

# Los Fondos de Inversión Inmobiliaria. Aproximación a su régimen jurídico

*SUMARIO:* 1. PREÁMBULO.—2. EL MARCO NORMATIVO.—3. LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA COMO INSTITUCIÓN DE INVERSIÓN COLECTIVA NO FINANCIERA.—4. LA CONFIGURACIÓN JURÍDICA DEL FONDO DE INVERSIÓN Y LA TITULARIDAD QUE OSTENTAN SOBRE EL MISMO LOS PARTÍCIPE.—5. EL RÉGIMEN JURÍDICO DEL FONDO: 5.1. CONSTITUCIÓN DEL FONDO. 5.2. RELACIONES JURÍDICAS DE LOS PARTÍCIPE CON EL FONDO. 5.3. RELACIONES JURÍDICAS ENTRE LOS PARTÍCIPE, LA SOCIEDAD DE GESTIÓN Y EL DEPOSITARIO. 5.4. DISOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN DEL FII.

## 1. PREÁMBULO

Los Fondos de Inversión Inmobiliaria se institucionalizaron en España a través de la Ley 19/1992, de 7 de julio, como una nueva modalidad de las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante IIC). Desde entonces, a pesar del carácter inmobiliario de los bienes que integran el patrimonio de su activo y los interrogantes que se suscitan en torno a la titularidad dominical de los mismos y las relaciones jurídicas entre los sujetos que intervienen en la vida de estas nuevas instituciones, carentes de personalidad jurídica y sin parangón entre las ya consagradas en nuestro ordenamiento, ningún civilista de nuestro país se ha ocupado del tema. Tal vez este desinterés obedece al extendido prejuicio de que el estudio de las Instituciones de Inversión Colectiva, en general, y de los Fondos de Inversión, en particular, compete al Derecho Mercantil. Afirmación frente a la cual, sin entrar en este momento en cuestiones dogmáticas relativas al controvertido deslinde del Derecho Mercantil y el Derecho Civil y al carácter interdisciplinar y complejo de la figura que nos ocupa, no podemos mas que reaccionar críticamente.

Hasta la Ley de 1992, la Ley 46/1984, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva tan sólo se ocupaba de los Fondos de Inversión Mobiliaria, es decir, de aquéllos cuyo trasfondo patrimonial está constituido por valores, principalmente bursátiles, y otros activos financieros, tales como

divisas, pagarés, certificados de depósito, etc. En ese marco, tal vez carecía de menor justificación que los civilistas entrasen en el estudio de esta nueva figura jurídica. Pero, desde 1992, modificada la primitiva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, pese a que los fondos inmobiliarios nacieron como un subtipo de los fondos de inversión mobiliaria, se ha incidido en un sector inequívocamente civil, como es el inmobiliario, lo cual nos obliga a pronunciarnos y a bucear en esta temática. Además, a poco que nos aproximemos al tema, se constata que la regulación de los Fondos de Inversión, en general, y de los inmobiliarios, en particular, no sólo se sustenta sobre conceptos tradicionalmente acuñados y estudiados en sede de Derecho Civil, sino que además su configuración jurídica suscita toda una serie de interrogantes cuya respuesta también compete de forma inmediata a esta disciplina. En este sentido, cabe destacar que los Fondos de Inversión son regulados como patrimonios carentes de personalidad jurídica (1); que los copartícipes de los fondos, que son los que adquieren participaciones en los mismos, son titulares de las partes alcuotas en que se divide el patrimonio del Fondo (2), a pesar de lo cual no ostentan facultades de administración ni disposición sobre los bienes que integran dicho patrimonio; que estos bienes se han de inscribir en el Registro de la Propiedad a nombre del Fondo, a pesar de su carencia de personalidad jurídica (3); que una sociedad gestora ejerce las facultades dominicales sobre los bienes del Fondo sin ser su propietaria (4) y actúa en representación del mismo (5); y, en fin —baste por ahora—, que hay una entidad depositaria a la que le compete la custodia de los bienes del Fondo y la vigilancia de la labor de la gestora (6). En definitiva, la Ley principal en la materia no ha hecho más que recoger conceptos del Derecho Civil, como no podía ser de otra manera en cuanto sede más elaborada de los conceptos jurídicos, resultando nuestra disciplina recurso ineludible para dar soporte a las instituciones que elabora el Derecho de la economía contemporánea (7). Ello justifica, incluso obliga, abordar su tratamiento también en esta sede, sin perder de vista en ningún caso su carácter interdisciplinar (8).

---

(1) Cfr. artículo 3.1 de la vigente Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobada el 4 de noviembre de 2003.

(2) Cfr. artículo 7.1 LIIC.

(3) Cfr. artículo 38 LIIC.

(4) Cfr. artículo 3.1 LIIC.

(5) Cfr. artículo 40.1 LIIC.

(6) Cfr. artículo 57 LIIC.

(7) Cfr. BONNEAU, «Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil», en *Rev. Trim. Dr. Civ.*, 90 (1), janv.-mars 1991, pág. 48, quien añade también que el estudio de estas instituciones que exige el mundo moderno, propicia la siempre conveniente evolución de las concepciones civilistas.

(8) En este sentido, podemos hacer nuestras las palabras de TAPIA HERMIDA («Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Derecho español y en el Derecho portugués», en

Justificado nuestro propósito de aproximarnos al análisis de los Fondos de Inversión Inmobiliaria desde la óptica del Derecho Civil, por lo que se refiere a la importancia del tema hay que subrayar que nos encontramos ante una institución compleja, tanto desde el punto de vista funcional, como institucional, y con importantes virtualidades en el orden económico-social.

Desde un punto de vista funcional, los Fondos de Inversión Inmobiliaria están llamados a desempeñar una doble función. De un lado, al configurarse como IIC están llamados a canalizar el ahorro de una colectividad de sujetos, y ello con el objetivo de invertirlo en inmuebles de naturaleza urbana, con el propósito de obtener un rendimiento colectivo a través de su explotación en alquiler. Esta función tiene especial importancia en la actualidad, fundamentalmente para el pequeño y mediano inversor, ya que no sólo le permite invertir en el mercado inmobiliario sin tener que desembolsar las ingentes sumas que hoy exige la adquisición del dominio de un inmueble a título individual, sino que además le evita otras desventajas nada despreciables de la inversión inmobiliaria, tales como los abultados gastos e impuestos de la adquisición y de la desinversión, la gestión permanente del inmueble y la falta de inmediata liquidez de lo invertido, en caso de que se necesite recuperar. Por otro lado, estas instituciones, como el resto de las de inversión colectiva, presentan las ventajas de diversificar riesgos y ofrecer una gestión profesional de la inversión realizada; y a todo ello se añade el atractivo de la consideración de los inmuebles como inversión refugio, en tanto activos rentables y seguros a largo plazo, ajenos a las fluctuaciones propias de los valores mobiliarios (9). En definitiva, desde este punto de vista hay que destacar que la institucionalización en nuestro ordenamiento de los Fondos de Inversión Inmobiliaria ha venido a diversificar las instituciones del mercado de capitales y, por tanto, las posibilidades globales de inversión en él, con la consiguiente mejora del mismo (10).

---

*RDBB*, núm. 32, 1988, pág. 785), cuando afirma que «nos disponemos a analizar una figura extremadamente compleja, que encierra graves problemas de intersección entre el Derecho Civil y el Derecho Mercantil, cuyo desarrollo está en gran parte determinado por consideraciones de naturaleza fiscal».

(9) La doctrina insiste en que la inversión en los Fondos de Inversión Inmobiliaria ha de ser una inversión a largo plazo, subrayando por ésta y otras razones, que nos encontramos ante una oferta de inversión complementaria y no sustitutiva de los Fondos de Inversión Mobiliaria, que con ellos contribuyen al fomento del ahorro y a la mayor productividad de ese ahorro para la economía, al menor coste (cfr. LÓPEZ MILLA, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en España», en *Documento de Trabajo*, núm. 9703, febrero de 1997, Universitat de Alicante, págs. 9, 61 y 62; URETA, «Fondos de Inversión Inmobiliaria (I)», en *Actualidad Financiera*, mayo 1993, pág. 131).

(10) Sobre su papel en el mercado financiero, vid. LÓPEZ MILLA, *ob. cit.*, págs. 61 y 62; TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, pág. 794; URETA, *ob. cit.*, págs. 131 y 133.

En segundo lugar, concretado su objeto en la inversión en inmuebles urbanos para su explotación en alquiler, se ha visto en ellos un privilegiado instrumento para intervenir en el mercado de la vivienda, a través del fomento de la oferta de viviendas en alquiler (11). Efectivamente, estos fondos pueden cumplir una importante función social en este aspecto, al canalizar nuevos flujos de capital para la inversión en vivienda en uso y no en propiedad, lo que incidiría en el necesario abaratamiento de este bien de consumo de primera necesidad (12). Para incentivar este tipo de inversión, se otorgan significativos beneficios fiscales a aquellos fondos que inviertan al menos la mitad de su activo en inmuebles destinados a vivienda, equiparándose a ellos a estos efectos las residencias estudiantiles y las de la tercera edad (13). Es bien sabido que este objetivo es perseguido por el Gobierno y el legislador español desde hace años, dada la marcada preferencia existente en nuestro país por la

---

(11) Sobre su papel en el mercado inmobiliario, vid. LÓPEZ MILLA, *ob. cit.*, págs. 50 y sigs.; TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, 794; y, con una visión crítica, URETA, *ob. cit.*, págs. 131 y 133.

(12) Éste ha sido el caso de los fondos inmobiliarios suizos que desde que comenzaron su andadura en los años treinta, como señala OSÁCAR GARAICOHEA (*Manual de los Fondos de Inversión Inmobiliaria*, Inversor Ediciones, S. L., Madrid, 1994, págs. 18 y 19), han centrado su inversión en vivienda, lo que se explica porque se trata de un país de inmigración y con numerosos residentes extranjeros, con una legislación que dificulta la adquisición de vivienda en propiedad, determinando que la necesidad de viviendas en alquiler haya sido cubierta en parte por los fondos inmobiliarios.

(13) A este respecto, cfr. el nuevo apartado 19 añadido a la letra B) del apartado I del artículo 45 del Texto Refundido del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, introducido por la DF 1.ª de la LIIC de 2003; así como la redacción dada al artículo 26.5 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto de Sociedades, por la DF 2.ª de la LIIC.

En coherencia con ello, los escasos fondos inmobiliarios españoles existentes al cierre de 2001 —tan sólo cuatro— centraron su inversión en vivienda. Al cierre de dicho ejercicio económico, estos cuatro fondos movían 1.478 millones de euros y contaban con 47.564 partícipes (fuente EL PAÍS, *Negocios*, 17 febrero 2002, pág. 23). No obstante, hay que destacar que en un principio, y a pesar de los incentivos fiscales previstos para aquellos Fondos que centraran su inversión en vivienda, estos Fondos optaron por diversificar sus inversiones inmobiliarias, al parecer, no sólo porque existía mayor incertidumbre sobre la evolución del mercado de la vivienda, sino porque los gestores consideraron que las oficinas y los locales comerciales podían ofrecer en esos momentos rentabilidades más elevadas, que compensaban las desventajas fiscales aparejadas a esta opción, añadiéndose a todo ello la escasa importancia de nuestro mercado de viviendas en alquiler, no sólo en el lado de la oferta, sino también en el de la demanda (en este sentido, aportando los resultados económicos obtenidos por estas instituciones desde su constitución en 1994 hasta 1996, cfr. LÓPEZ MILLA, *ob. cit.*, págs. 67 y sigs.).

