiento. Ahora bien, en la práctica, difícilmente podía la sociedad anónima española servir para construir las empresas destinadas a la inversión indirecta inmobiliaria, cuando nuestras normas tributarias limitan el tratamiento fiscal especial de esta modalidad inversora a las organizaciones constituidas con la forma de FII y SII. La falta de neutralidad fiscal impedía de facto a los operadores del mercado inmobiliario circunvalar contractualmente el régimen de las IICI, impidiéndose, de este modo, el desarrollo de vehículos para la inversión inmobiliaria con un modelo de relaciones de agencia alternativa. A este respecto resulta muy ilustrativo el estudio empírico que realizan DAMODARAN, A. JOHN, K. y LIU, C.H., «The determinants of organizational form changes: evidence and implications from real estate», *Journal of Financial Economics*, 45, 1995, págs. 169 y ss., quienes confirman el rol determinante del tratamiento fiscal de las empresas inmobiliarias en la elección de la estructura jurídica para conducir las en los EE.UU.

que cumplir con unos requisitos particulares y someterse a unas normas especiales. No se trata tanto de que las lagunas que presenta el régimen especial de las SOCIMI sean integradas por las normas generales de la LSA y la LMV, como de reconocer que las SOCIMI, que por razón de su objeto no han recibido una tipificación especial, deben cumplir, en todo caso, determinados requisitos establecidos en la Ley ⁷⁶.

Creemos que quizás hubiese sido conveniente bien haber disciplinado un tipo societario ad hoc (como ocurrió, por ejemplo, cuando se reconoció en nuestro ordenamiento a las Sociedades de Garantía Recíproca), lo que, al menos, hubiera permitido un completo cuerpo legislativo y habría evitado el encontrarnos con un modelo societario por construir, o bien, haber dejado a los socios libertad para elegir el tipo social. En este segundo caso nos encontraríamos con las ventajas, de un lado, de permitir la integración del ejercicio del objeto social en el resto de los tipos sociales, lo que ayuda a la libre competitividad del sector, y, por otro lado, de facilitar a los socios obtener mejores respuestas a sus necesidades, preferencias y circunstancias específicas, ante el acervo doctrinal y jurisprudencial generado alrededor de cada tipo, lo que facilitaría su competitividad en el mercado ⁷⁷.

3. Las SOCIMI como sociedades abiertas admitidas a negociación oficial

De conformidad con los artículos 1.1 párrafo 2.º y 4 de la Ley 11/2009 solo podrán ser consideradas SOCIMI las sociedades anónimas cotizadas, es decir, aquellas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado oficial de valores, caracterizadas por tener mucho capital y con sus acciones difundidas entre miles de accionistas. Con ello se impide el acceso a la condición de SOCIMI a aquellas sociedades de pocos socios en las que sus condiciones personales representan una de sus notas relevantes, con cláusulas restrictivas de la transmisión de la condición de socio ⁷⁸ y en las que, entre otras características, la junta general ejerce efectivamente de órgano soberano ⁷⁹, porque estas sociedades cerradas son incompatibles con la cotización en los mercados bursátiles y, en suma, con los requisitos previos que se exigen para que una sociedad anónima pueda acceder y permanecer en estos mercados (difusión y transmisión de títulos) ⁸⁰.

⁷⁶ Esas normas especiales que se establecen para las SOCIMI en la Ley 11/2009, que representan la fuente propia de regulación de estas sociedades, completada con las normas generales contenidas en la LSA y en la LMV, vienen a regular, de un lado, un régimen fiscal especial, construido sobre la base de una tributación a un tipo del 18 por 100 en el Impuesto sobre Sociedades, siempre que se cumplan los requisitos establecidos en la propia Ley, y, de otro lado, algunos aspectos concretos relativos a su constitución y objeto social. En realidad, lo relevante, en este aspecto, es la integración de las normas especiales previstas en la Ley 11/2009 en la sociedad anónima cotizada y no tanto cómo se integran las normas generales contenidas en la LSA y en la LMV como Derecho supletorio en la regulación especial.

⁷⁷ Sobre la importancia de este aspecto, que en muchas ocasiones pasa desapercibido, *vid.* PAZ-ARES, C., «Prólogo», en *Tratando de la sociedad limitada* (coord. PAZ-ARES, C.), Madrid, 1997, págs. 9 y ss.

⁷⁸ FRIEDEWALD, R., *Die personalistische Aktiengesellschaft*, Berlín, 1991, págs. 17-18.

⁷⁹ SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, vol. I, 28.ª ed., págs. 356-357; BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil* (ed. a cargo de MARTÍNEZ SANZ, F.), vol. I, 14.ª ed., págs. 337-338.

⁸⁰ VIERA GONZÁLEZ, A.J., *Las Sociedades de Capital Cerradas*, Navarra, 2002, pág. 62. La cotización en Bolsa de las SOCIMI es el hecho diferencial crítico de su modelo de gobierno respecto al del FII y la SII, como consecuencia de los mecanismos de mercado que son activados. De entrada, la negociación en un mercado bursátil refuerza los incentivos para la buena administración de las SOCIMI, como consecuencia del aumento de la amenaza de tomas de control hostiles [El grado

