

Los REITs (Real Estate Investment Trust) y los Fondos de Inversión Inmobiliaria: alternativas a la crisis económica que vive el sector para los pequeños y medianos ahorradores¹

por

INMACULADA SÁNCHEZ RUIZ DE VALDIVIA²
Profesora Titular, Departamento Derecho Civil
Universidad de Granada

ÍNDICE

- I. EL NUEVO ESCENARIO INMUEBLE Y LA CRISIS ECONÓMICA QUE VIVE EL SECTOR. UN IMPULSO FAVORABLE PARA LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA Y PARA ACOMETER LAS OPORTUNAS REFORMAS LEGISLATIVAS NECESARIAS.
- II. LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA Y LOS «INMUEBLES» QUE PUEDEN SER OBJETO DE INVERSIÓN O APORTACIÓN NO DINERARIA POR PARTE DEL FII.
- III. LOS FONDOS DE INVERSIÓN: UN DURO COMPETIDOR AL AGENTE URBANIZADOR:

¹ Este trabajo de investigación se enmarca en el Proyecto de Investigación I+D+i DER 2010-19054, relativo a «Instrumentos jurídicos de mejora del acceso a la vivienda y de estímulo a la financiación y promoción inmobiliaria», cuyo investigador principal es don Antonio ORTÍ VALLEJO, a quien agradezco su invitación para participar en dicho proyecto y su apoyo incondicional para acometer cuantas actividades científicas se desarrollan en el mismo.

² Profesora Titular del Departamento de Derecho Civil de la Facultad de Derecho de la Universidad de Granada y Miembro de la Red Española de Derecho Privado Europeo y Comparado (REDPEC), creada en el año 2006, reconocida por el MEC.

A) PLANTEAMIENTO.

B) ¿QUÉ ES EL AGENTE URBANIZADOR?

IV. ALGUNAS CONCLUSIONES.

BIBLIOGRAFÍA.

I. EL NUEVO ESCENARIO INMUEBLE Y LA CRISIS ECONÓMICA QUE VIVE EL SECTOR. UN IMPULSO FAVORABLE PARA LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA Y PARA ACOMETER LAS OPORTUNAS REFORMAS LEGISLATIVAS NECESARIAS

Ahora que la crisis del sector inmobiliario acapara la atención de los analistas económicos, jurídicos y sociales. Ahora que se han ralentizado los ritmos de venta de las viviendas y que existe un importante número de ellas en *stock*. Ahora que las entidades financieras han endurecido sus condiciones para conceder créditos hipotecarios tanto a promotores inmobiliarios como a inversores (posibles compradores) y se han convertido, sin rubor, en «vendedores profesionales» incentivando económicamente a sus trabajadores para que lancen al mercado inmobiliario sus propios productos inmuebles. Unos vendedores profesionales que parecen estar dispuestos a hacerles la competencia (a nuestro juicio desleal) a las propias PYMEs —a quienes obstaculizan en lanzamiento de sus propios productos inmuebles lo que, en algunos casos, las está condenando a su ruina y a los trabajadores de la construcción, irremediablemente, al paro porque sus promotores o propietarios no logran colocar sus productos en el mercado inmobiliario salvo a muy bajos precios—. Ahora que los pequeños y medianos ahorradores están asustados y no se animan a invertir en ladrillo, ni a comprar, ni a vender; ahora que los promotores y promotores-construtores, ni construyen, ni promueven, ni desarrollan, urbanísticamente hablando, los suelos sujetos a proceso de urbanización y edificación; ahora, creemos, es un buen momento para insistir³ en alternativas ágiles que permitan salir de la crisis al sector por medio del fomento de la vivienda en alquiler profesionalizado, llevado a cabo a través de un Fondo de Inversión Inmobiliaria, o a través de la aportación no dineraria de inmuebles o suelos en *stock* al fondo de inversión español, siguiendo el modelo instaurado en Europa por los REIT's.

A modo de botón de muestra, detenemos nuestra atención en la noticia, reciente, de *El País*, periódico digital, publicada el pasado 23 de enero de 2012 (titulada, «El *stock* de casas sin vender se estanca en 818.000»), según la cual,

³ Parte de este trabajo de investigación se corresponde a nuestra publicación «Los fondos de inversión inmobiliaria y los bienes inmuebles que pueden ser objeto de su inversión y aportación no dineraria», en *Los fondos de inversión inmobiliaria: su papel como instrumento de estímulo de la vivienda en alquiler*, ed., Thomson, Aranzadi, S. A., 2009, págs. 53-97.

«Para este 2012, la previsión es que se generen 115.000 nuevas viviendas en España, lo que va a evitar —sumado a la caída demográfica española— que este sobrante de más de 800.000 viviendas se mantenga a lo largo del tiempo. Pero además, se prevé, para el 2015, a través de un estudio realizado que en 2015 solo se generen 450.000 familias en España»⁴.

En este «nuevo escenario inmueble» (que acabamos de radiografiar), se hace más necesario que nunca hallar alternativas nuevas de inversión rentables y seguras para los propietarios de dichos inmuebles o las PYMEs recuperen la confianza que han perdido, en gran parte más que justificada, en los Bancos y Cajas de Ahorro. Y es que, reconozcámoslo, hasta la fecha, dichos inversores no han sido reeducados en esta línea de inversión, a la vista de una legislación de incentivos fiscales y arrendaticia que sigue lastrando el destino del inmueble en alquilar y que sigue imponiendo trabas para invertir sus ahorros en ladrillo incluso a costa de preferir tenerlos vacíos.

Sin embargo, y como pronto tendremos ocasión de comprobar, estamos convencidos de que a través de una adecuada política de incentivos fiscales y una adecuada reforma legislativa que mejore no sólo las condiciones arrendaticias previstas en la Ley de Arrendamientos Urbanos (a partir de ahora, LAU) sino el tipo de inmuebles objeto de aportación no dineraria previstos en la Ley de instituciones de Inversión Colectiva (a partir de ahora, LIIC) ampliando los bienes inmuebles que pueden ser objeto de aportación no dineraria al fondo de inversión; los FII podrán convertirse en una alternativa sugerente para el inversor. Para ello, resulta imprescindible:

1. Que se equilibre la relación entre arrendador y arrendatario. Es decir, que la LAU incentive el arriendo de los inmuebles y devuelva la confianza perdida a los arrendadores —siguiendo el camino que la Comisión Nacional de Fomento de la Vivienda en Alquiler emprendió en su día—. Para ello, quizá haya que acometer necesarias reformas entre las que destacaríamos: el derecho de prórroga forzosa, que se permita la inscripción del arrendamiento como título valor a favor del FII a los efectos de proceder al desahucio por impago (agilización de esta manera del desahucio). Todas estas medidas podrían devolver la confianza a los arrendadores.
2. Que la LIIC y el Reglamento que la desarrolla continúen estando dispuestos a ampliar y flexibilizar, ya sea por vía legislativa o por medio de una interpretación extensiva, los límites impuestos a algunos bienes inmuebles de naturaleza urbana objeto de su inversión. Incluso, por qué no, que los FII puedan invertir en todo tipo de bienes inmuebles,

⁴ Para más información, vid., http://economia.elpais.com/economia/2012/01/23/actualidad/1327307584_850215.html

ampliando a todos los posibles inmuebles descubriendo posibilidades nuevas de inversión ofertadas por el mercado y permitiendo que los partícipes puedan aportar dichos inmuebles como modo de aportación no dineraria en el momento de su constitución o de su ampliación. Aportaciones e inversiones que se anuncian rentables y seguras a medio y largo plazo. Facilitar la financiación del FII mediante la emisión de títulos garantizados por sus derechos arrendaticios, profundizando en la reforma operada por el Real Decreto 215/2008, sería un gran acierto.