Tras este cambio de la política inversora de estas instituciones pueden advertirse diversos factores, legislativos (modificación de la legislación de arrendamientos urbanos y flexibilización de la propia regulación de los FII), económicos (incremento del precio de la vivienda) y sociales (incremento de la demanda de vivienda en alquiler, sobre todo por parte de ciertos sectores de la población, como jóvenes e inmigrantes).

adquisición en propiedad de la vivienda, frente a su arrendamiento, y desde un principio fue expresamente destacado por nuestro legislador como el factor determinante de la regulación de los Fondos (14), pero resulta especialmente oportuno en el momento actual. De un lado, porque la fuerte inflación de los precios experimentada en el mercado inmobiliario durante la última década dificulta el acceso a la propiedad cada vez a mayores sectores de la población (pensemos en particular en los jóvenes y en la creciente población inmigrante), imponiendo hallar fórmulas que les faciliten el acceso a una vivienda digna. Por otro lado, porque en este mismo período la adquisición de vivienda en propiedad ha dado lugar a unas cotas de endeudamiento de la población —animada por los bajos tipos de interés imperantes en los últimos años— que han hecho encender todas las alarmas económicas ante la situación que podría plantearse en caso de una subida de los tipos de interés. En coherencia con ello, en estos días el Gobierno se plantea la posibilidad de una nueva reforma del régimen jurídico de los Fondos de Inversión Inmobiliaria, ampliando su objeto a la promoción inmobiliaria, con el propósito de incrementar la oferta de viviendas en alquiler y coadyuvar con ello a la solución del grave problema que representa en la actualidad el acceso a la vivienda.

No obstante, yendo más allá de estas grandilocuentes manifestaciones acerca de la función social de los Fondos de Inversión Inmobiliaria, hay que tener presente que la institucionalización de estos Fondos también comporta dotar a los poderes financieros de un instrumento más de control de la riqueza, en este caso inmobiliaria, y del que obtener negocio, que reproduce fielmente el fenómeno denunciado hace décadas por ASCARELLI y GALGANO, de la escisión entre la titularidad del derecho y los poderes sobre el mismo, o sea, entre la propiedad y el control de la riqueza (15). Ello conlleva, además, que

---

(14) De hecho, tras fallidos intentos de años anteriores, se decidió acometer la regulación de los FII dentro del «paquete de medidas» de política de vivienda aprobado por el Consejo de Ministros el 10 de mayo de 1991, para fomentar las viviendas en alquiler, por lo que la propia Exposición de Motivos de la Ley 19/1992 destaca esta función social de los FII. Igualmente, el Preámbulo de la Orden Ministerial de 24 de septiembre de 1993 (BOE 5-10-1993; parcialmente derogada por el Real Decreto 845/1999, de 21 de mayo), que regula los aspectos financieros de los fondos de inversión inmobiliaria, destaca que estas fórmulas de inversión nacen con la vocación de invertir en inmuebles en alquiler, lo que les otorga —sobre todo 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. En este sentido, destaca el notable arraigo y utilidad de estas instituciones en otros países.

(15) En la misma línea, pero con específico referente a los Fondos de Inversión Inmobiliaria, TAPIA HERMIDA (*ob. cit.*, pág. 813, n. 80) señala que en su gestión «se manifiesta, una vez más, uno de los fenómenos más característicos de la inversión actual: la escisión progresiva entre propiedad y administración». A su vez, URETA (*ob. cit.*, pág. 130) ve en la aparición de los FII «una manifestación más de la mutación de la

el intermediario financiero se aproveche de los beneficios de la inversión y ostente los poderes de gestión sobre los bienes que constituyen su objeto, sin soportar los riesgos de la misma, ya que éstos —aunque diversificados— van a parar a los inversores.

Pero, si las virtualidades prácticas de esta figura justifican sobradamente su estudio, hay que destacar que la complejidad de la configuración jurídica de los FII no hace sino confirmar la oportunidad del mismo. De un lado, y como hemos anticipado, hay que tener presente que aunque las IIC han encontrado su encaje tradicionalmente en el Derecho Mercantil, desde el momento en que despliegan su actividad en el mercado inmobiliario se adentran en el terreno propio del Derecho Civil, dando lugar a una nueva y peculiar problemática, a la que son ajenas las IIC financieras. Por otro lado, el origen anglosajón de los Fondos de Inversión y, más concretamente, su entronque con una figura carente de parangón en nuestro ordenamiento como es el *trust* (16), dificulta la determinación de su naturaleza jurídica y, por ende, la de la posición jurídica de cada uno de los sujetos implicados en su desenvolvimiento. Básicamente, nos encontramos ante una IIC carente de personalidad jurídica, que dispone de un patrimonio inmobiliario, obtenido a partir de las aportaciones realizadas por sus partícipes, los cuales no ostentan poder alguno de administración o disposición sobre dicho patrimonio, asumiendo dicha función una Sociedad gestora, supervisada por un Depositario. A partir de este somero esquema, los interrogantes que se suscitan, desde la óptica del Derecho Civil, son numerosos: ¿nos encontramos ante una situación de cotitularidad, ante un patrimonio separado, ante un patrimonio colectivo?, ¿cuál es el fundamento jurídico de los poderes de administración y disposición del patrimonio del fondo que ostenta la sociedad de gestión?, ¿cuál es la relación jurídica que liga a los partícipes con el Fondo y a aquéllos con la sociedad gestora y el depositario? Y un largo etcétera.

En definitiva, la riqueza y complejidad de las cuestiones que plantean los Fondos de Inversión Inmobiliaria no hacen más que poner de manifiesto la

---

relación clásica entre propiedad mobiliaria y propiedad inmobiliaria, mutación que hace que la mobiliaria adquiera progresivamente más importancia, al prevalecer el aspecto dinámico del tráfico mercantil en masa sobre el aspecto estático de la seguridad en la titularidad jurídica».

(16) Este origen de la figura de los Fondos es puesto de manifiesto unánimemente por la doctrina. Por todos, vid. LLEVADOT ROIG, «Los llamados fondos de inversión inmobiliaria. Sus problemas y bases de una posible regulación», en *RJC*, enero-marzo 1973, pág. 37; 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; TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, págs. 786, 796 y 819; y USTARROZ UGALDE, «La naturaleza jurídica de los fondos de pensiones», en *RDBB*, julio-septiembre 1987, págs. 587 y sigs., en particular 589, donde pone de relieve que los Fondos de Inversión constituyen la mejor traducción en nuestro ordenamiento de la figura del *trust*, aunque sin equipararse a ella.

necesidad de clarificar su régimen sustantivo, ya que sólo así se logrará que estos instrumentos sean útiles —como lo han sido en otros países de nuestro entorno— tanto para satisfacer los intereses particulares de los inversores que confíen en ellos sus ahorros, como para la consecución de los objetivos de política económica y social que se les imputan.

## 2. EL MARCO NORMATIVO

La primera alusión legislativa en nuestro ordenamiento jurídico a la inversión colectiva en inmuebles a través de Fondos se remonta al Decreto Ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades de Inversión Inmobiliaria, cuyo artículo 8 disponía que «podrán crearse Fondos de Inversión cuyo fin exclusivo sea la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de acciones de sociedades cuyo único objeto social sea la posesión y administración de inmuebles, su compraventa, explotación, edificación, urbanización, parcelación y, en general, cuantas actividades se relacionen con la propiedad inmobiliaria» (17).

Como se observa, en realidad esta norma no aludía a los Fondos de Inversión Inmobiliaria en sentido estricto, en tanto IIC de carácter no financiero, cuyo objeto es la inversión en bienes inmuebles para su explotación; sino Fondos de Inversión Mobiliaria especializados en la inversión en sociedades cuyo objeto social estuviera relacionado con la propiedad inmobiliaria y, por tanto, de carácter financiero (18). Además, esta mención legal no fue desarrollada reglamentariamente, por lo que quedó sin aplicación práctica.

Aunque en los años sucesivos se advertía desde el propio Gobierno la conveniencia y la utilidad del desarrollo de la inversión colectiva en inmuebles, fundamentalmente para incentivar el mercado de viviendas en alquiler (19), tampoco la Ley 46/1984, de 25 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva (20) aludió de forma expresa a los Fon-

---

(17) A este antecedente de la regulación de los FII aluden, entre otros, LLEVADOT ROIG, *ob. cit.*, pág. 41; LÓPEZ MILLA, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en España», *cit.*, pág. 10; TAPIA HERMIDA, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Derecho español y en el Derecho portugués», *cit.*, pág. 798; URETA, «Fondos de Inversión Inmobiliaria (I)», *cit.*, pág. 132.

(18) Vid. TAPIA HERMIDA, *ob. y loc. cit.*

(19) Así, entre los objetivos programáticos del III Plan de Desarrollo Económico y Social para el cuatrienio 1972-1975 se disponía que «se estimulará la construcción de viviendas para su explotación en régimen de alquiler a fin de dotar de mayor movilidad a la población laboral y en general, a todo tipo de actividad económica. La aportación de recursos privados a esta finalidad se facilitará mediante la constitución de Fondos de Inversión mobiliaria». Afirmación esta última coherente con lo dispuesto en el Decreto-Ley de 1964.

(20) BOE 27-12-1984.

dos de Inversión Inmobiliaria, ni en la modalidad de fondos mobiliarios especializados contemplada en el Decreto-ley de 1964, ni como fondos de inversión en inmuebles *strictu sensu*. No obstante, no cabe duda que estos últimos implícitamente tenían cabida dentro de las «Instituciones de Inversión Colectiva no financieras» contempladas en el Título II de la Ley. Pero su regulación se limitó a una remisión al régimen general de las IIC, claramente insuficiente para dar respuesta a las necesidades e interrogantes que suscitaba la implantación en nuestro ordenamiento de esta nueva figura jurídica de raíces foráneas (21).

Hubo que esperar hasta el año 1992 para que los Fondos de Inversión Inmobiliaria se institucionalizaran en nuestro ordenamiento. De ello se ocupó la ya referida Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria (22), reformando la Ley marco en la materia, que era la Ley 46/1984. Haciendo un inciso en la exposición de la evolución normativa de los Fondos de Inversión Inmobiliaria, hay que destacar que esta Ley ha sido recientemente derogada y reemplazada por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, LIIC) (23), cuyos artículos 34 a 38 se ocupan específicamente del tema que nos ocupa.

A su vez, el Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo, adaptó a las peculiaridades de las Sociedades y los Fondos de Inversión Inmobiliaria el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva de 1984, aprobado por el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre (en adelante, RIIC) (24), reformando los artículos 72 a 74 del mismo. Este cuadro normativo se completó a través de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 24 de septiembre de 1993, que reguló toda una serie de cuestiones particulares que planteaba la articulación de los Fondos Inmobiliarios en atención a la naturaleza de los bienes que componen su patrimonio y que requería una norma-

---

(21) Ante esta situación, ya antes de la LIIC de 1984, la demanda de inversión colectiva en bienes inmuebles trató de atenderse a través del empleo de figuras jurídicas pensadas para otros fines (multipropiedad, sociedad en comandita por acciones, contrato de cuentas en participación), con resultados poco satisfactorios (cfr. LÓPEZ MILLA, *ob. cit.*, pág. 11; TAPIA HERMIDA, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Derecho español y en el Derecho portugués», *cit.*, págs. 805 y 806). Con posterioridad a esta Ley, la doctrina continuó llamando la atención sobre la necesidad de dotar de un adecuado estatuto legal y fiscal a los FII para que su implantación en nuestro ordenamiento tuviera verdadera virtualidad práctica, haciendo propuestas de *lege ferendae* en este sentido, inspiradas fundamentalmente en el régimen de los FIM (al respecto, cfr. LLEVADOT ROIG, *ob. cit.*, págs. 47 y sigs.; TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, págs. 811 y sigs.).