Ahora bien, creemos que el carácter abierto que se quiere imponer a las SOCIMI, bajo la condición de sociedades bursátiles, no va impedir en la práctica que muchas de ellas actúen «de facto» como sociedades cerradas, con capital concentrado, de forma que algún accionista o grupo de accionistas de control se comporten como el empresario-dueño de su empresa, con un grado de estabilidad en los órganos de decisión de la SOCIMI muy similar que podrían producirse en una sociedad de tipo cerrada, al margen de algún otro grupo de accionistas vertebrado y disperso. Estas sociedades aunque formalmente actúen como sociedades abiertas y cotizadas, en la práctica funcionarían como cerradas. Este riesgo se va a producir porque en la Ley 11/2009 no se hace referencia a la necesidad de que se mantengan un número mínimo de accionistas o a que un accionista no pueda acaparar cierto porcentaje significativo de las acciones o de los beneficios. Esta opción por la libertad en el número de accionistas puede favorecer la formación de «paquetes» y «bloques» de control y tiene, así, como principal consecuencia la reducción del riesgo de ampliación de la brecha entre propiedad y control, que la atomización de la propiedad de la sociedad induce, al liberar el campo de acción de los inversores institucionales en el gobierno de la corporación. De hecho, la mera entrada, o salida, de ciertos inversores institucionales del accionariado de las SOCIMI puede afectar a la reputación de estas en el mercado, señalando a los inversores tendencias futuras en la compañía, con el ahorro de costes de información que ello acarrea ⁸¹. Hubiese sido recomendable una estipulación en uno o en otro sentido ⁸².

con el que se activarán en las SOCIMI los incentivos originados por las tomas de control hostiles, dependerá de la presencia y de la agresividad de los mecanismos defensivos recogidos en sus estatutos. Como pone de relieve J.H. MCCALL, *A Primer on Real Estate Investment Trusts: The Legal Basics of REITs*, pág. 14, en los REITs norteamericanos, a pesar de que su estructura jurídica otorga a los inversores el derecho a elegir con su voto a los administradores, es frecuente encontrar cláusulas estatutarias que dificultan la posibilidad de que se lleve a cabo una toma de control hostil sobre la organización en cuestión. Téngase en cuenta que en EE.UU. los mecanismos «anti-OPA» más frecuentes son los sisemas estratificados de renovación del órgano de administración, la delegación en este de la facultad de emisión de acciones preferentes y los diferentes tipos de «poison pills», y para agregar información dispersa sobre su valor. Además, desde la perspectiva de un inversor racional, la principal ventaja que la superior liquidez de las SOCIMI aporta a su patrimonio, en comparación con las IICI, es la posibilidad de hacer, deshacer y rehacer sus posiciones a lo largo del tiempo, adaptando la configuración de sus carteras de inversión a la nueva información, conforme esta se les va haciendo disponible. Por lo demás, los preceptos dedicados específicamente a las sociedades cotizadas en la LMV implementan el principio regulativo de transparencia de modo análogo a como lo hacen las normas sobre información al inversor de la LIIC para los FII y las SII. Las diferencias puntuales sobre los ítems informativos a proporcionar, su periodicidad y los sujetos que quedan obligados a ello son anclares a la estructura básica de cada una de estas organizaciones, sin que por sí mismas proporcionen una ventaja neta a unas sobre otras.

⁸¹ La correlación positiva entre la presencia de inversores institucionales y la mejor gestión de los REITs ha sido establecida empíricamente, entre otros, por HARTZELL, J.C., SUN, L., y TITMAN, S., «The Effect of Corporate Governance on Investment: Evidence from Real Estate Investment Trusts», *Real Estate Economics*, 34, 2006, págs. 342 y ss.

⁸² El Capítulo V del Decreto 1506/1967, de 30 de junio (BOE de 15 de julio de 1967, núm. 168, pág. 10.008), sobre Bolsas de Comercio, fue derogado casi en su totalidad por el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre (BOE de 16 de noviembre de 2005, núm. 274, pág. 37.440) —excepto lo referido a la permanencia— incluyendo lo que aquel Decreto requería adicionalmente para admitir a cotización a las acciones de una sociedad anónima en su artículo 32. Entre ellas se encuentra «que existan al menos 100 accionistas con una participación individual inferior al 25 por 100 del capital» (estos requisitos, como aclara SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «La admisión de valores a cotización oficial», *RDBB*, núm. 5, enero-marzo 1982, págs. 103 y ss., persiguen satisfacer la función de liquidez y existencia de un mercado secundario de acciones, garantizando una existencia constante de una parte sustancial del capital de dichas sociedades). Ahora bien, de conformidad con lo dispuesto con la disposición adicional segunda del Real Decreto 1310/2005, mientras los mercados no hayan aprobado sus propias normas de admisión, y al no ser este requisito francamente contradictorio con el Real Decreto 1310/2005 deberá entenderse aún exigible (disp. trans. tercera RD 1310/2005 como norma más restrictiva del art. 8.1 de la Directiva Consolidada de Admisión e Información —Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores—;

No acabamos de entender por qué el legislador no permite que una sociedad anónima cerrada o una sociedad de responsabilidad limitada puedan tener por objeto social el reservado para las SOCIMI y acogerse a los beneficios fiscales previstos en la Ley 11/2009, sin perjuicio de que si una sociedad anónima quiere cotizar en bolsa y cumple los requisitos para ello, vea reforzada la información dispersa sobre su valor. Probablemente las sociedades de responsabilidad limitada, con sus tintes personalistas y capitalistas, y sus genuinos caracteres de sociedad híbrida, se habrían adaptado a la perfección al objeto social encomendado a las SOCIMI y sabrían atender las necesidades de sus socios. Y ello porque, de un lado, no creemos que los principios que inspiran el régimen de las sociedades de responsabilidad limitada se hallen tan alejados de los que informan el régimen legal de las SOCIMI, máxime si acogemos una comprensión contractual del derecho de sociedades, que nos obliga a reducir el alcance configurador del modelo legal tenido en cuenta por el legislador⁸³, y, de otro lado, porque, aunque, en un principio, pudiera parecer que parte de las normas de la Ley 11/2009 están abocadas a regular una sociedad abierta y no cerrada, al ser indiferente la condición de socio, no entendemos por qué una sociedad con unas cláusulas limitativas a la libre transmisibilidad de las participaciones, que puede cumplir el objeto social marcado por el artículo 2 de la Ley 11/2009, no puede beneficiarse del régimen especial creado para las sociedades reguladas en esta Ley⁸⁴.