3. Que las leyes fiscales —en sus distintos tipos impositivos, Sociedades, transmisiones, IRPF e IVA—, incentiven la inversión y la aportación no dineraria a través de las desgravaciones fiscales o repercutiendo en impuestos indirectos que hoy parecen ser la clave, en parte, de la no reactivación de los FII como promotores inmobiliarios⁵. De lo contrario, continuará sucediendo lo que, ya en su día advertía nuestra doctrina, con acierto, que: «la rentabilidad media de los FI en España en los últimos 3, 5, 10 y 16 años (4,03, 2,81, 2,22 y 4,54 por 100) fue inferior a la inflación y a la inversión en bonos del Estado a cualquier plazo; sólo cuatro de los 935 fondos con diez años de historia proporcionaron a sus partícipes una rentabilidad superior al 12 por 100 y 26 fondos (siete de ellos garantizados) proporcionaron a sus partícipes una rentabilidad ¡negativa!»⁶.

Todas estas medidas permitirían que fuera surgiendo un mercado profesionalizado y competitivo de viviendas en alquiler. Y es que, en mi opinión, en este *cambio de inversión* y de *reeducación del inversor* (hay que hacerle apetecible —ofreciéndole rentabilidad y confianza en el destino del arriendo o el alquiler), creemos necesario, visto el contexto europeo— aportar de manera decidida por los FII. Un tipo de inversión colectiva que ya anunciamos en su día que podría salir reforzado en esta época de crisis que vive el sector pudiendo llegar a convertirse, incluso, en el producto estrella para dar salida rentable a ese gran número de viviendas construidas y en construcción con el que hoy se encuentran los inversores privados y las promotoras inmobiliarias dado el estancamiento que vive el sector. Pero no sólo eso. Los FII también pueden convertirse en un vehículo ágil y sugerente desde el punto de la aportación no

⁵ Y es que, el hecho previsto en la legislación fiscal de que para poder beneficiarse de una tributación del 1 por 100 en el Impuesto de Sociedades, el fondo debe destinar el 50 por 100 de su cartera a la compra de viviendas parece un desacierto. La ley establece un plazo de dos años para alcanzar este coeficiente.

⁶ En este sentido, GIL CORRAL, A. M.^a, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria desde la perspectiva financiera: rentabilidad y riesgo», en AA.VV., *Los fondos de inversión inmobiliaria: su papel como instrumento de estímulo de la vivienda en alquiler*, ed., Thomson, Aranzadi, S. A., 2009, pág. 243.

dineraria para desarrollar urbanísticamente hablando ese gran número de inmuebles cuyo desarrollo urbanístico se encuentra hoy expuesto al mejor postor: al agente urbanizador. O lo que es lo mismo, a cualquier tercero que sin ser propietario de los mismos puede llegar, tras su urbanización y posiblemente, por qué no, rehabilitación o edificación, a ser posible propietario de los mismos. Concebir en este contexto a los FII como una alternativa de gestión profesionalizada de bienes inmuebles de naturaleza urbana junto a las ventajas fiscales podría ser la alternativa a esta polémica figura, la del agente urbanizador, por medio de la coinversión mediante la aportación de los mismos en el momento de la constitución del FII o en un momento posterior, en el momento de la ampliación de capital, mediante aportaciones no dinerarias a tenor del artículo 62 del RIIC. Estos capitales inmuebles pueden resultar para el propio FII un mercado apetecible y rentable con el que, por fin, los FII españoles puedan despegar en el mercado inmueble.

Para que esto sea posible, para que el prototipo de inversión inmueble que interesa a los fondos de inversión inmobiliarios sea viable, estos vehículos de inversión colectiva han de estar dispuestos a adaptarse a los cambios que viene experimentando el sector; lo que exige revisar, en profundidad, el concepto de «inversión inmueble» susceptible de ser objeto de los fondos de inversión inmobiliaria a la luz de la LIC de 2003 y del Reglamento que la desarrolla de 2005.

Revisar la legislación que reglamenta los fondos de inversión desde el punto de vista de su objeto inmueble parece imprescindible. Y es que la legislación partió de un mínimo común denominador: restringir sistemáticamente hablando el abanico de posibles de bienes inmuebles descrito e imponer limitaciones a algunos bienes inmuebles posibles objeto de su inversión tras reformas legales en orden a ampliar el objeto inmueble. Así tuvimos ocasión de constatarlo al analizar el artículo 56 del RIIC; un precepto que, felizmente, fue modificado en 1999 en línea a ampliar el ámbito objetivo sobre el que pueden recaer los FII tratando de soltar algunos lastres que el legislador había impuesto a la vista de la tímida regulación de los FII que estableció.

Antes de la reforma llevada a cabo en el RIIC, el legislador estimó oportuno que los FII únicamente recayeran sobre inmuebles ya finalizados en régimen de propiedad (titularidad real plena). Lastres que soltó en dicha reforma legislativa pero que a la vista de la reglamentación actual del artículo 56 RIIC lo hizo a cambio de imponerles otros nuevos. Las exigentes restricciones y limitaciones impuestas a los FII cuando entre sus posibles objetos inmuebles participan en sociedades inmobiliarias [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 ésta— inmuebles en construcción [art. 56.1.b) RIIC] que el edificio cuenta con licencia o autorización administrativa oportuna que sobre plano concede el ayuntamiento para proceder a edificar y que estas inversiones en inmuebles a través de compra

sobre plano y de compromisos de compra no podrán representar más del 40 por 100 del patrimonio, obras de rehabilitación o promoción de viviendas —hipótesis inversoras en las que no pueden superar el 20 por 100 del activo y siempre y cuando las obras sean contratadas por un tercero— no dejan de ser sino lastres que nuestros fondos de inversión están soltando y que denotan, en parte, no sólo una clara opción del legislador de restringir el ámbito objetivo del FII sino también el miedo con el que el legislador acomete la regulación objetiva de los fondos de inversión inmobiliaria —una regulación que cree dominar y conocer pero que demuestra impone importantes y serias distancias frente a la regulación exhaustiva y adecuada que sobre los mobiliarios realiza—.