(22) BOE 14-7-1992.

(23) BOE 5-11-2003.

(24) La nueva LIIC no ha derogado este texto, pero presumiblemente su vigencia es meramente provisional, en tanto en cuanto no se lleve a cabo el desarrollo reglamentario de la Ley al amparo de su Disposición Final quinta.



tiva específica. Aunque cabe objetar que, dada la importancia e implicaciones del tema, resultaba poco adecuado el molde legal escogido, esto es, el de una simple Orden Ministerial.

La rigidez de la regulación consagrada en esta normativa, especialmente por razón de las limitaciones relativas a los inmuebles susceptibles de inversión, supuso un lastre a la expansión de las entidades de inversión inmobiliaria, y por tanto a la consecución de los objetivos de política económica social que se les atribuían. Ello ha determinado sucesivas reformas dirigidas a flexibilizar su régimen jurídico (25). Entre los cambios más significativos cabe destacar la extensión de beneficios fiscales a Fondos que no ceñían su objeto estrictamente al arrendamiento de viviendas (26), así como la eliminación de diversas restricciones operativas que antes pesaban sobre los FII. En este

---

(25) Las modificaciones han afectado a la LIIC, al Reglamento de la misma y a la Orden de 1993. Concretamente, la Ley 20/1998, de 1 de julio (*BOE* núm. 157, de 2 de julio), modificó los artículos 33, 34 bis y 35 bis de la LIIC de 1984, y el Real Decreto 845/1999, de 21 de mayo, modificó el Reglamento de esta Ley en sus artículos 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 (*BOE* núm. 265, de 5 de noviembre). A la espera del desarrollo reglamentario de esta Ley, sigue en vigor el Reglamento de 1990, cuya última reforma tuvo lugar en virtud del Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero (*BOE* núm. 42, de 17 de febrero).

(26) La doctrina había criticado el lastre que suponía para la implantación y expansión de estas nuevas IIC el ceñir su empleo al fomento de la vivienda en alquiler. En este sentido, cfr. LLEVADOT ROIG, *ob. cit.*, págs. 57 (especialmente, la n. 75) y 79 y sigs.; y, en particular, URETA, *ob. cit.*, pág. 133, quien tras calificar dicho enfoque de política legislativa de «profundamente desacertado», afirma que «mutilar los FII de la forma que lo ha hecho la Ley 19/92, de 7 de julio, es, en nuestra modesta opinión, la fórmula más idónea para asegurar su fracaso».

Finalmente, la Ley 20/1998, tras admitir en su Exposición de Motivos que las cautelas y garantías establecidas en la normativa originaria de estas instituciones han impedido un adecuado desarrollo de las mismas, con el consiguiente incumplimiento del objetivo para el que fueron creadas, como «pieza de la política gubernamental de vivienda», dio nueva redacción al artículo 35 bis.1 de la LIIC extendiendo el privilegiado régimen fiscal de los FIM a los FII que invirtieran, al menos, el 50 por 100 del total de su activo en viviendas para su arrendamiento, residencias estudiantiles y residencias de la tercera edad. A su vez, la nueva redacción del artículo 72.4 del RIIC, dada por el Real Decreto 1393/1999, precisó que se entenderá por residencia estudiantil los inmuebles diseñados o adaptados específicamente para acoger estudiantes que estén reconocidos oficialmente como tales, y por residencias de la tercera edad los inmuebles diseñados o adaptados específicamente para acoger a personas de la tercera edad, que hayan sido autorizadas oficialmente como tales. En ningún caso, el fondo o la sociedad podrá explotar el negocio y servicios anexos a los inmuebles integrantes de su activo, entre ellos los de las residencias estudiantiles y de la tercera edad, más allá del arrendamiento del local. Finalmente, la vigente LIIC mantiene el régimen fiscal favorable para los FII que tengan invertido, al menos, la mitad de su activo en los inmuebles señalados en su DF 1.ª, con relación al Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, y en su DF 2.ª, con respecto al Impuesto de Sociedades.

aspecto, la reforma afectó en concreto a permitir que los partícipes del Fondo pudieran ser arrendatarios de los inmuebles que integran su activo y que aportaran al Fondo bienes no dinerarios, o sea, que el partícipe pueda adquirir participaciones en el Fondo a cambio de ceder a éste la titularidad de un inmueble y no sólo cantidades en efectivo, que era lo único permitido en la primitiva redacción de la LIIC y su Reglamento (27). Asimismo, a diferencia del régimen anterior que sólo permitía a los FII adquirir edificios terminados y en propiedad (28), 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 plano (29), que adquieran opciones de compra sobre inmuebles (30) y derechos reales inmobiliarios distintos del dominio y concesiones administrativas que confieran la facultad de arrendar inmuebles (31).

En definitiva, todas estas reformas se han orientado a flexibilizar el régimen de los Fondos de Inversión Inmobiliaria, con el propósito de animar su constitución e incrementar la confianza en ellos de los inversores, sin descuidar en ningún caso sus virtualidades de política económico-social. Pero, hay aún una significativa actividad excluida de nuestros Fondos de Inversión Inmobiliaria, en contraste con otros de nuestro entorno. Se trata de la posibilidad de que los Fondos no se limiten a adquirir inmuebles ya construidos o en construcción, sino que ellos mismos puedan llevar a cabo actividades de

---

(27) Con tal objeto, la Ley 20/1998 modificó la redacción originaria de las letras *a*) y *b*) del artículo 33 de la LIIC de 1984. A su vez, el Real Decreto 845/1999 dio nueva redacción a los artículos 72 y 74 del Real Decreto 1393/1990.

(28) 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.

(29) 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 Real Decreto 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).

(30) 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.

(31) 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.

promoción (32). Esta posibilidad permitiría que su influencia en el mercado inmobiliario fuera mucho mayor, no sólo porque permitiría a los Fondos acceder a mejores oportunidades de inversión de aquéllas con las que cuentan al estar limitados a adquirir en el mercado tan sólo inmuebles ya construidos o en fase de construcción, lo que a su vez redundaría en un mayor y más satisfactorio aumento de la oferta de vivienda en alquiler. También porque ello incrementaría la transparencia y eficiencia de un mercado tan opaco como el inmobiliario, a resultados del carácter profesional de la gestión de los Fondos y las estrictas obligaciones de información y publicidad a las que está sujeta su actividad, y probablemente contribuiría a moderar los exorbitados niveles de especulación que en los últimos años vienen caracterizando a este mercado (33). No es de extrañar por ello, que el Gobierno actual se esté planteando la posibilidad de reformar en este sentido la regulación de los Fondos, tarea que podría acometerse con ocasión de la necesaria reforma del Reglamento de la LIIC que impone la nueva redacción de ésta. De modo que será preciso estar atento a las novedades que en este sentido pueda ofrecernos el futuro inmediato.

### 3. LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA COMO INSTITUCIÓN DE INVERSIÓN COLECTIVA NO FINANCIERA

Como ya se ha señalado, los Fondos de Inversión Inmobiliaria se configuran como un subtipo de los Fondos de Inversión y, más en general, como una IIC no financiera (34).

Ubicado el tema en este marco, conviene precisar someramente dos cuestiones generales. De un lado, la razón de existir de los instrumentos de inversión colectiva. De otro, la determinación de sus clases, al objeto de precisar en cuál o cuáles de ellas se incardinan los Fondos de Inversión Inmobiliaria.

Por lo que respecta a la primera cuestión, hay que destacar que desde su origen británico, en la segunda mitad del siglo XIX (35), la finalidad primordial que se persigue a través de las IIC, en general, y de los Fondos, en

---

(32) Pueden adquirir terrenos y llevar a cabo operaciones de promoción inmobiliaria, dentro de ciertos límites, dirigidos fundamentalmente a evitar una excesiva concentración de riesgos, los Fondos suizos y los alemanes (vid. LÓPEZ MILLA, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en España», *cit.*, pág. 18).

(33) En este sentido, cfr. LÓPEZ MILLA, *ob. cit.*, págs. 52, 58, 76 y 80.

(34) Cfr. el artículo 1.3, así como el Título III de la LIIC (en particular, los arts. 29 —que recoge el concepto de IIC financiera—, 34 —que da una definición, por defecto, de las IIC no financieras— y 35 —que define, en particular, las IIC no financieras inmobiliarias, admitiendo su doble configuración como Sociedades y Fondos—).

(35) Para una reseña histórica, vid. NIGRO, voz «Investment trust», en *Novissimo Digesto Italiano*, Giuffrè, Ed. Varese, 1972, págs. 694 a 696.

particular, es invertir en una pluralidad de bienes, con objeto de diversificar los riesgos de la inversión y soslayar el inconveniente de las empresas o sociedades tradicionales, dedicadas a un sólo negocio o actividad (36). Así, el Fondo, por definición, invierte en una pluralidad de valores, y el inmobiliario, en particular, recae sobre varios inmuebles —preferiblemente con localización geográfica diversa— con objeto de no concentrar los riesgos de la inversión en un solo inmueble (37). A ello se une el atractivo y la ventaja de contar con una gestión profesional y especializada de la inversión realizada, cuyos costes son distribuidos entre la colectividad de inversores, y que sin embargo podrían resultar excesivos para el inversor individual. Además, estas entidades están sujetas a supervisión pública, lo cual constituye una garantía adicional para el inversor (38).

Por lo que se refiere a su clasificación, en atención a la composición de su patrimonio, se distingue entre IIC financieras y no financieras, ubicándose los Fondos de Inversión Inmobiliaria dentro de las segundas (39). Serán financieras aquellas instituciones que inviertan su patrimonio en ac-

---

(36) El principio de diversificación de riesgos es la esencia de las instituciones de inversión colectiva. En este sentido, la Exposición de Motivos y el artículo 23 de la LIIC de 2003 concretan los tres principios rectores de la política de las instituciones de inversión colectiva en la liquidez, la diversificación de riesgos y la transparencia.

También la doctrina subraya unánimemente esta nota como cualificadora de las IIC. Por todos, cabe aludir la definición que de las mismas dan ONTIVEROS y VALERO (*Introducción al sistema financiero español*, Civitas, 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».

(37) El principio de diversificación de riesgos, en sentido estricto, está pensado para las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero, tal y como lo concreta el artículo 30.2 de la vigente LIIC. No obstante, el artículo 36.1 de la LIIC dispone que también las IIC inmobiliarias 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 fondos inmobiliarios que ningún bien, incluidos los derechos sobre los mismos, podrá representar más del 35 por 100 del activo total, según la última valoración de aquél, 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.

(38) Subrayan estos caracteres generales de las IIC, en general, por todos, LÓPEZ MILLA, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en España», *cit.*, págs. 4 y 5; TAPIA HERMIDA, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Derecho español y en el Derecho portugués», págs. 784 y 785.