Con el régimen establecido se impide que entidades que normalmente gestionan numerosos inmuebles, pero que no se encuentran entre las grandes sociedades inmobiliarias o constructoras de España⁸⁵, puedan convertirse a SOCIMI y acogerse al beneficio fiscal a que se refiere la Ley 11/2009⁸⁶,

vid., en este sentido, LÓPEZ BLANCO, E., *Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de acciones*, monografía núm. 30, junio 2008, Comisión Nacional del Mercado de Valores, pág. 22). Ahora bien, este requisito puede dejarse de exigir a criterio de los mercados organizados (bolsas) según sus propios intereses (a veces en conflicto, como hacer sus productos más competitivos, atraer emisores, proteger inversores, etc.), de manera que no se trata de un requisito que acompañará necesariamente al funcionamiento ordinario de las SOCIMI, sino que dependerá de los requisitos de cada mercado. Esta incertidumbre es aún más relevante cuando el artículo 4 de la Ley 11/2009 permite que la cotización de una SOCIMI pueda realizarse en un mercado de cualquier otro Estado de la UE o del Espacio Económico Europeo.

⁸³ Sobre las razones de fondo que aconsejan la comprensión del fenómeno societario sobre la base de un paradigma contractual, frente al que se ha dado en llamar paradigma institucional, *vid.* las consideraciones efectuadas por PAZ-ARES, «¿Cómo entendemos y cómo hacemos el derecho de sociedades? (Reflexiones a propósito de la libertad contractual en la nueva LSRL)», *Tratando de la sociedad limitada*, Madrid, 1997, págs. 159 y ss.

⁸⁴ Hoy por hoy, con la prima de riesgo que se exige para invertir en España, las SOCIMI no solo deben ofrecer elevadas rentabilidades para atraer a inversores (resulta menos arriesgado dirigir la inversión hacia REIT en el Reino Unido o Alemania, y esto a pesar de que cotizan con un gran descuento sobre el valor teórico de sus activos, cuyos mercados inmobiliarios son más estables que el español y, sobre todo, tienen una mayor transparencia de precios de mercado que permite una mejor evaluación del riesgo), sino, además, nuestro ordenamiento jurídico debe permitir que las sociedades anónimas cerradas o las sociedades de responsabilidad limitada puedan tener por objeto social el reservado para las SOCIMI y acogerse a los beneficios fiscales previstos en la Ley 11/2009.

⁸⁵ Téngase en cuenta que conforme dispone el artículo 5.1 de la Ley 11/2009 «Las SOCIMI tendrán un capital social mínimo de 15 millones de euros», lo que va a provocar que únicamente los grandes patrimonios puedan desembolsar esa cantidad sin recurrir al crédito y afrontar una reestructuración como la que requieren las SOCIMI, tal y como están reguladas.

⁸⁶ Este sería el caso de las Cámaras de la Propiedad Urbana y organismos similares, cuya finalidad no sería tanto negociar con los inmuebles que los propietarios les aportan como su gestión y explotación profesional, revirtiendo la mayor parte de los rendimientos a los propietarios, quienes, pasados unos años o llegada la condición pactada, deberían poder retirar los inmuebles aportados. De este modo mientras el propietario, sin perder prácticamente ingresos debido a que el REIT

generalizando de este modo la existencia de estas sociedades y, en consecuencia, el fomento de la propiedad en alquiler, lo que permitiría a las pequeñas inmobiliarias y constructoras evitar su entrada en un previsible procedimiento concursal y dar salida de manera optimizada y profesionalizada a la difícil situación económica en la que se encuentran y al *stock* de inmuebles sin vender.

En suma, creemos que la técnica del subtipo de sociedad anónima, bajo el nombre de SOCIMI ⁸⁷, que ha empleado nuestro legislador no solo es contradictoria al hacer depender la inclusión en su denominación de los términos «Sociedad Anónima Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario», de que opte por el régimen fiscal especial, sino que además es muy cuestionable, porque hubiese sido mucho más sencillo definir a la SOCIMI como un puro estatus fiscal, accesible a cualquier sociedad anónima o, incluso, de responsabilidad limitada que cumpliera con los mismos requisitos conceptuales nítidamente como condiciones de un supuesto de hecho tributario ⁸⁸. En cualquier caso, aunque esta solución apuntada, al modo del estatus REIT norteamericano, hubiera sido estructuralmente más limpia, no creemos que el recurso final utilizado al subtipo societario vaya a plantear problemas prácticos de gravedad, a salvo su viabilidad práctica a corto o medio plazo como instrumento eficaz para dar salida profesional a los *stock* de inmuebles sin vender ⁸⁹.

4. El objeto social de las SOCIMI

4.1. Preliminar

El objeto social de las SOCIMI se ve notoriamente ampliado respecto de las actividades que son permitidas a las IICI. Tanto una como otra entidad están orientadas para desarrollar la actividad inmobiliaria consistente en la tenencia de inmuebles para su alquiler, pero la Ley 11/2009 contempla la posibilidad de que las SOCIMI puedan, además, desarrollar operaciones de promoción inmobiliaria,

estaría obligado a distribuirlos casi en su totalidad, podría aumentar sus beneficios gracias a la economía de escala (no haría falta que fuese él quien pagase al industrial para hacer una reparación) y a la profesionalización de la gestión (pudiendo, en cierta medida, despreocuparse), el gestor de la SOCIMI se beneficiaría de la comisión correspondiente y de poder gestionar el inmueble «como si fuese el propietario» (p. ej. sin necesidad de requerir su autorización en caso de que fuese necesario una reforma; sería como una especie de *trustee* o fiduciario). Pero tal y como se han concebido las SOCIMI, todas estas posibilidades apuntadas no pueden llevarse a cabo ni fácil ni eficientemente. Igualmente, podría suceder con las Administraciones Públicas interesadas en gestionar sus conjuntos inmobiliarios de protección oficial de manera optimizada y profesionalizada.