Pero el mayor desacierto que condena a los FII a ser una institución de inversión colectiva no sugiere lo constituye, en nuestra opinión, el hecho de que no se diga explícitamente y de manera inequívoca que entre los bienes inmuebles de naturaleza urbana susceptibles de inversión —rúbrica con la que comienza el art. 56 del RIIC— se encuentran los solares (o lo que es lo mismo, los suelos urbanos aptos para edificar), los suelos urbanizables (o lo que es lo mismo, los suelos sujetos a proceso de urbanización y, por qué no, los aprovechamientos urbanísticos que hoy constituyen finca registral y que no creo nadie podría poner en duda su importante valor patrimonial. Una inversión permitida en otros fondos europeos, porque mientras en los fondos inmobiliarios alemanes, suizos o franceses pueden adquirir terrenos y llevar a cabo operaciones de promoción inmobiliaria en los fondos españoles se pone en tela de juicio esta posibilidad. De hecho, que conozcamos, no existe aún ningún fondo de inversión cuyo objeto inmueble sean edificios en construcción destinados a la promoción, o solares sujetos a proceso de edificación o suelos sujetos a proceso de urbanización. La razón, se nos escapa porque desde el punto de vista de las enormes ventajas y rentabilidades que dichas inversiones inmuebles pueden plantear no sólo para la sociedad gestora inmobiliaria sino para los propios partícipes quienes, seguro, contarán con una gestión profesional rentable y segura.

En mi opinión, el legislador, desconocedor de las particularidades que presentan este tipo de fondos se quedó corto al ampliar los bienes inmuebles susceptibles de inversión. Entiéndasenos bien. En su día, la ampliación del objeto inmobiliario resultó un enorme avance. Un avance que se ha traducido insuficiente a la vista de los acontecimientos y de las nuevas necesidades que requiere el nuevo escenario que hemos descrito y que estamos viviendo. Acaso una regulación futura, de reforma, amplíe el ámbito objetivo inmueble de los fondos de inversión. Mientras tanto, conformémonos con la interpretación que, en su día propuesta y sobre la que insistiremos más adelante, pueda suponer una alternativa posible para dar salida al *stock* de viviendas que hoy se encuentra en manos de los propios Bancos y del inversor.

II. LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA Y LOS «INMUEBLES» QUE PUEDEN SER OBJETO DE SU INVERSIÓN O APORTACIÓN NO DINERARIA POR PARTE DEL FII

Los fondos de inversión inmobiliaria constituyen una institución de inversión colectiva que ha dado mucho que hablar en nuestra doctrina civilista y mercantilista, parte de la cual ha centrado su atención en esta institución de inversión colectiva⁷. Se constituye con las aportaciones realizadas por diversos inversores llamados partícipes, administrado por una sociedad gestora, responsable de la administración y gestión del mismo. 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. Lo dicho se deriva de la definición legal que ofrece el artículo 3 de la LIIC, según el cual: «son IIC configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores (...), cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del Fondo (...)».

⁷ Sin ánimo exhaustivo, pueden consultarse, entre otros, los siguientes trabajos: AA.VV., *Los fondos de inversión inmobiliaria: su papel como instrumento de estímulo de la vivienda en alquiler*, ed., Thomson, Aranzadi, S. A., 2009; AA.VV., «Fondos de inversión mobiliaria e inmobiliaria», en *Actualidad Financiera*, núms. 2 y 3, 2007; DEL TRONCO, B., «La revolución del REIT's. Una alternativa al ladrillo tradicional que barre Europa», en *Invertida* (19-3-07); SEBASTIAN, A., *Real Estate Investment Trust (REIT). Certified Alternative Investments Analyst Program 2007*, Instituto de Estudios Financieros, 2007; JUANES, T.: «Los Reits, más cerca de los inversores españoles», en [http://www. CincoDias.com](http://www.CincoDias.com) (3-11-2007); MÉNDEZ SERRANO, M. del M., *Los fondos de inversión y el arrendamiento de viviendas*, ed., La Ley, 2007; ORTÍ VALLEJO, A., y GARCÍA GARNICA, M. C., «Los fondos de inversión colectiva: aproximación a su régimen jurídico», en *RCDI*, núm. 690, 2005, págs. 1221-1268; LARRAURI ESTEFANÍA, M., y AHUMADA CARAZO, R., «Los fondos de inversión inmobiliaria españoles en un entorno global», en *Actualidad Financiera*, 2000 SEP; V (9), págs. 3-18; KARL H. LINKE, *Los fondos inmobiliarios extranjeros y el auge del mercado inmobiliario en España*, <http://www.mariscal-abogados.com/doc/inmomariscal.pdf>; LÓPEZ PENABAD, C., y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, L., «Los fondos de inversión inmobiliaria: nuevas posibilidades de desarrollo», en *Actualidad Financiera*, 1999, octubre, núm. 4 (10), págs. 43-53; TAPIA HERMIDA: «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Derecho español y en el Derecho portugués», en *RDBB*, núm. 32, 1988; MARTÍN PAOLANTINIO, *Fondos comunes de inversión. Mercado financiero y mercado de capitales. Securitización o titulización*, Depalma, 1994 (separata de actualización publicada en mayo de 1995). Depalma, 1994 (separata de actualización publicada en mayo de 1995); MORENO SANTOS, C., «Los fondos de inversión inmobiliaria en España», en *Revista Bolsa de Madrid*, 1999, FEB, núm. 74, págs. 16-18; PASTOR, C., *Los Fondos de Inversión Inmobiliaria despegan, la normativa que regula los FII amplía sus posibilidades de inversión y permite obtener más rendimientos*, núm. 184, domingo 12 de septiembre de 1999, <http://www.el-mundo.es/sudiner/99/SD184/SD184-06.html>; TORRENT CANALETA, M., y MARTÍNEZ LACAMBRA, A., «Los fondos de inversión colectiva y el plan de viviendas», en *Actualidad financiera*, ISSN: 0213-6929, año núm. 2, núm. 3, 1997 (ejemplar dedicado a: Fondos de inversión mobiliaria e inmobiliaria), págs. 79-100.

Y es que los Fondos de Inversión Inmobiliaria, instrumentos de inversión colectiva, están especializados en la inversión de productos inmobiliarios: viviendas, oficinas, centros comerciales y/o de ocio, edificios industriales, etc. Invertir en inmuebles puede resultarle tremendamente apetecible al pequeño y mediano inversor —partícipe, quien ganará por dos vías: por el cobro de rentas a los arrendatarios y el aumento del valor de las viviendas en cartera del fondo—. Un inversor a quien, en principio, este tipo de inversiones le estarán vedadas y que, sin embargo, y gracias a las ventajas que supone invertir de manera colectiva en una sociedad de inversión (no financiera) puede superar, con creces, los inconvenientes ofreciendo al inversor (partícipe) una gestión profesional y especializada cuyos costes (que podrían llegar a ser excesivos para el inversor individual) son distribuidos entre la colectividad de inversores. Una inversión que cuenta, además, con una supervisión pública de la gestión por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores; todo lo cual constituye, se supone, una garantía adicional para quienes como el pequeño, mediano o gran inversor no pueden contar con un asesoramiento especializado.