(39) Sobre la clasificación de las IIC en financieras y no financieras, vid. por todos, SÁNCHEZ CALERO, «Uniones de empresa, grupos de sociedades e instituciones de inversión colectiva», en *Instituciones de Derecho Mercantil*, vol. 1, 17.<sup>a</sup> ed., EDESA, Madrid, 1994, pág. 597.

tivos e instrumentos financieros, incluyendo instrumentos derivados, acciones y participaciones de otras IIC y valores no cotizados, pudiendo adoptar en nuestro ordenamiento tan sólo la forma de fondo de inversión o de sociedad de inversión de capital variable (40). Por el contrario, serán no financieras aquellas que inviertan en activos de naturaleza no financiera (41). Este es el caso de las IIC inmobiliarias, en su doble configuración de sociedades y fondos de inversión, ya que como su propia denominación pone de relieve, no invierten su patrimonio —o, al menos, no mayoritariamente— en activos e instrumentos financieros (42), sino en inmuebles de naturaleza urbana. Esto se traduce necesariamente en ciertas peculiaridades de su régimen jurídico frente al propio de las IIC financieras, fundamentalmente en cuestiones tales como la política de inversión de unas y otras instituciones, la diferente materialización en unas y otras del principio de diversificación de riesgo, en la necesidad de las no financieras de que su política de inversión respete un coeficiente de liquidez que compense la menor liquidez de sus activos, en su régimen de disolución y liquidación, etc. De la forma en que nuestro legislador ha resuelto estas cuestiones en el caso de los Fondos de Inversión Inmobiliaria nos ocuparemos a continuación.

En atención a su estructura u organización se pueden distinguir también dos tipos de IIC: las de estructura contractual y las que adoptan una estructura estatutaria. La fórmula contractual, que es la propia del Fondo de Inversión en sentido estricto (tanto mobiliario, como inmobiliario), comporta una estructura trilateral, es decir, la presencia de tres sujetos (43): los partícipes, a partir de cuyas aportaciones se constituye el patrimonio del Fondo (44); la Sociedad de gestión, encargada de la administración del mismo (45) y el Depositario, a quien compete la custodia de los activos financieros que puedan integrar el patrimonio del Fondo, así como la vigilancia de la gestión de

---

(40) Cfr. el apartado III de la Exposición de Motivos, el artículo 1.3 y los artículos 29 y sigs. de la LIIC de 2003.

(41) El artículo 34 LIIC no precisa cuál ha de ser el objeto de la inversión de estas instituciones, definiéndolas por exclusión como aquellas que no estén contempladas en el artículo 29, es decir, que no entren dentro de la categoría de IIC financieras. Acto seguido se refiere expresamente a las de carácter inmobiliario, dejando abierta esta categoría con una simple alusión a «otras IIC no financieras, distintas de las IIC inmobiliarias» (art. 39).

(42) Como veremos a continuación, cabe la posibilidad de que cierto porcentaje de su patrimonio esté invertido en activos financieros o efectivo, al objeto de garantizar un nivel mínimo de liquidez (vid. *infra*, apdo. 5).

(43) Cfr. el artículo 3.1 de la LIIC. Asimismo, destaca esta nota como común a todo tipo de instituciones financieras procedentes del *contractual investment trust*, TAPIA HERMIDA, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Derecho español y en el Derecho portugués», *cit.*, pág. 813, en particular n. 79.

(44) Cfr. el artículo 5 de la LIIC.

(45) Cfr. el Título IV de la LIIC, artículos 40 y sigs.

la Sociedad Gestora (46). La estructura estatutaria, sin embargo, organiza la actividad de gestión patrimonial a través de un único sujeto de Derecho, la Sociedad de Inversión, de la cual los inversores devienen socios (47). Esta fórmula es la usual en Estados Unidos, al menos en materia inmobiliaria, en los llamados *real estate investment trust*. En cambio, la contractual es la que predomina en Europa, con la excepción de Francia, donde imperan las sociedades de inversión (*SICAV*), sin que la Ley excluya la modalidad contractual (*fond commun de placement*) en el ámbito de las instituciones de carácter financiero (48).

En nuestro país, el legislador de 1984 también consagró la admisibilidad de estos dos tipos de organización, manteniéndose esta opción en la normativa vigente. De modo que en la Ley reguladora de las instituciones de inversión colectiva tienen cabida tanto las sociedades de inversión, como los fondos de inversión. No obstante, el legislador mostró expresamente su preferencia por la fórmula de los Fondos y en la práctica no cabe duda que es la que ha tenido un mayor desarrollo. Presumiblemente, este mayor éxito de la fórmula contractual, frente a la societaria, obedece a que los fondos fueron configurados en nuestro ordenamiento como IIC de carácter abierto (49), lo cual hace que aparte de tener todas las ventajas de las sociedades de inversión, tengan el atractivo añadido de la liquidez de la suscripción. Para comprender esta afirmación es preciso hacer referencia a una ulterior clasificación de las IIC de gran trascendencia práctica, aquella que distingue entre las de carácter abierto y las de carácter cerrado.

Las IIC de carácter abierto (*open fund*) se caracterizan porque su volumen patrimonial no ha de mantenerse constante, admitiéndose que los inversores puedan en cualquier momento dirigirse a la entidad para comprar o vender participaciones de la misma. De modo que su patrimonio se modificará en función del incremento o la reducción del volumen de títulos en circulación. Consecuentemente, una parte del patrimonio de estas instituciones deberá ser líquida o liquidable, para hacer frente a los aumentos en las

---

(46) Cfr. el Título V de la LIIC, artículos 57 y sigs.

(47) Su origen es el denominado *statutory investment trust* (TAPIA HERMIDA, *ibidem*, pág. 786).

(48) Sobre el mayor volumen en Francia de las sociedades de inversión frente a los fondos, vid. BONNEAU, «Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le Droit civil», en *Rev. Trim. Dr. Civ.*, 1990 (1), janvier-mars 1991, pág. 3.

(49) Así se deduce de los caracteres que el artículo 7 de la LIIC predica de las participaciones. En particular, el artículo 7.3 LIIC permite al partícipe en cualquier momento en que lo desee salirse del fondo y exigir el reembolso de su participación con arreglo al valor que tenga en ese momento, precisando en su apartado 2 que el valor liquidativo de cada clase de participación será el que resulte de dividir el valor de la parte del patrimonio del fondo que corresponda a dicha clase por el número de participaciones de esa clase en circulación.

solicitudes de rescate que no se vean compensados por nuevas suscripciones. A raíz de ello, otra peculiaridad de las mismas es que el valor de sus participaciones se fijará a partir del valor total del patrimonio de la institución, más concretamente, dividiendo dicho valor por el número de participaciones en circulación.

A diferencia de las anteriores, en las IIC cerradas (*closed fund*) existe predeterminado un volumen patrimonial que se pretende mantener constante a lo largo del tiempo. Ello determina que una vez colocadas todas las participaciones, no podrán suscribirse nuevas si ningún partícipe está dispuesto a vender sus participaciones; ni éste podrá deshacerse de ellas mientras no haya ningún inversor interesado en adquirirlas, ya que la institución de inversión no está obligada a reembolsarle su valor. De modo que, para coordinar la oferta y la demanda de participaciones, éstas deberán negociarse en un mercado secundario, en el que se fijará su valor (50).

Atendida esta distinción, hay que destacar que las sociedades de inversión, en particular las inmobiliarias, pertenecen a la categoría de las IIC cerradas (51), por lo que el inversor que desee salir de ellas sólo tiene la vía de vender sus títulos, sin que la sociedad de inversión esté obligada a reembolsarle su valor (52). Por el contrario, nuestro legislador ha optado por configurar los Fondos de Inversión mobiliarios e inmobiliarios como abiertos, a diferencia de otros ordenamientos europeos (53). Aunque, consciente de

---

(50) Sobre esta distinción, cfr. LÓPEZ MILLA, *ob. cit.*, pág. 6.

(51) Téngase en cuenta que las sociedades de inversión inmobiliaria han de configurarse como sociedades anónimas (art. 37.1 LIIC). Sin embargo, como novedad de la LIIC de 2003, se dispone que las sociedades de inversión mobiliaria o, si se prefiere, de carácter financiero, deberán configurarse como sociedades de capital variable, en las cuales sí se prevén ciertas medidas en orden a la liquidez de las acciones (cfr. Exposición de Motivos y art. 29 LIIC).

(52) Esta afirmación debe admitirse con matices en lo que respecta a las sociedades de capital variable, aunque nuestro ordenamiento no prevé la adopción de esta configuración más que por las IIC financieras, en ningún caso por las IIC inmobiliarias (cfr. nota precedente).

(53) En efecto, otros ordenamientos han configurado los Fondos de Inversión Inmobiliaria como cerrados, excluyendo el derecho de reembolso del partícipe. El ejemplo típico de fondo cerrado lo tenemos en los fondos de inversión inmobiliaria de Italia. En este país, pese a que en el ámbito de los mobiliarios se regulaban los dos tipos de fondos abiertos y cerrados, para los de inversión inmobiliaria se ha optado por la modalidad *closed fund* en la Ley número 86 de 25 de enero de 1994, sobre instituciones y disciplina de los fondos comunes de inversión inmobiliaria cerrados (sobre éstos cfr. TAPIA HERMIDA, «La nueva ley italiana sobre los fondos comunes de inversión inmobiliaria cerrados», en *RDBB*, núm. 65, 1994, págs. 777 a 781; BRANDA, «I fondi comuni di investimento immobiliare chiusi», en *Il fisco*, núm. 26, 1994, págs. 6313 y sigs.; ZITELLO, «Fondi comuni di investimento immobiliare chiusi: la nuova disciplina», en *R. Le Società*, núm. 3, 1994, págs. 301 y sigs.). Por su parte, la normativa portuguesa admite la configuración de los Fondos de Inversión en ambas modalidades, tanto la abierta como la cerrada (cfr. el art. 2.3 del Decreto-Ley núm. 229-C/88, de 4 de julio; así como TAPIA HERMIDA, «Los

que en los Fondos Inmobiliarios las peculiaridades del *open fund* se ven contrarrestadas en cierta medida por la falta de liquidez propia de los bienes inmuebles que integran su activo, aparte de adoptar las medidas oportunas para compensar esa falta de liquidez, puntualiza con prudencia su carácter de «semiabiertos» (54).

Recapitulando estas consideraciones en torno a la inversión inmobiliaria, única que aquí nos interesa, hay que subrayar que desde la reforma de la LIIC realizada en 1992 nuestro legislador ha mantenido las dos modalidades organizativas de las IIC no financieras inmobiliarias, de sociedad (*closed fund*) y fondo (*open fund*) (55), aunque mostrando una clara preferencia por esta última (56). Este criterio se homologa, en líneas generales, con el seguido en los países de nuestro entorno, cuyas legislaciones reguladoras se han inclinado mayoritariamente por el modelo Fondo. A título ilustrativo, este es el caso de Alemania, Italia, Portugal y Suiza (57), cuyas fórmulas habrán de servir de pauta comparatística para la interpretación de nuestras normas en la materia, en contraste con la opción del legislador francés (58). Es más, no

---

Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Derecho español y en el Derecho portugués», *cit.*, pág. 787).

(54) Cfr. el Preámbulo de la Orden Ministerial de 24 de septiembre de 1993. En la doctrina, subrayan este carácter, entre otros, LÓPEZ MILLA, *ob. cit.*, págs. 14 y 22, y SÁNCHEZ CALERO, *ob. cit.*, pág. 602.