⁸⁷ La Exposición de Motivos de la Ley 11/2009 define la ordenación de la SOCIMI como «[...] combinación de un régimen sustantivo específico conjuntamente con un régimen fiscal especial [...]» y, sin embargo, la lectura de su articulado da la impresión que más que un «régimen sustantivo», lo que ordena no son más que los requisitos para recibir un tratamiento fiscal especial; así, CASTILLA, M. *op. cit.*, pág. 123.

⁸⁸ La solución adoptada se aproxima a la Italiana con la *Società di Investimento Immobiliare Quotata*, regulada desde 2007 por el Decreto n.º 174, de 7 de septiembre de 2007, que desarrolla lo previsto en la Ley financiera italiana para 2007 (Ley n.º 296, de 27 de diciembre de 2006), que introdujo la figura en este país.

⁸⁹ El desarrollo del objeto social atribuido a las SOCIMI, y sobre todo el mercado, serán los que finalmente determinen si la forma social elegida, la sociedad anónima cotizada, es la que mejor se adapta a las características propias e idiosincrasia de las SOCIMI.

vedadas para los FII y las SII⁹⁰, entre las que se incluyen toda una serie de tareas mucho más amplias que la simple adquisición de inmuebles finalizados o en construcción.

4.2. La adquisición y promoción de bienes inmuebles

La primera actividad que pueden desarrollar las SOCIMI es adquirir y promover (indistintamente) bienes inmuebles urbanos para su alquiler [arts. 2.1 a), 3, 4 y 5 Ley 11/2009], lo que permite que puedan realizar fácilmente este objeto social tanto promotoras y constructoras, como Sociedades Anónimas que simplemente se encarguen de adquirir bienes para arrendar, como pueden ser las inmobiliarias dependientes de las entidades de crédito⁹¹. La actividad de promoción incluye la rehabilitación de edificaciones en los términos establecidos en la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido⁹².

Los inmuebles sobre los que se inviertan pueden estar tanto en España como en el extranjero (art. 3.1.4 Ley 11/2009)⁹³, lo que no parece entenderse demasiado bien, considerando el fin declarado de esta Ley, esto es, la búsqueda de la mejora del mercado inmobiliario en España. Ahora bien, la presencia de inmuebles extranjeros dentro de las posibilidades de inversión de las SOCIMI puede contribuir a la diversificación de riesgos y a la creación de patrimonios inmobiliarios equilibrados en estas entidades. Quizá el legislador tendría que haber añadido alguna bonificación extra para fomentar que se invierta especialmente en inmuebles situados en España y, sobre todo, viviendas, o bien limitar el porcentaje de inmuebles extranjeros que pudiesen adquirir las SOCIMI⁹⁴.

⁹⁰ Esta activación de las posibilidades de inversión de las SOCIMI, ha sido entendida por la doctrina como el correlato de la posición más activa de los inversores en el gobierno corporativo; así, entre otros, CASTILLA, M., «El derecho de reembolso y el gobierno de los fondos de inversión inmobiliaria», *RDM*, núm. 271, enero-marzo 2009, pág. 129.

⁹¹ No aclara la Ley si la promoción de viviendas de protección oficial (VPO) destinadas a alquiler, aunque parece no haber inconveniente en aceptarlo, cuando el artículo 7 de la Ley 11/2009 hace referencia a la vivienda pública. Téngase en cuenta que los REITs (*vid., supra*, apdo. V) son, en derecho extranjero, un buen instrumento para adquirir viviendas protegidas y no protegidas, consiguiendo así diversificación, atrayendo capitales sobre inmuebles que, de otro modo, posiblemente no se invertirían así, y ayudando de este modo a conseguir políticas públicas, aunque para la *European Property Federation* únicamente puede ser una realidad a través de un EU-REIT.

⁹² La disposición adicional segunda obliga al Gobierno a aprobar una norma reglamentaria, antes de que finalice el año, previo acuerdo con las comunidades autónomas, que precise el alcance del término «obras análogas» a que se refiere el párrafo cuarto del artículo 20.uno.22 de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido, con la finalidad de ampliar el ámbito objetivo del concepto de rehabilitación de vivienda a efectos de la aplicación del referido tributo.

⁹³ Si se trata de inmuebles situados en el extranjero, deben ser de naturaleza análoga a los inmuebles españoles y deberá existir efectivo intercambio de información tributaria con el país o territorio en el que estén situados, en los términos establecidos en la disposición adicional primera de la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, de medidas para la prevención del fraude fiscal. Surge cierta incertidumbre sobre la expresión inmuebles de «naturaleza análoga» a los españoles. Así, si los derechos admitidos en el artículo 2.4 de la Ley 11/2009 no equivalen exactamente a los derechos españoles; si en derecho extranjero se consideran inmuebles más cosas de las que no están prohibidas expresamente en el artículo 2.3 de la Ley 11/2009; si se van a admitir, por ejemplo, *mortgages* situadas en EE.UU. que sí pueden ser adquiridas por sus REITs; etc.

⁹⁴ Este parece que es el propósito perseguido por la Ley 11/2009 con la bonificación fiscal prevista en su artículo 9.1.2 conforme al cual «... estarán exentas en el 20 por 100 las rentas procedentes del arrendamiento de viviendas siempre que

Los inmuebles deben ser de naturaleza urbana⁹⁵, aunque también pueden consistir en solares que estén promovidos para ser destinados al alquiler, siempre que dicha promoción se empiece en tres años desde la adquisición del solar por parte de la SOCIMI (art. 3.1.1 Ley 11/2009), y deben permanecer efectivamente arrendados durante al menos tres años, siempre que hayan sido adquiridos por la SOCIMI, porque si han sido promovidos por ella el plazo es de siete años. A efectos del cómputo se sumará el tiempo que los inmuebles hayan estado ofrecidos en arrendamiento, con un máximo de un año (art. 3.3)⁹⁶. De esto se deduce que las SOCIMI pueden recibir ingresos de la compraventa de inmuebles que hayan promovido o adquirido ellas mismas, una vez transcurridos los plazos a que se refiere el artículo 3.3 de la Ley 11/2009, sin por ello estar incumpliendo sus obligaciones como SOCIMI. Aunque esto pueda conllevar rigidez en la negociación con las SOCIMI, lo cierto es que está al servicio de la finalidad principal de estas sociedades, que es promover los inmuebles en alquiler.