El artículo 56 del RIIC determina cuáles son los inmuebles de naturaleza urbana en los que puede invertir los FII, mientras que los artículos 60.1.º y 2.º y el artículo 63.2.º RII establecen la posibilidad de que los FII en el momento de su constitución o en el de la ampliación del capital, los partícipes realicen *aportaciones no dinerarias* al fondo:

Dice el artículo 56 RIIC, que: «1. Las IIC inmobiliarias son aquellas de carácter no financiero que tienen por objeto principal la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento. A los efectos previstos en este reglamento, se considerarán inversiones en inmuebles de naturaleza urbana: a) Las inversiones en inmuebles finalizados. Se entenderán incluidas en este párrafo las inversiones en una sociedad cuyo activo esté constituido mayoritariamente por bienes inmuebles, 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 ésta. Se entenderán también incluidas las inversiones en entidades de arrendamiento de viviendas referidas en el capítulo III del título VII del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo. Asimismo, se incluyen en este párrafo a las inversiones en una sociedad cuyo activo esté constituido mayoritariamente por bienes inmuebles, siempre que los inmuebles sean objeto de arrendamiento. La totalidad de las inversiones en las sociedades descritas en este párrafo no podrá representar más del 15 por ciento del patrimonio de la IIC. b) Las inversiones en inmuebles en fase de construcción, incluso si se adquieren sobre plano, siempre

que al promotor o constructor le haya sido concedida la autorización o licencia para edificar. c) La compra de opciones de compra cuando el valor de la prima no supere el cinco por ciento 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. d) La titularidad de cualesquiera otros derechos reales sobre bienes inmuebles, siempre que les permita cumplir su objetivo de ser arrendados. e) La titularidad de concesiones administrativas que permita el arrendamiento de inmuebles. 2. Estas inversiones en inmuebles a través de compra sobre plano y de compromisos de compra no podrán representar más del 40 por 100 del patrimonio; a los efectos de este límite, los compromisos de compra se valorarán por el precio de compra pactado de los inmuebles objeto del contrato. La inversión en opciones de compra no podrá superar el 10 por 100 del patrimonio; a los efectos de este límite, las opciones de compra se valorarán por la prima total pagada. En lo concerniente a la adquisición de inmuebles de viviendas acogidas a algún régimen de protección pública, se estará a la legislación especial que resulte de aplicación. 3. Las inversiones en inmuebles que integren el activo de estas instituciones habrán de ser inscritas, cuando sea procedente, a su nombre en el Registro de la Propiedad. 4. En ningún caso, la IIC podrá explotar el negocio y servicios anexos a los inmuebles integrantes de su activo, más allá del arrendamiento del local. 5. Los bienes inmuebles que integren el activo de las IIC inmobiliaria no podrán enajenarse hasta que no hayan transcurrido tres años desde su adquisición, salvo que medie, con carácter excepcional, autorización expresa de la CNMV».

El tenor literal de este precepto hemos de analizar junto a los artículos 60 y 63 del RIIC, según los cuales:

Dice el artículo 60 del RIIC, relativo a la inversión en inmuebles y liquidez, que: «1. Las sociedades de inversión inmobiliaria invertirán, al menos, el 90 por 100 del promedio anual de saldos mensuales de su activo en bienes inmuebles en los términos del artículo 56. El resto del activo podrán tenerlo invertido en los valores admitidos a cotización en bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación a los que se refiere el artículo 36. 2. Los fondos de inversión inmobiliaria deberán ajustar la inversión de su activo a las siguientes reglas: a) Al menos el 70 por 100 del promedio anual de saldos mensuales deberá estar invertido en bienes inmuebles

en los términos del artículo 56.1.b). Deberán mantener un coeficiente de liquidez mínimo del 10 por 100 del activo total del mes anterior. El cumplimiento del coeficiente se limitará a los meses en los que exista derecho de reembolso de los partícipes y se calculará sobre la base del promedio diario del coeficiente a lo largo del mes. Este coeficiente deberá materializarse en efectivo, depósitos, cuentas a la vista en una entidad de crédito o en activos o instrumentos de renta fija con plazo de vencimiento o remanente de amortización inferior a dieciocho meses y compraventas con pacto de recompra de valores de deuda pública, siempre que se negocien en mercados secundarios de los previstos en el artículo 36.1.a). El resto del activo únicamente podrá estar invertido en los valores a que se refiere el apartado 1. El porcentaje previsto en el párrafo a) vendrá referido al valor que resulte de los bienes, derechos y valores al final de cada mes, de conformidad con las reglas de valoración que a los efectos establezca el ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV. Para comprobar si se cumple el porcentaje, el cálculo se realizará al final de cada año, como media de los saldos al final de cada mes del ejercicio, sin que se considere en dichos saldos, a los efectos del citado porcentaje, si la sociedad gestora así lo decide, las aportaciones realizadas por los partícipes en los veinticuatro meses precedentes a cada una de las fechas consideradas en su cálculo».

Y añade el artículo 63, párrafos 2.º y 4.º del RIIC, relativo al régimen de los fondos de inversión inmobiliaria, que: «2. Las aportaciones para la constitución o ampliación del patrimonio podrán efectuarse también en inmuebles. En el caso de la aportación de inmuebles para la constitución, se deberá reflejar dicha operación en la memoria explicativa de la institución presentada con carácter previo a la autorización del proyecto de constitución; en el caso de que se trate de aportaciones posteriores a la constitución, la información se recogerá en el informe trimestral del fondo inmediatamente posterior a la operación. Los reglamentos de los fondos podrán limitar la proporción de la aportación que se podrá realizar en especie, así como imponer limitaciones a los partícipes que hayan efectuado menos de un porcentaje de su aportación en efectivo y deseen obtener el reembolso de su participación antes de un plazo determinado; también podrán aplicar descuentos a favor del fondo en estos casos. 4. Los bienes inmuebles y derechos en que se invierta deberán tasarse al menos una vez al año y, en todo caso, en el momento de su adquisición, aportación al fondo o venta. En el caso de venta, bastará con que dichos bienes o derechos se hubiesen tasado en los seis meses anteriores. Las tasaciones serán realizadas conforme a los criterios y periodicidad

establecidos expresamente en el reglamento de gestión de los fondos. En el caso de adquisición, los bienes inmuebles se tasarán por primera vez dentro de los doce meses siguientes a su adquisición, en aquel mes en el que haya menor patrimonio inmobiliario cuya tasación corresponde realizar, con las excepciones expresamente previstas en el folleto informativo».

Tal y como se desprende de la regulación legal y reglamentaria que acabamos de transcribir, hoy por hoy, en nuestra opinión, el producto estrella de inversión de los Fondos de inversión inmobiliaria son los edificios ya finalizados. Fundamentalmente los Centros Comerciales, etc. Junto a los Centros Comerciales otros inmuebles apetecibles de inversión para el Fondo lo son las viviendas de primera y segunda residencia, las residencias de estudiantes y las residencias de la 3.^a edad. A diferencia del régimen anterior en el que sólo permitía a los FII adquirir edificios terminados y en propiedad⁸, se ampliaron los tipos de derechos de carácter inmobiliario que pueden configurar el patrimonio del Fondo. Así, se prevé, expresamente, a partir de la reforma operada en el RIIC en el año 1999, que los FII adquieran inmuebles en sus diferentes fases de construcción, incluso aunque estén sólo sobre plano⁹, que inviertan, también, en opciones de compra sobre inmuebles¹⁰ y en derechos reales inmobiliarios distintos del dominio y concesiones administrativas que confieran la facultad de arrendar inmuebles¹¹.