(55) Tras dicha reforma, el artículo 33.6 de la LIIC de 1984 recogía nominalmente las dos modalidades de IIC inmobiliarias, calificándolas como instituciones de inversión colectiva no financieras. Pero, es sobre todo el RIIC en sus artículos 72, 72 bis, 73 y 74, el que dicta normas específicas para cada una de las dos modalidades. Por su parte, la vigente LIIC de 2003 contempla ambas modalidades con carácter general, para toda clase de IIC, en su artículo 1.2 y, en particular, atribuye a las de carácter inmobiliario la condición de IIC de carácter no financiero en su artículo 34, contemplando expresamente su configuración en cualquiera de las dos modalidades referidas en su artículo 35.3.

(56) Las personas que tengan la iniciativa de crear una IIC inmobiliaria son libres de optar por su configuración societaria o de fondo. No obstante, nuestro legislador parece mostrar preferencia por esta segunda modalidad, tal y como se desprende del preámbulo de la Orden Ministerial de 24 de septiembre de 1993, al afirmar que «aunque la Orden, en coherencia con las normas que desarrolla, regula tanto las Sociedades como los Fondos de Inversión Inmobiliaria, es esta última figura la que es objeto de una regulación más completa, debiendo constituir el Fondo de Inversión la fórmula ordinaria de Inversión Colectiva Inmobiliaria».

(57) PIETRA, «Cenni sulle caratteristiche comuni, le analogie e le differenze della disciplina giuridica dei fondi e di alcune società d'investimento immobiliare in diversi paesi europei: Francia, Germania, Olanda, Portogallo, Spagna e Svizzera», en la obra colectiva *I fondi comuni*, a cura de Velo e Fruscio, Giuffrè Ed. Milano, 1989, pág. 103.

(58) Los fondos de inversión inmobiliarios franceses, desde que se regularon por primera vez en 1970 y 1971, sólo admiten la fórmula de sociedad de inversión, prohibiéndose la de fondo propiamente dicha, y se configuran como sociedades civiles con una especial limitación de responsabilidad de los socios, en concreto el doble del valor de su aportación. Para éstos, cfr. JEANTIN, «L'investimento collettivo nelle settore immobiliare: l'esempio delle società civili di investimento immobiliare francesi», en la obra colectiva



sólo el legislador, sino también la práctica española se ha inclinado por el modelo Fondo, ya que las IIC inmobiliarias que se han creado hasta la fecha, según nos consta, han adoptado esa fórmula.

En cualquier caso, aparte de por meras razones cuantitativas, dada su mayor implantación práctica, es claro que desde el punto de vista jurídico la fórmula que presenta una mayor novedad y cuyo estudio suscita más interés es la del Fondo de Inversión Inmobiliaria; puesto que la fórmula societaria poco añade —salvo ciertas particularidades de régimen— a los esquemas generales ya elaborados en el seno del Derecho de sociedades. La principal singularidad de los Fondos desde el punto de vista jurídico privado, y lo que los hace merecedores de una mayor atención doctrinal, radica en la cuestión relativa a la titularidad que sobre su patrimonio ostentan los inversores o partícipes, controversia que no se suscita cuando los inversores son simplemente socios. Por ello, nuestro análisis se limitará a los Fondos de Inversión Inmobiliaria propiamente dichos.

#### 4. LA CONFIGURACIÓN JURÍDICA DEL FONDO DE INVERSIÓN Y LA TITULARIDAD QUE OSTENTAN SOBRE EL MISMO LOS PARTÍCIPE

La problemática que se plantea en torno a la titularidad del patrimonio de los Fondos de Inversión tiene su génesis en el hecho de que nos encontramos con una figura de origen anglosajón, elaborada a partir de una figura típica del *common law* como es el *trust* (59), a través de lo que se denomina como *contract investment trust*, que no encuentra fácil acomodo en el sistema de *civil law* al que responden los ordenamientos jurídicos continentales europeos.

La admisibilidad en los sistemas jurídicos que siguen al inglés, de una dualidad de propiedades sobre las cosas (*estates*), *legal* y *equitable*, hace posible con el *trust* distribuir a la vez varios derechos de goce entre otras tantas personas, así como distinguir los beneficios y responsabilidades inherentes a la propiedad misma y a su administración (60). La cosa objeto de *trust* pertenece legalmente al fiduciario o *trustee*, pero el beneficiario del *trust* (*cestui que trust*) tiene también un derecho equitativo que se corresponde con la propiedad sustancial o económica, protegido incluso frente al *trustee*. En consecuencia, la cosa objeto del *trust* no se confunde con el patrimonio del

---

*I fondi comuni*, cit., págs. 45 y sigs. En la misma obra, vid. también PIETRA, «Cenni sulle caratteristiche comuni...», cit., págs. 103 y 104.

(59) NIGRO, «Investment trust», cit., pág. 695.

(60) GENTILE, *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Ed. Cedam, Padova, 1991, pág. 121.

*trustee*, sino que permanece separada sin posibilidad de agresión por parte de sus acreedores (61). Cuando es objeto de *trust* una totalidad de bienes (*fund*) el *trustee* puede enajenar un singular bien del Fondo, libre de todo vínculo tutelable en *equidad* (62), pero toda cosa adquirida en su lugar entra automáticamente a formar parte del *fund* en *trust*.

El instituto, así delineado, resulta pues particularmente apto para la administración de patrimonios constituidos por bienes que exigen particulares cualidades y conocimientos técnicos, de cara a la obtención de un rendimiento, así como la diversificación y el reparto de los riesgos asumidos por los inversores a título individual. De modo que en ese esquema del *trust*, se basa la fórmula originariamente anglosajona de los fondos de inversión, los llamados *investment trust*, que devienen así en una institución que contemporiza los intereses de los partícipes del capital invertido con los poderes de los administradores (63).

Sin embargo, el *investment trust* no puede ser pura y simplemente recibido en los ordenamientos del *civil law*, en los que es del todo extraño el concepto de doble propiedad (*estate*) y sólo se reconoce un único derecho de propiedad y otros derechos reales sobre la cosa de otro (64). De manera que la recepción del mismo en los derechos continentales se revela traumática, especialmente en lo que concierne a su naturaleza jurídica, extremo sobre el que existen bastantes discrepancias doctrinales (65). Si se atiende a la disci-

---

(61) GENTILE, *ob. y lug. cit.*; USTARROZ UGALDE, *ob. cit.*, pág. 587.

(62) GENTILE, *ob. cit.*, pág. 122.

(63) En términos parecidos, cfr. LLEVADOT ROIG, «Los llamados fondos de inversión inmobiliaria...», *cit.*, pág. 37, y TAPIA HERMIDA, «Los fondos de inversión inmobiliaria en el Derecho español y en el Derecho portugués», *cit.*, pág. 786. También GENTILE, *ob. cit.*, págs. 122 y 123. En particular, USTARROZ UGALDE (*ob. cit.*, págs. 587 y 589) tras exponer el esquema de funcionamiento del *trust*, destacando que «el *settlor* (fideicomitente), en un *trust*, es la persona que intencionalmente origina que aquél exista; con cierta frecuencia es llamado *truster* (promotor del plan). El *trustee*, fiduciario, es la sociedad gestora que opera con los bienes del fondo en beneficio de este último. El beneficiario o *cestui del trust* (fideicomisario) es la persona física beneficiada por el fiduciario»; señala que «esta institución de confianza tiene varias aplicaciones en la práctica económica mercantil, especialmente en la administración de patrimonios a través del fideicomiso bancario». No obstante, la mejor traducción existente del *trust* en nuestro ordenamiento es la figura del fondo de inversión, aunque —como veremos a continuación— no cabe afirmar que constituya un fideicomiso en sentido estricto.

(64) En este sentido, niegan la posibilidad de apreciar una titularidad dominical a favor de la sociedad gestora, a pesar de que sus facultades se asemejen mucho a las de un verdadero fiduciario, FERNÁNDEZ DEL POZO y DE ALARCÓN ELORRIETA, *ob. cit.*, pág. 647; TAPIA HERMIDA, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Derecho español y en el Derecho portugués», *cit.*, págs. 808 y 809, 812 y 819; USTARROZ UGALDE, *ob. cit.*, pág. 589. Y, en particular, nuestro legislador, en el artículo 3 LIIC.

(65) NIGRO, *ob. cit.*, pág. 703. En España, antes de la regulación de los fondos inmobiliarios en nuestro ordenamiento, TAPIA HERMIDA (*últ. ob. cit.*, págs. 803 a 809)

plina del instituto que se infiere de las legislaciones europeas donde el *investment trust* ha sido introducido, resulta una configuración constante —y, por tanto, típica— de los fondos comunes como patrimonios constituidos por una masa indivisa compuesta por los bienes y derechos objeto de inversión, separados de los patrimonios de los partícipes y del gestor-administrador, absorbiendo este último fiduciariamente los poderes y deberes sobre los bienes de dicha masa patrimonial (66).

Nuestro Derecho sigue esta configuración, y así, en el artículo 3 de la LIIC se describen los fondos de inversión diciendo que «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 (...)». En cuanto a quién ostenta la propiedad del Fondo, hay que subrayar que, a diferencia de la precedente LIIC, la normativa vigente prescinde del término propiedad a la hora de calificar la titularidad que ostentan los partícipes sobre el patrimonio del Fondo (67). Se homologa así con la mayoría de las legislaciones extranjeras —v. gr., alemana, suiza, italiana—, en las que siempre se elude la directa y clara afirmación de que los partícipes sean propietarios del Fondo. Tan sólo la legislación de Portugal se aparta de esta tónica, e incluso va más lejos, al calificar de manera directa a los partícipes como copropietarios del Fondo (68). No obstante, no podemos desconocer que nuestra Ley no resuelve de forma tajante la cuestión, porque aunque no emplea en ningún momento el término copropiedad o condominio, sí habla de parte alícuota, al definir la participación como «cada una de las partes alícuotas en que se divide el patrimonio de un Fondo» (art. 7.1). Esta afirmación deja en el aire la posibilidad de apreciar aquí una comunidad de bienes de los partícipes. Sin embargo, esta calificación parece inviable por diversas razones.

En primer lugar, el molde de la comunidad ordinaria o romana es inasumible por la inexistencia de acción de división, la falta de partes alícuotas

---

señaló las diferentes formas jurídicas pensables para los mismos, alternativas que, igualmente, hoy siguen planteadas.

(66) GENTILE, *ob. cit.*, pág. 123.

(67) De un lado, el artículo 2.2, párrafo 2.º de la antigua LIIC (precepto que, aunque relativo a los Fondos de Inversión Mobiliaria, era extensivo a los Fondos Inmobiliarios) destacaba que eran «patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuyo derecho de propiedad se representa mediante un certificado de participación, administrados por una Sociedad Gestora a quien se atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria del Fondo, con el concurso de un Depositario». A mayor abundamiento, el artículo 20.1 de esta misma Ley insistía en que el patrimonio del Fondo se dividía en participaciones que conferían a sus partícipes, en unión de los demás partícipes, un derecho de propiedad sobre el Fondo.