4.3. Adquisición de participaciones en otras SOCIMI u otras entidades análogas (¿REIT?)

Las SOCIMI, además de explotar inmuebles en alquiler, podrán adquirir, en primer lugar, participaciones en el capital de otras SOCIMI u otras entidades análogas (¿REITs?) no residentes en España, que tengan el mismo o idéntico objeto social que aquellas y cuyo régimen de distribución de beneficios también sea similar⁹⁷ (los bienes inmuebles situados en el extranjero de estas entidades no

más del 50 por 100 del activo de la sociedad, determinado según sus balances individuales en los términos establecidos en el apartado 1 del artículo 3 de esta Ley, esté formado por viviendas».

⁹⁵ Ahora bien, no todos los inmuebles pueden ser objeto de inversión de una SOCIMI a los efectos del cómputo del 80 por 100 a que se refiere el artículo 3.1 de la Ley 11/2009 (sí, en su caso, como actividad accesoria del art. 2.6 Ley 11/2009). Hay que partir del concepto de bien inmueble del artículo 334 del CC, aunque no todo ese listado se acepta a efectos de la Ley 11/2009. Deben ser «inmuebles adquiridos [...] en propiedad», de los que se excluyen (art. 2.3 Ley 11/2009) «los bienes inmuebles de características especiales» a efectos catastrales regulados en el artículo 8 del Texto Refundido de la Ley del Catastro Inmobiliario, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2004, de 5 de marzo («bienes de características especiales» como aeropuertos, presas, autopistas, etc.) y los bienes inmuebles cuyo uso se ceda a terceros mediante contratos que cumplan los requisitos para ser considerados como de arrendamiento financiero a efectos del Impuesto sobre Sociedades. En cambio quedan expresamente aceptados los siguientes bienes inmuebles que no son fincas físicas: los derechos de superficie, vuelo o subedificación, inscritos en el Registro de la Propiedad y durante su vigencia, así como los inmuebles poseídos por la sociedad en virtud de contratos que cumplan los requisitos para ser considerados como de arrendamiento financiero a efectos del Impuesto sobre Sociedades.

⁹⁶ A estos efectos, el plazo se computará: a) En el caso de bienes inmuebles que figuren en el patrimonio de la sociedad antes del momento de acogerse al régimen, desde la fecha de inicio del primer periodo impositivo en que se aplique el régimen fiscal especial establecido en esta Ley, siempre que a dicha fecha el bien se encontrara arrendado u ofrecido en arrendamiento. De lo contrario, se estará a lo dispuesto en la letra siguiente. b) En el caso de bienes inmuebles promovidos o adquiridos con posterioridad por la sociedad, desde la fecha en que fueron arrendados u ofrecidos en arrendamiento por primera vez; *vid.* artículo 3.3 de la Ley 11/2009. Este es el motivo por el que reciben el beneficio fiscal y por ello también a cambio deben distribuir al menos el 50 por 100 de los beneficios obtenidos [art. 6.1 b) Ley 11/2009]. Lo que no parece que quede justificado es que el artículo 13 e) de la Ley 11/2009 no dé como consecuencia del incumplimiento de los plazos de tres y de siete años la pérdida del régimen fiscal especial para lo que se haya podido obtener mientras el inmueble estuviese en propiedad de la SOCIMI.

⁹⁷ El Proyecto de 26 de junio de 2009 (BOCG. Senado, serie II, núm. 14 a) modificó sustancialmente al de 19 de diciembre de 2008. En este Proyecto, las sociedades en las que podía invertir la SOCIMI no debían tener participaciones en el capital de otras entidades diferentes de las establecidas en este apartado (se entendía que salvo el 20% que se autoriza a cada SOCIMI según el art. 2.6 del Proyecto de 2008), creemos que para evitar que la SOCIMI pueda incurrir en fraude de ley

residentes deben tener naturaleza análoga a los situados en territorio español –art. 2.2 Ley 11/2009–), y, en segundo lugar, participaciones en el capital de otras entidades, residentes o no en territorio español, que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y que estén sometidas al mismo régimen establecido para las SOCIMI en cuanto a la política obligatoria, legal o estatutaria, de distribución de beneficios y cumplan los requisitos de inversión y financiación ajena a que se refieren los artículos 3 y 7 de la Ley 11/2009. En este segundo caso, estas entidades no podrán tener participaciones en el capital de otras entidades ni realizar promoción de bienes inmuebles. Además, las participaciones representativas del capital de estas entidades deberán ser nominativas y la totalidad de su capital debe pertenecer a otras SOCIMI o entidades no residentes a que se refiere el artículo 2.1 b) de la Ley 11/2009. En cualquier caso, tanto en uno como en otro supuesto, las entidades no residentes en España deben tener su residencia en países o territorios con los que exista efectivo intercambio de información tributaria, en los términos establecidos en la disposición adicional primera de la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, de medidas para la prevención del fraude fiscal.

4.4. *La tenencia de acciones o participaciones de IICI*

En tercer y último lugar, las SOCIMI pueden tener por objeto social principal la tenencia de acciones o participaciones de IICI reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC [art. 2.1 d) Ley 11/2009]. Las SOCIMI y las IICI cumplen la misma función económica y social por lo que, si se permite a las SOCIMI invertir en otras SOCIMI o en entidades extranjeras similares, es lógico permitir también invertir en IICI, cuyo objeto social es la inversión en inmuebles para su arrendamiento y, por lo tanto, idéntico al de las SOCIMI. La introducción de la letra d) del artículo 2.1 de la Ley 11/2009 ⁹⁸ concede a las SOCIMI y a las IICI una mayor potenciación, de tal manera que se establece un efecto multiplicador de la inversión, especialmente en aquellas situaciones en que las condiciones económicas aconsejen la inversión a través de uno u otro tipo de entidad.