La reforma de 1999 del RIIC «soltó», qué duda cabe, algunos lastres a que estaba sometida la normativa sobre FII de 1992. Sin embargo, en dicha reforma se impusieron nuevas limitaciones, exigencias o restricciones para cuando la

⁸ En su redacción originaria, el artículo 72.1 del RIIC se limitaba a establecer como objeto exclusivo de los FII la inversión en inmuebles para su directo arrendamiento, lo que unido al régimen fiscal que sólo se refería al alquiler de viviendas, planteaba serias dudas en cuanto a la posibilidad de que los FII pudiesen adquirir activos distintos de edificios ya construidos.

⁹ Tras la modificación introducida por la Ley 20/1998, así lo disponía el artículo 33.6, letra c), de la LIIC de 1984. En la actualidad, así lo dispone el artículo 72.2, letra 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.1, letra 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 rectamente interpretado ha de entenderse en el sentido de que esté inscrita la obra nueva en construcción (cfr. arts. 208 LH y 308 RH).

¹⁰ El artículo 72.2.c) del RIIC adicionalmente exige 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.

¹¹ Cfr. artículo 72.2.d) y e) del RIIC. Entre las titularidades reales que permitirían el arrendamiento estarían el derecho de usufructo y el de superficie.

inversión en inmuebles ya finalizados del FII participan en sociedades inmobiliarias [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 ésta— o *inmuebles en construcción* [art. 56.1.b) RII] —que el edificio cuenta con licencia o autorización administrativa oportuna que sobre plano concede el ayuntamiento para proceder a edificar y que estas inversiones en inmuebles a través de compra sobre plano y de compromisos de compra no podrán representar más del 40 por 100 del patrimonio¹², obras de rehabilitación o promoción de viviendas— hipótesis inversoras en las que no pueden superar el 20 por 100 del activo y siempre y cuando las obras sean contratadas por un tercero.

La regulación de los FII ha ido mejorando poco a poco. Lo mismo podemos decir acerca de las reformas operadas en relación a las posibles inversiones en inmuebles de naturaleza urbana de los FII. A diferencia del régimen anterior que sólo permitía a los FII adquirir edificios terminados y en propiedad¹³, se ampliaron los tipos de derechos de carácter inmobiliario que pueden configurar el patrimonio del Fondo. Así, se prevé expresamente que los FII adquieran inmuebles en sus diferentes fases de construcción, incluso aunque estén sólo sobre plano¹⁴, que adquieran opciones de compra sobre inmuebles¹⁵ y derechos reales inmobiliarios distintos del dominio y concesiones administrativas que confieran la facultad de arrendar inmuebles¹⁶.

¹² A los efectos de este límite, los compromisos de compra se valorarán por el precio de compra pactado de los inmuebles objeto del contrato. La inversión en opciones de compra no podrá superar el 10 por 100 del patrimonio; a los efectos de este límite, las opciones de compra se valorarán por la prima total pagada. En lo concerniente a la adquisición de inmuebles de viviendas acogidas a algún régimen de protección pública, se estará a la legislación especial que resulte de aplicación.

¹³ En su redacción originaria, el artículo 72.1 del RIIC se limitaba a establecer como objeto exclusivo de los FII la inversión en inmuebles para su directo arrendamiento, lo que unido al régimen fiscal que sólo se refería al alquiler de viviendas, planteaba serias dudas en cuanto a la posibilidad de que los FII pudiesen adquirir activos distintos de edificios ya construidos.

¹⁴ Tras la modificación introducida por la Ley 20/1998, así lo disponía el artículo 33.6, letra c), de la LIIC de 1984. En la actualidad, así lo dispone el artículo 72.2, letra 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.1, letra 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 rectamente interpretado ha de entenderse en el sentido de que esté inscrita la obra nueva en construcción (cfr. arts. 208 LH y 308 RH).

¹⁵ El artículo 72.2.c) del RIIC adicionalmente exige 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.

¹⁶ Cfr. artículo 72.2.d) y e) del RIIC. Entre las titularidades reales que permitirían el arrendamiento estarían el derecho de usufructo y el de superficie.

III. LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA: UN DURO COMPE- TIDOR AL AGENTE URBANIZADOR

A) PLANTEAMIENTO

Prohibir que el FII realice actividades de promoción inmobiliaria como determinaba el Real Decreto de 1999 (a diferencia de lo que se permite en los REIT's) fue, en nuestra opinión, un lastre injustificado y falto de visión de futuro, tal y como lo demuestra el hecho de que, en la actualidad, la paralización del sector de la construcción arroja como resultado un importante número de viviendas e inmuebles en *stock*. Y es que, ligada al fondo de inversión, se podía constituir una empresa promotora ligada al grupo al que pertenece el fondo, dedicada precisamente a la promoción de inmuebles y venta al fondo una vez obtenida la licencia. Quizá por ello, años después, en las posteriores reformas operadas al RICC en los años 2005, 2007 y 2008, dicha prohibición fue eliminada.

Permitir que los FII realicen actividades de promoción es un hecho esperado y aplaudido por nosotros —como pusimos de manifiesto en el Simposio Internacional de Fondos de Inversión celebrado dos meses después de que se aprobara dicha normativa reglamentaria en el Paraninfo de nuestra Facultad— en la medida en que dicha posibilidad acompañada con las oportunas medidas fiscales puede permitir que nuestros Fondos Inmobiliarios «convenzan» al inversor. Despeguen; en definitiva, evitando que España siga siendo un caldo de cultivo para los REITS. Sin embargo, que conozcamos no existe aún ningún fondo de inversión promotor. Acaso las ventajas fiscales no resulten suficientes. Acaso la medida no cuente con los beneficios fiscales esperados.

De estar dispuestos los gestores de los fondos de inversión a dar este importante giro en los objetos tradicionales de su inversión para adaptarse a las nuevas circunstancias que impone el mercado inmobiliario los FII, en nuestra opinión, los FII pasarían a hacerse un hueco en dicho sector; lo que les permitiría, por fin, despegar, remontar y parangonarse con algunos de los fondos europeos suizos, alemanes, o franceses.

Para estimar interesante nuestra propuesta no se nos pida que garanticemos que el FII y con él los copartícipes de la inversión van a soportar los mínimos riesgos porque sostener como cierta esta afirmación sería engañarles. A mayor rentabilidad, mayor riesgo. Y viceversa. Esta es simplemente una de las «leyes de la economía». En efecto, las inversiones arriesgadas siempre han sido en el mercado (inmueble o mueble) consideradas como las más rentables. Ciertamente es que en esta propuesta estamos incrementando los riesgos a que se enfrenta la gestora del fondo de inversión inmueble en calidad no sólo de arrendataria o promotora sino como urbanizadora. En efecto, los conceptos de rentabilidad y riesgo son directamente proporcionales. Y es que, a mayor riesgo, mayor rentabilidad. Y viceversa. Tema distinto será, pues, resolver los posibles riesgos

que dicha operación conlleva, como consecuencia de ser el FII promotor de edificios: ¿Quién asume las responsabilidades civiles o penales derivadas de vicios o defectos de construcción contenidas en la LOE (*ex art.* 17) y en el Código Civil (*ex arts.* 1591.1.º y 2.º, 1101, 1902 y 1909 y sigs. del CC) y en materia de prevención de riesgos laborales (*ex arts.* 42 y sigs. LPRL, 316 y 317 CP, 1902 CC, etc.)?