(68) Cfr. artículo 2.1 del Decreto-Ley 229/1988, de 4 de julio.

en sentido propio y la finalidad colectiva y la vocación de estabilidad del Fondo, en contraste con la inestabilidad que caracteriza a este modelo de comunidad (69). Pero, es sobre todo, la inexistencia de facultad alguna de los partícipes sobre los bienes que conforman el Fondo, la que impide calificar al mismo como una masa en propiedad (70). Podría pensarse para salvar este inconveniente que tales poderes los ostenta la sociedad de gestión en virtud de un mandato implícito conferido en el acto de la suscripción de la participación (71). En tal caso se trataría de un mandato de representación indirecto, puesto que la sociedad no actúa frente a terceros en nombre de los partícipes, aunque sí en interés de los mismos (72). Además, sería irrevocable (73), lo cual aunque admisible precisamente en supuestos de gestiones colectivas

---

(69) FERNÁNDEZ DEL POZO y DE ALARCÓN ELORRIETA, «Aproximación al estudio de nuevas categorías de cotitularidad jurídica: Las comunidades funcionales y los fondos de gestión», *cit.*, págs. 635 a 638. En sede de fondos de inversión en general, como expone NIGRO («Investment trust», *cit.*, pág. 126), la tesis de la comunidad fue la tradicional entre los autores (SERVIEN, WALTER, ASCARELLI, LIBONATI), pero la doctrina más reciente la rechaza. En el mismo sentido GENTILE, *ob. cit.*, pág. 703.

(70) GENTILE, *ob. cit.*, pág. 126. En contra, BONNEAU («Les fonds communs de placement», *cit.*, págs. 19 y 20) estima que la inexistencia de facultades del propietario que se produce en los fondos es semejante a las restricciones que se imponen a los cónyuges para disponer de bienes, o a los copropietarios en un edificio o los límites urbanísticos o los derivados de las leyes en materia de agricultura e incluso, las prohibiciones que pesan sobre el menor de edad para el ejercicio de derechos sobre sus bienes.

(71) Es la consecuencia necesaria para los que sostienen la tesis de la copropiedad, pues así se justifica por qué los copropietarios no ejercen las facultades inherentes a la condición que se les atribuye de titulares dominicales de los bienes que conforman el fondo de inversión y si lo hace, por el contrario, la Sociedad de Gestión. En este sentido, cfr. NIGRO, *ob. y lug. cit.* De mandato representativo de los partícipes a favor de la Sociedad de Gestión habla BONNEAU (*ob. cit.*, pág. 36).

(72) Así lo establecía el artículo 29.1 de la precedente LIIC y en la actualidad el artículo 46.2 de la vigente LIIC. No obstante, detrás de esa actuación, «en interés» de los partícipes no parece existir un contrato de representación entre ellos y la gestora, ya que el artículo 3.1 de la LIIC atribuye a ésta la gestión y representación del Fondo. Igualmente, de representantes de los fondos calificaba a las sociedades de gestión el artículo 40 II de la Ley francesa núm. 88-1201, de 23 de décembre de 1988, relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances (JO 31-12-1988), a pesar de señalar en su artículo 34 que aquéllos carecen de personalidad jurídica (así lo pone de relieve, BONNEAU, *ob. y lug. ult. cit.*). En la actualidad, la Ley 88-1201 ha sido derogada y parcialmente codificada en el *Code Monétaire et financier*.

A mayor abundamiento, cabe destacar que la afirmación de tal representación no plantearía tantos problemas en el modelo societario. Precisamente, por lo que se refiere a las *sociétés civiles de placement immobilier*, el artículo L214-66 del *Code Monétaire et financier* francés atribuye su representación a las sociedades de gestión, señalando que ésta será designada por los estatutos o por acuerdo mayoritario adoptado por sus socios en junta general; pudiendo, en cualquier caso, ser revocada por acuerdo mayoritario de la junta general, así como por los Tribunales a petición de cualquier socio, siempre que medie justa causa.

(73) BONNEAU, *ob. cit.* pág. 37.

(art. 1.692 del Código Civil), para impedir que la actuación unilateral de los asociados perjudique al grupo (74), no excluye que todo el consorcio por acuerdo unánime pueda revocar el mandato representativo con una justa causa. Sin embargo, esto no es posible en los Fondos, pese a que tengan —como será lo más frecuente— una duración indefinida. Frente a lo cual, parece inadmisibles un poder de gestión irrevocable *sine die*, así como la ausencia de todo control sobre los poderes del mandatario (75). Pero, todavía lo sería más que la extinción del mandato que debería ir aparejada a la disolución forzosa de la sociedad gestora, la revocación de su autorización, su quiebra o insolvencia (76), no determine —de acuerdo con la legislación reguladora— la reversión de las facultades del dominio en favor de los partícipes. Pues, en todos estos supuestos la LIIC prevé la sustitución de la sociedad gestora por otra dispuesta a hacerse cargo del Fondo, sin que en tal cambio tengan la menor intervención los partícipes (77). Tan insalvables dificultades para admitir que entre la sociedad gestora y los partícipes medie un mandato, conlleva el rechazo de que los Fondos puedan calificarse de comunidad ordinaria o, lo que es igual, que los partícipes sean copropietarios del patrimonio del Fondo.

Otra posibilidad cercana a la anterior es reconducir los fondos a la figura de la comunidad germánica, en atención a la concurrencia de ciertos caracteres propios de la misma, como son la prevalencia absoluta del interés de grupo sobre el de los comuneros, la imposibilidad de la división y el quedar sustraídos los bienes comunes a la agresión de los acreedores individuales (78). Sin embargo, se ha objetado que resulta extraña a la comunidad germánica la fungibilidad de los comuneros y la necesidad de que los mismos participen en el Fondo con predeterminación de cuota liquidable *ad nutum* en cualquier momento (79). Asimismo, quedaría inexplicada la posición de la

---

(74) Díez PICAZO, *La representación en Derecho Privado*, Ed. Civitas, Madrid, 1979, pág. 306.

(75) En este sentido, cfr. GENTILE, *ob. cit.*, pág. 129, quien, finalmente, califica de inútil y nominalístico el recurso a un contrato de mandato que sería propiamente *sui generis*, con poco en común con el esquema tipo diseñado en el Código Civil.

(76) Sobre las causas legales de extinción del mandato, cfr. artículo 1.732 del Código Civil.

(77) A este respecto, cfr. en particular los artículos 50.4.a) (relativo al supuesto de disolución forzosa de la sociedad gestora por revocación de su autorización), 53.1 (relativo al supuesto en que la sociedad gestora esté sujeta a un procedimiento concursal) y 72 (cuando las IIC o las SGIIC se encuentren en una situación de excepcional gravedad que ponga en grave peligro su equilibrio patrimonial o el patrimonio de sus clientes, o que afecte a la estabilidad del sistema financiero o al interés general), todos ellos de la LIIC.

(78) A título ilustrativo, se ha mostrado partidario de esta tesis algún autor italiano (vid. SPINELLI, M./GENTILE, G., *Diritto Bancario*, pág. 370).

(79) En este sentido, de un lado y con carácter general para todas las IIC inmobiliarias, el artículo 36.1 LIIC establece la obligación de mantener un coeficiente de liquidez

sociedad de gestión que, pese a tener el poder de administrar y disponer de los bienes del Fondo, no puede ser partícipe del mismo, de cuya integridad es, por otro lado, responsable con el propio patrimonio en caso de mala gestión. Igualmente, está del todo excluida una responsabilidad personal subsidiaria de los comuneros por las obligaciones del Fondo (80) y, en fin, no existe una mínima cohesión personal entre los condueños, típica de estos patrimonios colectivos. Todo ello constituye una desviación de los principios comunes a los supuestos tradicionalmente incluidos en el modelo de comunidad en mano común.

Similares razones son oponibles para estimar que los Fondos comunes constituyan un supuesto especial de patrimonio separado de tipo colectivo. Reciben esta calificación una serie de patrimonios pertenecientes a una pluralidad de personas unidas entre sí, como tal colectividad, de modo que cada una, aisladamente, no aparezca como titular de dichos bienes, y cuya unión no está personificada. Es el caso, de la sociedad irregular, la herencia indivisa, el fideicomiso de determinados bienes, el patrimonio agrícola, los bienes comunales, los bienes gananciales y los bienes de la compañía familiar gallega (81). De modo que, atendidos los supuestos que reciben esta calificación y que entre sus caracteres la doctrina destaca su proximidad a la persona jurídica de carácter asociativo (82), así como que la separación del patrimonio colectivo y el personal de sus titulares externamente no es absoluta (83), es clara la lejanía de estas figuras de los fondos comunes de inversión por las razones antes expresadas. El recurso a este esquema sólo puede servir desde el punto de vista meramente descriptivo y estático, para advertir en los fondos de inversión la existencia de un patrimonio separado que tiene vida propia

---

que garantice suficientemente el cumplimiento del régimen de reembolso; por otro lado, y con referencia específica a los FII, el artículo 38.2 de este mismo texto legal, en sus letras a) y b), dispone que el valor liquidativo de sus participaciones se fijará al menos mensualmente y, además, deberá permitirse a los partícipes suscribir o solicitar el reembolso de sus participaciones, al menos, una vez al año.

(80) El artículo 6 LIIC dispone que los partícipes no responderán por las deudas del fondo sino hasta el límite de lo aportado. Por su parte, el patrimonio de los fondos de inversión no responderá por las deudas de los partícipes, sociedades gestoras o depositarios.

(81) DE CASTRO Y BRAVO, *Temas de Derecho Civil*, Madrid, 1972, págs. 63 y sigs.; ALBALADEJO, *Derecho Civil*, I-2.º, 14.ª ed., Bosch, Barcelona, 1996, pág. 83; DE LOS MOZOS, «Aproximación a una teoría general del patrimonio», en *RDP*, 1991, pág. 607; Díez PICAZO, *Fundamentos de Derecho Patrimonial*, T. III, Ed. Civitas, 4.ª ed., 1995, págs. 904 y sigs.

(82) Así lo pone de relieve DE CASTRO, *ob. cit.*, págs. 54 y 64.

(83) A título ilustrativo, señala DE LOS MOZOS (*ob. cit.*, pág. 609) que «por la aceptación de la herencia, el heredero responde con sus propios bienes de las deudas hereditarias (art. 1.003 del Código Civil) y que lo mismo pasa en la sociedad de gananciales (arts. 1.367, 1.373 y 1.402 y sigs. del Código Civil), constante la sociedad y para el caso de liquidación».

respecto a los partícipes, sin que, desde luego, tal recurso resuelva los problemas de la titularidad del mismo (84).

Las posibilidades examinadas llevan a poner en duda, como ya hemos señalado, la titularidad dominical de los partícipes. La afirmación de que éstos ostentan tal derecho real sobre los bienes que conforman el patrimonio del Fondo resulta inviable al faltar las características mínimas que constituyen su núcleo fundamental, esto es, la facultad de goce y el poder de disposición, que no aparece ni en el momento de la constitución, ni mientras dura la relación, ni en el momento de la liquidación (85); además, sería abiertamente contradictoria con todos aquellos preceptos del ordenamiento que configuran el derecho real de propiedad. La propia Ley impide esta interpretación, al negar a los acreedores del Fondo la posibilidad de hacer efectivos sus créditos sobre el patrimonio de los partícipes y a los acreedores de los partícipes la de dirigirse contra el patrimonio del Fondo (86), porque si los partícipes fueran verdaderos dueños de los bienes del Fondo, éstos o, mejor dicho, su parte alícuota en los mismos, formarían parte de su patrimonio personal y estaría sujeta por tanto al poder de agresión de sus acreedores particulares. Así ocurre, a título ilustrativo, con el acreedor personal de uno de los cónyuges en la comunidad de gananciales y con el del coheredero en la comunidad hereditaria (87). En síntesis, ni el artículo 3.1 ni el 7 de la LIIC permiten ser interpretados en el sentido de calificar a los partícipes de condóminos, a menos que admitamos una nueva forma de propiedad vacía de contenido, ni siquiera equiparable a la nuda propiedad, al faltarle la facultad de reversión de las facultades que integran el contenido esencial del derecho de propiedad en caso de extinción y liquidación del fondo. Pero, en tal caso, tendríamos que revisar los esquemas recibidos tras una larga tradición jurídica de siglos.