4.5. *Otras actividades accesorias incluidas dentro del objeto social*

El artículo 2.6 de la Ley 11/2009 autoriza a las SOCIMI a dedicarse a otras actividades accesorias, junto a la actividad económica derivada del objeto social principal, entendiéndose como tales aquellas cuyas rentas en su conjunto representen menos del 20 por 100 de las rentas de la sociedad en cada periodo impositivo; es decir, la Ley 11/2009 se muestra restrictiva respecto de las actividades que pueden realizar las SOCIMI, más allá del objeto social principal, sin perder su estatuto fiscal, al limitar las rentas obtenidas por este concepto al 20 por 100 del total de las percibidas por la sociedad en cada periodo impositivo.

adquiriendo indirectamente activos no permitidos o realizando actividades no principales mediante una sociedad interpuesta (art. 6.4 CC), más allá del 20 por 100 a que se refiere el artículo 2.6 del Proyecto/2008. No obstante, esta limitación desapareció en el Proyecto de 26 de junio de 2009 y se ha mantenido hasta la aprobación de la Ley 11/2009.

⁹⁸ Este apartado d) del artículo 2.1 de la Ley 11/2009 fue introducido en el Proyecto de 26 de junio de 2009 tras aceptarse la enmienda núm. 39 presentada por el Grupo Parlamentario Vasco (EAJ-PNV).

Va a representar una práctica habitual que una sociedad que tenga un objeto social principal tan especializado, como el previsto en la Ley 11/2009, se dedique a otras «actividades accesorias» para diversificar los riesgos e intentar maximizar o compensar los beneficios de las actividades accesorias con las pérdidas de la actividad principal. Ahora bien, tendría que haberse previsto que estas actividades secundarias, y diversas al objeto social principal, no supongan más riesgos en su conjunto que esta ⁹⁹, porque de lo contrario podrían ponerla en peligro y, junto a ello, los rendimientos que hubiesen obtenido los inversores de haberse dedicado la SOCIMI exclusivamente al objeto social para el cual son concebidas. Además, debería haberse diferenciado dentro de las «actividades accesorias» entre las que están directamente relacionadas con la actividad principal, que tienden a mejorarla o incentivarla ¹⁰⁰, que se beneficiarían del trato fiscal preferente, de aquellas otras que nada tienen que ver, que tributarían por el régimen general.

A la vista de los efectos negativos generalizados que la actual crisis económica y financiera está teniendo para un número creciente de inversores inmobiliarios creemos que estos tenderán a apostar por aquellos negocios de inversión inmobiliaria en los que los ingresos procedan de una gestión más activa de los inmuebles, que no tengan limitadas la posibilidad de prestar servicios adicionales, frente a aquellos otros más pasivos que se limitan a la adquisición de inmuebles para la percepción de las rentas pagadas por sus inquilinos.

5. El capital social de las SOCIMI

Según el artículo 5.1 de la Ley 11/2009 para crear una SOCIMI es necesario un capital social de 15 millones de euros, reafirmando con ello, junto con lo dispuesto en los artículos 1.1 párrafo 2.º y 4 de la Ley 11/2009, el deseo de nuestro legislador de que las SOCIMI no sean sociedades cerradas ¹⁰¹

⁹⁹ Por ejemplo, ello sería posible siguiendo los criterios marcados por Basilea II o con la calificación de las agencias de *rating*, actualmente en proceso de regulación. *Vid.*, la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de *rating* de calificación crediticia de 12 de noviembre de 2008 (2008) 704 final.

¹⁰⁰ Estas actividades son muy frecuentes en los REITs norteamericanos puesto que muchos de ellos ofrecen un servicio integral de promoción, alquiler y gestión y administración de inmuebles al disponer de un *know-how* muy especializado en todo el negocio inmobiliario. La actividad de los REITs en EE.UU. ha evolucionado en las últimas décadas, desde la mera actividad de adquisición de inmuebles para la percepción de las rentas pagadas por sus inquilinos, que constreñía la posibilidad de prestar servicios adicionales, hacia una activa gestión de negocios de servicios complementarios a la ocupación de los inmuebles. La primera regulación legal que permitió a los REITs dedicarse a estas actividades complementarias o «accesorias» al objeto social principal fue la *Tax Reform Act.* de 1986, que favoreció la posibilidad de ofrecer ciertos servicios a los inquilinos por los propios REITs. Posteriormente la *RIT Simplification Act* y la *REIT Modernization Act.* altera definitivamente la cuestión de la actividad económica de los REITs al permitirles constituir filiales que podían proporcionar a los inquilinos de sus inmuebles una amplia gama de servicios, más allá de lo estrictamente «habitacional» que, hasta la entrada en vigor de la disposición en 2001, no podían prestar sin perder su estatus fiscal especial. La doctrina, en cambio, no se muestra pacífica sobre esta agregación de actividades económicas atribuidas a los REITs; *vid.*, entre otros, GARRIGAN, R. y PARSONS, J., *op. cit.*, pág. 37; MARKOFF, B., *op. cit.*, in extenso; MARINO, V., *op. cit.*, pág. 26; ALLEN, F. y GALE, D., *op. cit.*, págs. 522 a 546. Sobre el rol que han tenido los REITs en el mercado de la vivienda en alquiler en EE.UU. *vid.* JONES, C., *The potential contribution of tax transparent investment vehicles to the housing system: a new horizons research projet*, Final Report, Noviembre 2004, secciones 3.1 a 3.23; y, muy especialmente, sobre este particular G.R. MUELLER, M.A. ANIKEEF, *op. cit.*, pág. 58. *Vid.*, más ampliamente sobre los REITs los comentarios realizados en *supra*, apdo. V.