Tampoco se nos diga que soportar la inversión hasta el momento de la puesta en alquiler de los inmuebles parece imposible. No sólo no lo es, especialmente, cuando no resulte imprescindible realizar desembolsos iniciales de capital; lo que sucederá cuando los copartícipes del fondo aporten al mismo bienes inmuebles susceptibles de ser promovidos, urbanizador y edificios. Sino, además, porque el importe del crédito hipotecario para afrontar el proceso edificatorio se podrá ver sufragado por los alquileres de los inmuebles en cuestión. Recordemos, además, que la rentabilidad en estos casos a pesar de ser a medio o largo plazo es posible soportarla porque, como sabemos, la diversificación de los riesgos e inversiones en el FII está asegurada por imperativo legal. Basta estudiar el régimen jurídico de los FII que imponen los artículos 60, 61 y 62 RIIC y comprobarlo.

Pero además, permitir que el FII sea promotor supone convertirle en un duro rival frente al, temido y temible, agente urbanizador (figura polémica donde las haya). Un competidor profesional capaz de poner fin a tanta especulación como la hasta ahora vivida en dicho sector. Únicamente así, la urbanización, la edificación y el arrendamiento profesionalizado estaría realmente garantizado. Una garantía clara para el inversor. También para el propietario de suelo y el propietario de los inmuebles ya edificados. Y es que, el Fondo de Inversión puede ofrecer al propietario de dichos inmuebles una fuente nueva de financiación ahora que los Bancos han dado un paso atrás en su tasación y en su inversión. Ahora que los inversores no confían en las entidades crediticias porque temen perder con ellas, gran parte de sus ahorros, y ahora que el nuevo Real Decreto 215/2008, de 15 de febrero, por el que se modifica el artículo 59 del Real Decreto 1209/2005, permite a las IIC financiar la adquisición de inmuebles (incluidos, también, los acogidos al régimen de protección pública) con garantía de hipoteca, con las limitaciones establecidas en el párrafo 2.º del precepto citado; dicha financiación podrá servir para proceder a la rehabilitación de edificios y a la promoción de los mismos. De esta manera, los propietarios de inmuebles sujetos a proceso de urbanización podrían encontrar en los FII un buen aliado. Y es que, puestos a que sea otro el que urbanice y edifique nuestros suelos parece preferible que el propietario elija y ponga su confianza en la sociedad inmobiliaria que estime conveniente y no que se vea expuesto como sucede hoy día a la mejor postura del agente urbanizador.

Permitir que los FII sean promotores fue, sin duda, uno de los mayores aciertos. Y es que, los FII también pueden convertirse en un vehículo ágil y sugerente desde el punto de la aportación no dineraria para desarrollar urbanís-

ticamente hablando ese gran número de inmuebles cuyo desarrollo urbanístico se encuentra hoy expuesto al mejor postor: al agente urbanizador. O lo que es lo mismo, a cualquier tercero que sin ser propietario de los mismos puede llegar, tras su urbanización y posiblemente, por qué no, rehabilitación o edificación, posible propietario de los mismos. La rentabilidad de las fincas sujetas a proceso de urbanización y la complejidad que para sus propios titulares la incorporación al proceso urbanístico comporta. Y es que el proceso de transformación de la tierra, sea cual sea el proceso de gestión urbanística escogido (compensación, reparcelación, transferencias de aprovechamiento urbanístico, expropiación, directa o indirecta, agente urbanizador, resulta innegable), hasta la fecha, las ventajas económica han sido innegables.

B. ¿QUÉ ES EL AGENTE URBANIZADOR?

Para evitar que los particulares pertenecientes a una Unidad de Ejecución de Suelo Urbanizable se hagan los remolones en la creación y desarrollo de una Junta de Compensación o de reparcelación, se permite, en nuestra legislación urbanística autonómica, en el artículo 117 A) LOUA la posibilidad de que un tercero, el agente urbanizador (propietario o no de suelo perteneciente a la Unidad de Ejecución) pueda proceder a urbanizar suelos que no son suyos, a cambio de cuya gestión termina siendo propietario de unidades de aprovechamiento urbanístico materializables en dichos suelos. El agente urbanizador es considerado, pues, como un empresario especializado en la gestión de las infraestructuras y servicios urbanos, siendo responsable de ejecutarlas y/o contratarlas en los plazos y con las calidades, costes y demás compromisos que fije el Ayuntamiento, financiando dichas obras contra su repercusión a los propietarios de terrenos, que habrán de satisfacer su importe bien en metálico, bien en aprovechamiento. Puede ser agente urbanizador: cualquier persona física o jurídica, pública o privada, propietaria o no de suelo, que esté interesada en asumir la gestión de la actividad urbanizadora. Tan solo se le exige la suficiente solvencia técnica, económica y financiera.

Un tercero por tanto, puede presentar un plan concreto de urbanización al ayuntamiento, y si éste se lo aprueba le acaba convirtiendo en una especie de Junta de Compensación monopersonal. Así se dirigirá a los propietarios del suelo y les dirá cuanto tiene que acoquinar en metálico y cuanto tiene que ceder en superficie para el ayuntamiento, instalaciones públicas, viales y demás. Si el particular no quiere o no puede seguro que le encuentra un comprador a un precio irrisorio o admite pago en especie (terrenos). Este agente urbanizador es el que se hará cargo de la gestión financiera y técnica del proyecto. Su beneficio deriva de los honorarios que les pase a esos clientes forzosos que no le han contratado, así como del suelo que se haya dedicado a recoger en esos proyectos.

Esta figura ha sido admitida en nuestra legislación urbanística autonómica, en la LOUA, en el artículo 117 A) LOUA, siguiendo la regulación urbanística valenciana contenida en los artículos 122.2.f) y g), 162, 163 y 165 LUV. Figura por la que parece haber apostado de manera decidida la cuarta la LS 2007 (tengamos en cuenta que el novedoso estatuto jurídico de la propiedad urbana, prototipo por excedencia de bien inmueble sobre el que recae una inversión pretendidamente ventajosa, contenido en la reciente reforma legislativa llevada a cabo en virtud de la nueva Ley estatal del Suelo de 2007, desarrollada por el RDL de 2008 del suelo que tras seis reformas legislativas sigue hoy en vigor).

Los supuestos en que puede intervenir el agente urbanizador son, entre otros, los siguientes:

1. Instando la sustitución del sistema de compensación por incumplimiento.
2. En el supuesto anterior, instando la gestión indirecta del sistema de expropiación por concesión.
3. Formulando alternativa a la iniciativa presentada por otro agente en el concurso convocado al efecto (es decir a iniciativa particular).
4. Presentando oferta al concurso convocado para la gestión indirecta del sistema de expropiación a iniciativa de la Administración.
5. Presentando oferta al concurso convocado para la gestión indirecta del sistema de cooperación a iniciativa de la Administración.
6. Presentando la iniciativa para el establecimiento del sistema de compensación antes que los propietarios.
7. Presentando una propuesta a la iniciativa de otro agente en el sistema de compensación.