Como solución que permitiría explicar la escisión que el artículo 3.1 de la LIIC realiza entre la titularidad dominical, aparentemente atribuida a los partícipes, y las facultades del dominio, que ostenta la gestora, cabría estimar que lo que ocurre es que externamente esta última es la que ostenta el dominio de los bienes del Fondo, si bien se trataría de una titularidad fiduciaria. Así parecía resultar del precedente de este precepto, el artículo 7 del Decreto-

---

(84) De hecho, DE LOS MOZOS (*ob. y lug. cit.*) señala que esta calificación no sólo se atribuye a supuestos en los que existe una titularidad colectiva, sino también a otros en los que tan sólo «hay una coparticipación en el juego de los intereses, sin que propiamente exista aquélla».

(85) GENTILE, *ob. cit.*, pág. 136.

(86) Concretamente, el artículo 6 LIIC dispone que «los partícipes no responderán por las deudas del fondo sino hasta el límite de lo aportado» y «el patrimonio de los fondos de inversión no responderá por las deudas de los partícipes, sociedades gestoras o depositarios».

(87) Cfr., respectivamente, los artículos 1.373 y 1.083 del Código Civil.

Ley de 30 de abril de 1964, regulador de las sociedades de inversión mobiliaria. Ahora bien, teniendo en cuenta que por aquel entonces en España gozaba de amplio respaldo doctrinal la categoría del negocio fiduciario y la teoría del doble efecto de FERRARA (88), probablemente —y ello es mera conjetura— esto explique que, legalmente, se emplearan esos términos en el año 1964. Pero, hace ya algunos años que la doctrina *ius privatista* rechaza unánimemente la posibilidad de construir titularidades fiduciarias en nuestro Derecho, estimando que no son más que situaciones de apariencia reconducibles a la hipótesis de la simulación negocial (89). De suerte que en los Fondos no cabría apreciar fiducia en la propiedad *strictu sensu*, entendida como la transmisión de la propiedad 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, que habría de articularse a través de un contrato de mandato o de comisión (90). Sin embargo, tampoco cabe apreciar una relación fiduciaria propiamente dicha entre los partícipes y la sociedad gestora, puesto 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 otorga, con lo cual la fiducia —al ser legal— deja de ser tal en sentido técnico (91).

Hay que destacar, no obstante, que frente a la tendencia general imperante en los ordenamientos continentales adversa a analizar los Fondos en

---

(88) Cfr. CARIOTA-FERRARA, *Il negozio fiduciario*, 1964. Esta doctrina fue introducida en España a través del magisterio de CASTÁN, encontrando gran predicamento tanto en la doctrina como en la jurisprudencia (a título ilustrativo, cabe citar la STS de 25 de mayo de 1944). No obstante, para una aproximación a la misma y a su crítica, cfr. DE CASTRO, *El negocio jurídico*, Ed. Civitas, reimpr., 1997, págs. 380 y sigs.

(89) Incluso autores como ALBALADEJO y JORDANO, que en un principio fueron fervientes defensores de esta doctrina (respectivamente, cfr. *El negocio jurídico*, 1958, pág. 225, y «Mandato para adquirir y titularidad fiduciaria», en *ADC*, 1983, págs. 1435 y sigs.), la rechazan siguiendo las consideraciones críticas del profesor DE CASTRO (cfr. *El negocio jurídico*, cit., en particular, págs. 405 y sigs., en particular 419 y sigs.; *El negocio fiduciario, Estudio crítico de la Teoría del doble efecto*, Madrid, 1972, págs. 6 y sigs.). En este sentido, cfr. ALBALADEJO, *Derecho Civil*, I, Ed. Bosch, Barcelona, 1996, págs. 280 y sigs.

(90) Así lo pone de relieve TAPIA HERMIDA, «Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Derecho español y en el Derecho portugués», cit., pág. 808.

(91) FERNÁNDEZ DEL POZO y DE ALARCÓN ELORRIETA, «Aproximación al estudio de nuevas categorías de cotitularidad jurídica...», cit., págs. 647 y 655. Con particular referencia a los Fondos Inmobiliarios, igualmente descarta la fiducia como cauce para los mismos TAPIA HERMIDA, *últ. ob. cit.*, págs. 808 y 809, aduciendo la falta de seguridad para los inversores y la inexistencia de un precepto que atribuya a la sociedad gestora la propiedad fiduciaria del Fondo. Con similares argumentos, en Italia rechaza la calificación fiduciaria de los Fondos de Inversión, LENER («Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento. Commento all'art. 3 legge n. 77/1983», en *Le nuove leggi commerciali*, 1984, pág. 411; «La comunione», en *Trattato di diritto privato*, dir. Rescigno, vol. 8, Torino, 1982, pág. 262) y tras él buen número de autores.



sede de fiducia, han optado por atribuir a la sociedad gestora una suerte de titularidad de este tipo tanto la Ley alemana de 16 de abril de 1957, modificada en 1970, como la Ley suiza de 1 de julio de 1966. En ambas legislaciones, externamente, la sociedad de gestión tiene plenos poderes de administración y disposición, aunque preordenados a la realización del interés de los suscriptores. Internamente, en relación a éstos, existiría un contrato de mandato. Por tanto, en esa construcción falta cualquier relación de naturaleza real entre el Fondo y los partícipes, que sólo tienen derechos de naturaleza obligatoria frente a la gestora, en orden a la gestión y al reembolso de su participación. En coherencia con este esquema, el dominio de los bienes inmuebles que integran los Fondos de Inversión Inmobiliaria alemanes y suizos se inscribe a nombre de la Sociedad gestora en los respectivos Registros de la Propiedad. Nada de esto, sin embargo, se contempla en la reglamentación española. La Sociedad gestora no actúa sus poderes sobre el Fondo por cuenta de los partícipes, como expresamente establecen la Ley suiza y alemana. Los artículos 3.1 y 40 de nuestra Ley se limitan a decir que gestiona y representa al Fondo. Además, el artículo 38.3 de la LIIC dispone que los bienes inmuebles del Fondo se inscriben en nuestro Registro de la Propiedad a nombre del propio Fondo. De modo que la titularidad dominical formal y externa de la sociedad gestora está expresamente excluida en nuestro ordenamiento jurídico, impidiendo atribuirle una suerte de titularidad fiduciaria de los referidos inmuebles.

Por último, la tesis que goza de mayores adeptos es la que considera al Fondo como sujeto titular de sí mismo. Se trata de superar la alternativa entre Fondo propiedad de la sociedad gestora, inadmisibles en la Ley española, y Fondo propiedad de los partícipes, tampoco asumible en una interpretación sistemática de la normativa aplicable. Esta posición comportaría atribuir al Fondo subjetividad, aunque no personalidad jurídica, para explicar lo cual la doctrina ha elaborado diversas fórmulas. Para unos cabe hablar de cuasipersonificación del Fondo, acudiendo para ello a la teoría del órgano administrativo, que explicaría la especial relación existente entre los Fondos y su sociedad gestora (92). Al igual que los Fondos, el órgano administrativo carece de personalidad jurídica propia, sin embargo, se le reconoce una cierta subjetividad jurídica en las relaciones con otros órganos. Los sostenedores de la referida tesis terminan afirmando que estamos ante un supuesto de patrimonio separado (93), opinión que compartimos, no sin profundizar en la teoría del patrimonio, en cuyo seno se puede explicar esa subjetividad del Fondo, sin necesidad de acudir al concepto de órgano administrativo.

---

(92) Es la opinión de FERNÁNDEZ DEL POZO y DE ALARCÓN ELORRIETA, «Aproximación al estudio de nuevas categorías de cotitularidad jurídica...», *cit.*, págs. 650 y 651.

(93) *Ibidem*.

Con arreglo a la teoría del patrimonio, tan brillantemente expuesta por DE CASTRO, caben para los Fondos, dos explicaciones, que tienen en común el tratarse —como dijera el insigne jurista— de supuestos de patrimonios artificialmente personificados (94). Una, es considerar que el Fondo es centro de imputación jurídica organizado según el modelo de estructura análoga a la fundación, otra asimilarlo a las asociaciones, en ambos casos no reconocidas, las cuales aun no siendo personas jurídicas, sí son sujetos de relaciones jurídicas. La segunda de estas posibilidades debe ser rechazada de plano, por las mismas razones que lo hacíamos respecto a la calificación del Fondo como una hipótesis de patrimonio colectivo y, en definitiva, por la primacía del elemento personal que caracteriza lo asociativo, frente al patrimonial de la estructura tipo fundación. Más similitudes, sin embargo, tienen los Fondos con las fundaciones no reconocidas. Esta afirmación no pretende atribuir a los Fondos naturaleza fundacional, sino simplemente constatar su cercanía a las fundaciones no reconocidas, en cuanto ambas hipótesis constituyen patrimonios separados pertenecientes a la categoría especial de patrimonios afectados a un fin (95).

Recordemos que dentro del grupo de patrimonios afectados a un fin, la doctrina incluye los supuestos de los —ya suprimidos— mayorazgos y vinculaciones y, en el Derecho vigente, los bienes afectos a una fundación mientras ésta no llega a ser persona jurídica, las llamadas fundaciones dependientes, las capellanías y los patrimonios por suscripción (96). En cuanto a los caracteres que se asignan a esta clase de patrimonios destaca el estar destinados a favor de alguien que, sin embargo, carece de derechos sobre los mismos, razón por la cual requieren de protección y vigilancia del cumplimiento de su destino (97).

Trasladando tales elementos a la regulación de los Fondos, comprobamos que efectivamente concurre un fin instrumental de su patrimonio, un destino unitario del Fondo, en suma, que converge siempre en el beneficio de los partícipes y en la protección y satisfacción de sus intereses, a través de la inversión en bienes inmuebles para su explotación y la consecución de un rendimiento colectivo partible entre aquéllos (98). Toda la legislación regu-

---

(94) DE CASTRO, «El patrimonio», en *Temas de Derecho Civil*, cit., pág. 54.

(95) En relación a los Fondos, en general apuntan su calificación como patrimonios de destino FERNÁNDEZ DEL POZO y DE ALARCÓN ELORRIETA, *ob. cit.*, pág. 629; y en relación a los FII, aunque sin descartar la copropiedad de los partícipes, afirma que se trata de un «patrimonio de afectación, separado, dinámico y colectivo», TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, pág. 812.

Sobre el concepto y caracteres de esta clase de patrimonio, cfr. DE CASTRO, *ob. cit.*, pág. 60; DE LOS MOZOS, *ob. cit.*, pág. 607.

(96) DE CASTRO, *ibidem*; DE LOS MOZOS, *ob. y lug. últ. cit.*

(97) DE CASTRO, *ibidem*, pág. 63.