¹⁰¹ *Vid.*, *supra*, apdo. 6.3.

sino abiertas, con acciones admitidas a negociación en un mercado oficial de valores y con un importante volumen de capital. Luego, las entidades que estarán en mejores condiciones de constituir una SOCIMI serán, de un lado, aquellas que tengan cierta facilidad de acceso al capital, como las entidades de crédito, de otro lado, aquellas que puedan recurrir con cierta facilidad al préstamo, a pesar de la coyuntura actual adversa y, por último, aquellas otras que posean un patrimonio inmobiliario considerable y una imperiosa necesidad de liquidez, como las grandes promotoras y constructoras, con un importante paquete de bienes inmuebles que, aunque promovidos para la venta, finalmente no fueron construidos o bien no se han podido vender en el mercado y han sido colocados en alquiler, y para las que la colocación de su patrimonio inmobiliario en una SOCIMI les ayudaría a sobrevivir en el mercado. Dentro de este último grupo se encuentran las entidades de crédito que han visto, por un lado, aumentadas las ejecuciones hipotecarias y, por otro lado, descender el *stream of cash* derivado de los créditos hipotecarios y que está ocasionando una disminución importante de sus reservas de liquidez.

Con la Ley 11/2009, que persigue la vertebración y la profesionalización del mercado de alquiler, los pequeños propietarios de diversas fincas podrán aportarlas a la SOCIMI y confiarle su gestión y explotación, con la seguridad de que podrán recuperarlas al cabo del tiempo o en determinadas circunstancias, beneficiándose de la economía de escala en cuanto a los servicios comunes de mantenimiento de los inmuebles, publicidad, fama, etc. Estas aportaciones no dinerarias para la constitución o ampliación del capital que se efectúen en bienes inmuebles deberán tasarse en el momento de su aportación de conformidad con lo dispuesto en el artículo 38 de la LSA, y a dicho fin, el experto independiente designado por el Registrador Mercantil habrá de ser una de las sociedades de tasación previstas en la legislación del mercado hipotecario. Igualmente, se exigirá tasación por una de las sociedades señaladas para las aportaciones no dinerarias que se efectúen en inmuebles para la constitución o ampliación del capital de las entidades señaladas en la letra c) del artículo 2.1 de la Ley 11/2009.

6. La obligación de distribución de beneficios

Como hemos apuntado ¹⁰², la distribución obligatoria de beneficios es un requisito indispensable en los REITs de otros países para que puedan acogerse a los beneficios fiscales ¹⁰³. En línea con esta *ratio legis* de los REITs de nuestro entorno, también nuestro legislador ha querido que sean los inversores los que, por medio de la SOCIMI y con los beneficios que esta conlleva, realmente estén invirtiendo en los inmuebles y así generalizar un alquiler de calidad, al prever la Ley 11/2009 que los administradores distribuyan a sus accionistas, dentro de los seis meses posteriores a la conclusión de cada ejercicio, el beneficio obtenido a través del pago de dividendos. En concreto, el artículo 6 de la Ley 11/2009 requiere que se distribuya entre los accionistas el pago: de «[...] al menos el 90 por 100 de los beneficios que no procedan de la transmisión de inmuebles y acciones o participaciones [...]»

¹⁰² *Vid. supra*, apdo. V.

¹⁰³ En EE.UU. para que los REITs puedan conservar su estatus deben destinar al pago de dividendos un 90 por 100. En Francia, en cambio, la exigencia legal es menor al quedar obligadas las SIIC cotizadas a repartir un 85 por 100 frente al 95 por 100 a que estaban obligadas antes de la *REIT Modernization Act* de 1999.

que representan el objeto social principal, «[...] así como de los beneficios que se correspondan con rentas procedentes de las actividades accesorias»; «[...] al menos el 50 por 100 de los beneficios derivados de la transmisión de inmuebles y acciones o participaciones [...]», que integran el objeto social principal de las SOCIMI; y, por último, del 100 por 100 de los beneficios procedentes de dividendos o participaciones en beneficios distribuidos por las entidades a que se refiere el artículo 1.2 de la Ley 11/2009; en este último caso, el dividendo deberá ser pagado dentro del mes siguiente a la fecha del acuerdo de distribución, sin que la obligación de distribución alcance a la parte de los beneficios procedentes de rentas sujetas al tipo general de gravamen ¹⁰⁴.

Esta distribución obligatoria de beneficios recorta los poderes a los administradores, permite a los accionistas una percepción más clara sobre la evolución a lo largo del tiempo de los beneficios del negocio, les facilita un mayor control de la gestión de la inversión colectiva inmobiliaria, y reduce considerablemente las posibles estrategias de «explotación» de la minoría, por la mayoría, lo que supone una mejora importante sobre la oferta de los FII.

7. El recurso a la financiación ajena

El artículo 7 de la Ley 11/2009 permite que las SOCIMI puedan obtener financiación ajena con el límite del 70 por 100 del activo de la entidad ¹⁰⁵. En el cómputo de dicho límite no se incluirá la cuantía de la financiación que pueda obtenerse en virtud de lo establecido en la normativa del régimen de protección pública de la vivienda. La necesidad de poner freno a la posibilidad de recurrir a la financiación ajena, evitando la adquisición sin límite de viviendas en el mercado, queda fuera de dudas, puesto que el recurso ilimitado a este tipo de financiación ayudaría a la inflación de los precios de la vivienda, encareciéndola, y coadyuvaría al fenómeno del aumento incontrolado y generalizado de la demanda que tan graves consecuencias está acarreado para nuestra economía. Por ello, creemos que este límite del 70 por 100 del activo de la entidad impuesto a las SOCIMI para que puedan recurrir a la financiación ajena es excesivo y no tendría que superar el 30 por 100 o el 40 por 100 del activo de la entidad, sin perjuicio de que se fijase una pauta continuada de reforma de este límite una vez se hayan minimizado los efectos del «pinchazo» inmobiliario ¹⁰⁶. Téngase en cuenta que un excesivo endeudamiento, además de las consecuencias negativas apuntadas para el mercado inmobiliario, puede poner en peligro los beneficios que las SOCIMI están obligadas a dis-

¹⁰⁴ En la mayor parte de los países donde están implantados los REITs únicamente pueden crecer mediante financiación externa. Además, suelen tener como rasgo común importantes restricciones al endeudamiento. De ahí, que en los casos en los que el margen para este se ha agotado, no hay otra vía para su crecimiento que la emisión y colocación de más *equity*, lo que representa una fuerte desventaja estratégica, además de un factor de encarecimiento del coste de capital; *vid.*, CHAN, S.H., ERICKSON, J. y WANG, K., *Real Estate Investment Trust. Structure, Performance and Investment Opportunities*, pág. 37.