Con esta figura, de dudosa legalidad, tal y como se corroboró en la famosa sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea, dictada en el Asunto C-399/98, Proyecto Scala 2001 —Milán—, hoy por hoy nos seguimos preguntando: ¿se evita el monopolio? En nuestra opinión, pesan más los aspectos negativos que los positivos en dicha opción. Y es que, creemos, en la práctica, mediante el recurso al agente urbanizador cambia, simplemente, tiene «la sartén por el mango». De tener la sartén por el mango los propietarios de los terrenos pasan a tenerla las empresas urbanísticas. Se desliga el derecho a urbanizar del derecho de propiedad, vaciándolo, en nuestra opinión, de contenido. Se crea una nueva casta de terratenientes urbanísticos, ya que no cualquiera puede conformar una empresa que cumpla la función de agente urbanizador, y es que para su gestión necesitan, básicamente, tres cosas: capacidad financiera, conocimientos técnicos, contactos políticos. O lo que es lo mismo, empresas participadas por entidades financieras, despachos de abogados y arquitectos, agentes de los partidos, y por supuesto, en ocasiones, promotores que ven la posibilidad de conseguir así suelo de una manera más barata que lidiando con

ese propietario de suelo que ya no traga con cualquier cosa. Esos propietarios que por incumplir con su obligación de incorporarse al proceso urbanístico y edificatorio pueden ser sustituidos por el agente urbanizador.

En mi opinión, puestos a elegir, prefiero a esos propietarios que han heredado sus tierras generación tras generación, o que se la han jugado y han soltado su dinerito comprando esos terrenos, que a estos defensores de la ¿competencia? en los despachos municipales y en las alcantarillas del poder. En este sentido, creemos, los FII como instrumentos de inversión colectiva se anuncia teóricamente, al menos, como un potencial inversor al que aportar dicho terreno que necesita ser urbanizado o edificado. Una aportación que garantiza al propietario una gestión profesional, una diversificación de su riesgo, liquidez, seguridad y transparencia, información y un régimen fiscal ventajoso. Puestos a elegir, entre el agente urbanizador que no conozco y el Fondo de inversión elegido por el propietario del suelo, creemos que esta segunda opción le puede dar mas tranquilidad al inversor.

IV. ALGUNAS CONCLUSIONES

1.^a Hablar de Fondos de Inversión, en el contexto de crisis económica que estamos viviendo resulta, en nuestra opinión, imprescindible. Las reglas del juego del mercado inmobiliario han cambiado. El «nuevo escenario inmueble» radiografiado a través de este trabajo de investigación pone de manifiesto que los FII en el contexto de crisis económica que está viviendo el sector pueden llegar a ser el producto estrella. O lo que es lo mismo, pueden resultar un instrumento viable para salir de la crisis inmobiliaria en que hoy están sumidos los inversores. Confiemos en convencer al inversor. También al legislador. Y es que, únicamente mediante una adecuada política de incentivos fiscales, mediante la mejora de las condiciones arrendaticias previstas en la LAU se logrará que los FII puedan llegar a convertirse en vehículos ágiles.

2.^a En el contexto de crisis económica que estamos viviendo, los FII pueden *salir ganando*. Las reglas del juego del mercado inmobiliario, necesariamente, están cambiado. Las formas tradicionales de inversión también. En el «nuevo escenario inmueble», el inversor está asustado. No se anima ni a comprar, ni a vender, ni a invertir. Incluso está pensando en sacar su dinero de los Bancos y Cajas de Ahorro porque tampoco de ellos se fía. Tampoco dispone de la financiación suficiente para afrontar la construcción, promoción o urbanización de los terrenos. Le hace falta una inyección de seguridad porque, realmente, tiene miedo. En este contexto, los Fondos de Inversión Inmobiliaria le pueden ofrecer al inversor una alternativa que le ofrezca seguridad y que les devuelva la rentabilidad perdida. Las posibilidades con que cuentan son dos: o bien invertir en el fondo, sus ahorros, o bien aportar al mismo los bienes inmuebles

de que son propietarios para que sea el fondo el que proceda a gestionarlos, urbanizarlos, edificarlos, arrendarlos de manera profesionalizada.

3.^a Hoy por hoy, el *producto estrella* de inversión de los Fondos de inversión inmobiliaria son los edificios ya finalizados. Fundamentalmente los Centros Comerciales. Junto a los Centros Comerciales otros inmuebles apetecibles de inversión para el Fondo lo son las viviendas de primera y segunda residencia, las residencias de estudiantes y las residencias de la 3.^a edad. El producto estrella no ha sido la promoción inmobiliaria. Quizá si este tipo de inversión se permitiera y se impulsara mediante una adecuada política de incentivos fiscales, los FII se convertirían para el inversión español en una alternativa sugerente. Confiamos, por tanto, en esta alternativa porque no sólo se anuncia como la mejor para dar salida al gran número de viviendas en *stock* que hoy existen en nuestro sector inmueble como consecuencia de la falta de financiación y del miedo en que vive el propio inversor, sino que, además, garantiza la tasación de dichos inmuebles y la financiación que el mismo ofrezca a través de la posible aportación no dineraria de los mismos como una alternativa segura para el inversor.

BIBLIOGRAFÍA

- AA.VV.: *Los fondos de inversión inmobiliaria: su papel como instrumento de estímulo de la vivienda en alquiler*, ed., Thomson, Aranzadi, S. A., 2009.
- «Fondos de inversión mobiliaria e inmobiliaria», en *Actualidad Financiera*, núms. 2 y 3, 2007.
- BONNEAU: «Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le Droit Civil», en *Rev.trim.dr.civ.*, 90 (1) janvier-mars, 1991.
- DEL TRONCO, B.: «La revolución del REIT's. Una alternativa al ladrillo tradicional que barre Europa», en *Invertida* (19-3-07).
- DOMINGO, S.: «Cómo tributan los Fondos Inmobiliarios, Los cambios legales para mejorar el tratamiento fiscal», domingo, núm. 134, 19 de julio de 1998, <http://www.el-mundo.es/sudinero/noticias/act-134-08a.html>
- FERNÁNDEZ DEL POZO y DE ALARCÓN ELORIETA: «Aproximación al estudio de nuevas categorías de cotitularidad jurídica: Las comunidades funcionales y los fondos de gestión», en *RCDI*, 1989, pág. 629.
- USTARROZ UGALDE: «La naturaleza jurídica de los fondos de pensiones», en *RDBB*, julio-septiembre de 1987, pág. 587 y sigs.
- GARCÍA DÍAZ: *Los fondos de inversión en el mercado financiero*, Guadiana de Publicaciones, Madrid, 1970.
- GENTILE: *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Cedam, Padova, 1991.
- JUANES, T.: «Los Reits, más cerca de los inversores españoles», en [http://www. CincoDias.Com](http://www.CincoDias.Com) (03/11/2007).

- LARRAURI ESTEFANÍA, M., y AHUMADA CARAZO, R.: «Los fondos de inversión inmobiliaria españoles en un entorno global», en *Actualidad Financiera*, 2000 SEP; V (9), págs. 3-18.
- KARL H. LINKE: *Los fondos inmobiliarios extranjeros y el auge del mercado inmobiliario en España*, <http://www.mariscal-abogados.com/doc/inmomariscal.pdf>.
- LÓPEZ PENABAD, C., y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, L.: «Los fondos de inversión inmobiliaria: nuevas posibilidades de desarrollo», en *Actualidad Financiera*, 1999, octubre, núm. 4 (10), págs. 43-53.
- LLEVADOT ROIG: «Los llamados fondos de inversión inmobiliaria», en *RJC*, enero-marzo de 1973.
- MARTÍN PAOLANTINIO: *Fondos comunes de inversión. Mercado financiero y mercado de capitales. Securitización o titulización*, Depalma, 1994 (separata de actualización publicada en mayo de 1995).
- MARQUÉS FERNÁNDEZ-FLORES, J. R.: *La inversión*, ed., Pirámide, 1998.
- MÉNDEZ SERRANO, M. del M.: *Los fondos de inversión y el arrendamiento de viviendas*, ed., La Ley, 2007.
- MORENO SANTOS, C.: «Los fondos de inversión inmobiliaria en España», en *Revista Bolsa de Madrid*, 1999, FEB, núm. 74, págs. 16-18.
- ORTÍ VALLEJO, A., y GARCÍA CARNICA, M. C.: «Los fondos de inversión colectiva: aproximación a su régimen jurídico», en *RCDI*, núm. 690, 2005, págs. 1221-1268.
- TAPIA HERMIDA: «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Derecho español y en el Derecho portugués», en *RDBB*, núm. 32, 1988.
- OSÁCAR GARAICOHEA: *Manual de los Fondos de Inversión Inmobiliaria*, Inversor Ediciones, S. L., Madrid, 1994.
- PASTOR, C.: *Los Fondos de Inversión Inmobiliaria despegan, la normativa que regula los FII amplía sus posibilidades de inversión y permite obtener más rendimientos*, núm. 184, domingo 12 de septiembre de 1999, <http://www.el-mundo.es/sudinero/99/SD184/SD184-06.html>
- SÁNCHEZ RUIZ DE VALDIVIA, I.: «Los fondos de inversión inmobiliaria y los bienes inmuebles que pueden ser objeto de su inversión y aportación no dineraria», en *Los fondos de inversión inmobiliaria: su papel como instrumento de estímulo de la vivienda en alquiler*, ed., Thomson, Aranzadi, S. A., 2009, págs. 53-97.
- SANTANDREU, S.: *Manual Práctico de Valoración de Empresas*, Ed. Gestión 2000, S. A.
- SEBASTIAN, A.: *Real Estate Investment Trust (REIT). Certified Alternative Investments Analyst Program 2007*, Instituto de Estudios Financieros, 2007.
- SOLDEVILLA GARCÍA, E.: *Los Fondos de Inversión*, ED., Pirámide, 1999.
- TAPIA HERMIDA: «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Derecho español y en el Derecho portugués», en *RDBB*, 1988.
- TORRENT CANALETA, M., y MARTÍNEZ LACAMBRA, A.: «Los fondos de inversión colectiva y el plan de viviendas», en *Actualidad financiera*, ISSN 0213-6929, año núm. 2, núm. 3, 1997 (ejemplar dedicado a: Fondos de inversión mobiliaria e inmobiliaria), págs. 79-100.

RESUMEN

FONDOS DE INVERSIÓN
INMOBILIARIA
CRISIS ECONÓMICA
AGENTE URBANIZADOR

Hablar de Fondos de Inversión, en el contexto de crisis económica que estamos viviendo resulta, en nuestra opinión, imprescindible. Las reglas del juego del mercado inmobiliario han cambiado. El «nuevo escenario inmueble», radiografiado a través de este trabajo de investigación, pone de manifiesto que los FII en el contexto de crisis económica que está viviendo el sector pueden llegar a ser el producto estrella. O lo que es lo mismo, pueden resultar un instrumento viable para salir de la crisis inmobiliaria en que hoy están sumidos los inversores. Confiamos en convencer al inversor. También al legislador quien ha de estar dispuesto a realizar ciertas reformas legislativas en aras a permitir que sean aportados a los Fondos de Inversión no sólo inmuebles ya finalizados (centros comerciales, viviendas de primera y segunda residencia y para la tercera edad.

Las reglas del juego del mercado inmobiliario, necesariamente, están cambiando. Las formas tradicionales de inversión también. En el «nuevo escenario inmueble», el inversor está asustado. No se anima ni a comprar, ni a vender, ni a invertir. Incluso está pensando en sacar su dinero de los Bancos y Cajas de Ahorros porque tampoco de ellos se fía. Tampoco dispone de la financiación suficiente para afrontar la construcción, promoción o urbanización de los terrenos. Le hace falta una inyección de seguridad porque, realmente, tiene miedo. En este contexto, los Fondos de Inversión Inmobiliaria le pueden ofrecer al inversor una alternativa que le ofrezca seguridad y que les devuelva la rentabilidad perdida. Las posibilidades con que cuentan son dos: o bien invertir

ABSTRACT

REAL ESTATE INVESTMENT FUNDS
ECONOMIC CRISIS
DEVELOPMENT AGENT

In our opinion, in the current context of economic crisis, you just cannot avoid talking about investment funds. The rules of the game in the real estate market have changed. The «new real estate picture» X-rayed in this research paper shows clearly that real estate investment funds in the context of the sector's economic crisis have the potential to become the star product. Or, to put it another way, they can prove a feasible weapon with which investors can fight their way past the real estate crisis. Let's trust that we can convince investors of this. Legislators, too; they have to be willing to enact certain legislative reforms so that already-completed properties (shopping centres, permanent homes and second homes, homes for the elderly) are not the only properties that can be contributed to investment funds.

The rules of the real estate market game are necessarily changing. The traditional forms of investment, too. In the «new real estate picture», investors are jittery. They're not buying, selling or investing. They're even thinking about withdrawing their money from the bank, because they don't trust financial institutions, either. And they don't have enough financing to cover the costs of land development, construction and marketing. They need a shot of security, because they are really and truly scared. In this context, real estate investment funds can offer investors a secure alternative that restores their lost returns. There are two possibilities: They can invest their savings in the fund, or they can contribute their properties to the fund so that the fund can manage, develop, build and rent the properties in a professional manner. Now, this can be done only if there is an adequate tax incentive policy, through

en el fondo, sus ahorros, o bien aportar al mismo los bienes inmuebles de que son propietarios para que sea el fondo el que proceda a gestionarlos, urbanizarlos, edificarlos, arrendarlos de manera profesionalizada. Ahora bien, todo ello se logrará, únicamente, mediante una adecuada política de incentivos fiscales, mediante la mejora de las condiciones arrendaticias previstas en la LAU y mediante una adecuada interpretación o reforma de la LIIC para ampliar los posibles objetos inmuebles de inversión. Sólo así se lograrán soltar los lastres a que hoy están sometidos los FII Españoles evitando el aterrizaje de los REITs y propiciando el despegue de nuestros Fondos de Inversión Inmobiliaria.

better leasing conditions under the Urban Lease Act and an adequate interpretation or reform of the Collective Investment Institution Act to expand the range of real estate that can be invested in. That is the only way to dump the ballast holding down Spanish real estate investment funds, keep REITs from landing and help our real estate investment funds take off.

(Trabajo recibido el 27-4-2012 y aceptado para su publicación el 29-5-2013)