¹⁰⁵ En el Proyecto de Ley de 19 de diciembre de 2008 (BOCG. Congreso de los Diputados, serie A, núm. 15.1, de 19 de diciembre de 2008) el límite para recurrir a la financiación ajena se estableció en el 60 por 100 del activo de la entidad.

¹⁰⁶ No nos puede servir de referencia el régimen de los principales países de nuestro entorno, porque en ninguno de ellos se han acusado tanto los efectos de la expansión inmobiliaria de nuestro país. En Alemania se permite el 55 por 100 del valor contable de la propiedad inmobiliaria. En Bélgica los préstamos están limitados al 65 por 100 de los activos y los gastos por intereses al 80 por 100 del total de los ingresos. En Francia no hay reglas específicas, sino que se aplican las reglas de subcapitalización entre partes vinculadas. En Italia no existen limitaciones.

tribuir entre los accionistas por tener que costear los intereses de los préstamos o, en casos extremos, no poder hacer frente a su satisfacción, ya que los accionistas de las SOCIMI son los que se llevan el beneficio residual, de manera que son los últimos en cobrar, tras satisfacer a los acreedores de la sociedad. Por ello, creemos que las SOCIMI deben confiar fundamentalmente en las aportaciones iniciales de inmuebles, tanto en los que puedan aportar los socios a cambio de acciones para desarrollar adecuadamente su función vertebradora y dinamizadora del mercado inmobiliario de alquiler (*equity*), como en los derivados de la reinversión obligatoria a que se refiere el artículo 6.1 de la Ley 11/2009, porque de lo contrario las SOCIMI se estarían convirtiendo en todo un estímulo para el encarecimiento, de nuevo, del mercado inmobiliario.

8. Conclusión

Aunque a través de las SOCIMI se dota al inversor de una alternativa más para canalizar su ahorro en el sector inmobiliario, lo cierto es que vemos con cierto escepticismo la posibilidad de que puedan desarrollar sus efectos a corto plazo, dada la actual situación de los mercados financieros a través de los cuales pretende canalizarse la inversión en estas sociedades y la escasa rentabilidad que han experimentado en los últimos años sus homólogas europeas a pesar, incluso, de la mayor implantación del mercado de inmuebles en alquiler en los países en las que operan. Tendremos que esperar un tiempo para comprobar cómo evolucionan las SOCIMI y si se confirman en la práctica los objetivos perseguidos. Probablemente no se trate de la panacea de la crisis pero sí constituya un novedoso e interesante vehículo de inversión y, posiblemente, el inicio del fin del mercado artesanal de arrendamientos de vivienda. Todo dependerá de si estos instrumentos de inversión van a tener capacidad para canalizar el ahorro individual y las inversiones en bienes inmuebles, y para atraer capital extranjero; si pueden conseguir que se realicen inversiones especialmente en viviendas en alquiler aumentando, de este modo, la oferta y la demanda; y, si tanto el régimen fiscal como la distribución de beneficios establecido resulta atractivo entre los inversores de las SOCIMI. Quizá la transformación de FII en SOCIMI sería una posible salida para dar liquidez a los partícipes de aquellos, aunque ello implicaría reestructurarlos como sociedad anónima con la incertidumbre del valor de cotización de las acciones ¹⁰⁷. Esta transformación quedaría facilitada si se admitiesen y regulasen en nuestro ordenamiento jurídico los patrimonios fiduciarios (similares a los fondos), funcionando como REIT, pues son más adecuados que las sociedades en determinadas circunstancias.

¹⁰⁷ Esta posibilidad queda abierta en la disposición adicional primera de la Ley 11/2009 («Transformación de Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario en Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria y viceversa»), conforme a la cual «Las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria podrán transformarse en Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, reguladas en esta Ley, y estas en aquellas...». En la primera versión del Proyecto de 19 de diciembre de 2008 no estaba previsto que las Instituciones (por lo tanto, Sociedades –SII– y Fondos –FII–) de Inversión Colectiva Inmobiliaria pudiesen transformarse en SOCIMI. Teniendo en cuenta que la finalidad por la que estos fueron creados es similar a la de las SOCIMI, resultaba claro que el legislador debía darles esta opción que la propia industria demanda, aunque ello implicaría reestructurarlos como sociedad anónima. No fue hasta la versión del Proyecto de Ley de 26 de junio de 2009, cuando en su disposición adicional primera se permitía la posibilidad de que los FII puedan convertirse en SOCIMI y estas en aquellos.

A pesar de nuestro pesimismo inicial sobre la posibilidad de que las SOCIMI puedan producir los efectos esperados a corto plazo, creemos que en cuanto se haya producido el ajuste de precios en el mercado inmobiliario, deben contribuir en unos años a estabilizarlo, además de fomentar el mercado de alquiler de viviendas. A corto plazo, sin embargo, no estamos seguros de que una SOCIMI sirva para dar salida al *stock* actual de viviendas en España, porque creemos dudoso que haya inversores –salvo los especulativos– que quieran invertir y dudamos que hoy haya un mercado de alquiler suficientemente desarrollado para generar un retorno adecuado.

Como siempre, el mercado nos dará la respuesta.