(98) En cuanto a las facultades que tiene el partícipe con respecto al patrimonio del Fondo, *vid. infra*.

ladora del Fondo gira en torno a la idea de su patrimonio, haciéndolo centro de imputación de múltiples normas y efectos. De todas ellas, la más decisiva en cuanto a la posible apreciación de su naturaleza de patrimonio separado, aparte del artículo 3.1 de la LIIC que califica expresamente a los Fondos de Inversión como patrimonios separados sin personalidad jurídica, es el párrafo 2.º del artículo 6 de esta misma Ley cuando establece la inembargabilidad del mismo por créditos de los sujetos protagonistas de la vida del Fondo, es decir, ni por los acreedores de los partícipes, ni por los acreedores de la sociedad de gestión, ni por los acreedores del depositario. Y por si no fuera suficiente, esta misma norma dispone que los partícipes no responderán por las deudas del Fondo sino hasta el límite de lo aportado, lo que significa que tampoco se pueden embargar los bienes de los partícipes por los acreedores del Fondo. Esta compartimentación patrimonial sólo se explica, bien entre patrimonios personales, que no es el caso —puesto que el Fondo no es persona—, o bien entre patrimonios artificialmente subjetivizados, como son los separados afectados a un fin.

La subjetivación del Fondo de Inversión como un patrimonio especial de destino, encuentra también respaldo en la posibilidad de inscribirlo, como si de un ente personificado se tratase, en el Registro Mercantil, que contempla el artículo 10.6 de la LIIC, lo que interesará precisamente cuando se trate de un Fondo inmobiliario. Igualmente, la corroboran la ya referida inscripción de los inmuebles del Fondo en el Registro de la Propiedad a nombre del mismo, así como la separada y diferente contabilidad que ha de llevar la sociedad gestora, de ella misma y del Fondo. En última instancia, 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, *ope legis*, en manos de un sujeto distinto de los beneficiarios (que son los partícipes), ya que esta circunstancia es propia de los patrimonios de este tipo, como también lo es la existencia de un tercer sujeto, el depositario, encargado de la custodia y vigilancia del patrimonio y sus gestores (99). Por todo ello, y salvando otra opinión mejor fundada, consideramos que esta manera de entender el instituto es la que brinda una mejor respuesta a su imbricación en nuestro sistema jurídico.

## 5. EL RÉGIMEN JURÍDICO DEL FONDO

Adentrándonos en el régimen jurídico de los Fondos de Inversión Inmobiliaria, el estudio lo vamos a sistematizar analizando, en primer lugar, las

---

(99) Su exigencia en los Fondos de Inversión viene impuesta por el artículo 3.1 LIIC y su régimen jurídico se desarrolla en el Capítulo V de la Ley (arts. 57 y sigs.).

relaciones de los partícipes con el Fondo y, posteriormente, las de aquéllos con la sociedad de gestión y con el depositario. Pero, no sin antes dedicar unas palabras respecto a la constitución del Fondo Inmobiliario.

### 5.1. CONSTITUCIÓN DEL FONDO

El requisito previo para proceder a la constitución de un Fondo de Inversión es la obtención de autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a quien compete la instrucción del expediente de autorización. Éste se iniciará por medio de solicitud a la que se ha de acompañar el proyecto de Reglamento de gestión y un folleto en el que se contendrán las características generales del Fondo, de su política de inversión, de su perfil de riesgo, del tipo de inversor al que va dirigida la institución y otra serie de informaciones económicas y comerciales, dirigidas a poner de manifiesto la viabilidad financiera del mismo (100).

Una vez obtenida la preceptiva autorización, se procederá a constituir el Fondo mediante el otorgamiento de la correspondiente escritura pública por la Sociedad de Gestión y el Depositario (tercer sujeto que, como antes apuntamos, interviene en la vida de un Fondo y al que nos referiremos más ampliamente a continuación) (101). La escritura deberá contener, entre otras menciones, un importantísimo documento, que es el Reglamento de Gestión del Fondo, en el que se hará constar su duración, su política de inversiones, los derechos y obligaciones de la Sociedad Gestora y de los partícipes y las normas para su disolución.

Acto seguido, se procederá a la inscripción del Fondo en el Registro Mercantil y, por último, en el correspondiente Registro de la Comisión Nacional de Valores, concretamente en el relativo a «Otras Instituciones de Inversión Colectiva» (102). Téngase en cuenta que, precisamente, este ente

---

(100) Vid. artículo 10.2 LIIC.

(101) Más concretamente, el artículo 4 de la LIIC dispone que «El fondo se constituirá, una vez obtenida la preceptiva autorización, mediante una o varias aportaciones iniciales, lo que quedará documentado en un *contrato entre la sociedad gestora y un depositario que podrá formalizarse en escritura pública*. El contenido mínimo del contrato se fijará reglamentariamente.

La sociedad gestora y el depositario podrán ser autorizados, antes de la constitución del fondo, para llevar a cabo una suscripción pública de participaciones».

Se observa, pues, que el contrato de constitución del Fondo lo otorgan la Sociedad gestora y el Depositario.

(102) Sobre el procedimiento de constitución de los Fondos, vid. los artículos 4 y 10 de la LIIC, así como el artículo 9 del RIIC (redactado por el Real Decreto 91/2001).

de la Administración asume las funciones de supervisión e inspección de la labor de las Sociedades de Gestión y los Depositarios (103).

## 5.2. RELACIONES JURÍDICAS DE LOS PARTICÍPEES CON EL FONDO

Pasando a ocuparnos de las relaciones entre los partícipes y el Fondo, en primer lugar, hay que destacar que la válida constitución de un Fondo de Inversión exige que se alcance un número mínimo de partícipes. En principio, éstos no podrán ser menos de cien, aunque reglamentariamente se podrá establecer un umbral distinto en atención a la clase de activos en los que se materialicen las inversiones del Fondo, a la naturaleza de los partícipes o a la liquidez del Fondo (104).

La condición de partícipe, según dispone el artículo 5.1 de la LIIC, se adquiere mediante la realización de la correspondiente aportación al patrimonio común, correspondiendo a la sociedad de gestión, en su calidad de representante legal del Fondo (105), emitir las correspondientes participaciones (106). El Real Decreto 686/1993, de 7 de mayo, por el que se modificó el RIIC de 1990, exigía que las aportaciones de los accionistas y partícipes de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria fueran dinerarias, con el objeto de evitar que se pudieran desnaturalizar estas nuevas IIC, convirtiéndolas en meras fórmulas para facilitar a los propietarios o promotores la enajenación de inmuebles (107). Pero, esta limitación se alzó por la Ley 20/1998, de 1 de julio, de reforma del régimen jurídico y fiscal de las instituciones de inversión colectiva de naturaleza inmobiliaria, a partir de la cual se admiten tanto las aportaciones dinerarias, como las de bienes inmuebles, incluso en construcción. La razón de ser de esta reforma, como ya se expuso anteriormente, no fue otra que flexibilizar el régimen de estas instituciones, con el propósito de incentivar la constitución de esta clase de IIC y, así, la efectiva satisfacción del objetivo con el que se consagraron en nuestro ordenamiento, el de servir como «pieza de la política gubernamental de vivienda» (según dispone la Exposición de Motivos de la Ley 19/1992).

---

(103) Cfr., por lo que se refiere a las Sociedades de Gestión, los artículos 40.9 y 41 y sigs. de la LIIC y, por lo que respecta a los Depositarios, el artículo 59 del mismo texto legal y, con carácter general, lo dispuesto en los artículos 69 y sigs. de la Ley.

(104) Artículo 5.4 de la LIIC.

(105) Esta afirmación tiene su apoyo en el artículo 3.1 LIIC, que tras destacar que los Fondos de Inversión carecen de personalidad jurídica, atribuye su gestión y representación a una sociedad de gestión. En la doctrina, califican a esta representación de legal LLEVADOT ROIG, *ob. cit.*, pág. 51; LÓPEZ MILLA, *ob. cit.*, págs. 13 y 29.

(106) Artículo 7.3 de la LIIC.

(107) Cfr. artículo 74.2 del Real Decreto 686/1993.

A partir de las aportaciones de los partícipes se constituye el patrimonio del Fondo, cuyo destino es el beneficio de aquéllos y la protección y satisfacción de su interés (108). En este sentido, recordemos que nos encontramos ante un patrimonio especial de destino o afectación, cuya titularidad dominical se atribuye legalmente al propio Fondo, a pesar de carecer de personalidad jurídica; permitiendo esta calificación salvar las dificultades existentes tanto para afirmar una cotitularidad sobre dicho patrimonio de los partícipes, como una supuesta titularidad fiduciaria a favor de la Sociedad gestora (109).

Negada su titularidad real, el interés de los partícipes se sustancia en los derechos de crédito que, como inversores, ostentan frente al Fondo, y que se concretan básicamente en dos: el derecho al reembolso del valor de la participación y, eventualmente, si es que han existido, el derecho a concurrir en proporción a su participación al reparto de beneficios (110). Esto significa que el patrimonio del Fondo no es sólo el objeto de su inversión, sino la garantía de la tutela de sus derechos. Por eso la Ley lo declara inembargable frente a determinados acreedores, porque lo quiere reservar como cobertura de los derechos de los partícipes (111). En otras palabras, es precisamente ese patrimonio el que responde de los créditos de los partícipes, por estar afecto al pago de los mismos. De acuerdo con ello, en la hipótesis de que la gestora, por la razón que sea, no abonara a los partícipes esas sumas cuando debiera hacerlo, éstos podrán hacer efectiva la reclamación judicial del pago sobre el patrimonio del Fondo, ya que los bienes que lo integran son los que directamente se pueden ejecutar en cumplimiento de dicha obligación. Sin embargo, no creemos que para hacer efectivo el reembolso, los partícipes puedan embargar el patrimonio de la sociedad gestora o del depositario. Estos no responden del reembolso en sí, sino de su correcta gestión o, más concretamente, de los daños y perjuicios causados por el incumplimiento o deficiente cumplimiento de aquélla, deuda que los partícipes sí podrían hacer efectiva sobre el patrimonio de estas entidades.

En ese destino del Fondo en interés de los partícipes, como cobertura de sus derechos, se materializa la movilización de la propiedad en que consiste la

---

(108) Cfr. artículos 6 y 46.2 de la LIIC.

(109) Vid. *supra*, apartado 4.

(110) Cfr. artículos 5.3.a) y 60.f) de la LIIC.

(111) En este sentido, el artículo 8 de la LIIC dispone que las comisiones de gestión y depósito que se establezcan a cargo del fondo, así como las comisiones de suscripción y reembolso que se establezcan a cargo de los partícipes, o los descuentos de suscripción y reembolso que se fijen a favor de los propios fondos, se fijarán como un porcentaje sobre el patrimonio o rendimiento del fondo, o bien sobre una combinación de ambas variables, o en su caso, sobre el valor liquidativo de la participación. Pero, «no podrán exceder de los límites que, como garantía de los intereses de los partícipes y en función de la naturaleza del fondo y del plazo de vencimiento de las inversiones, se establezcan reglamentariamente».

adquisición de participaciones en Fondos de Inversión Inmobiliaria. Es decir, en los Fondos, como instrumento de movilización de la propiedad inmueble para la captación de recursos con destino a la creación de riqueza inmobiliaria, la fórmula de movilización que se utiliza, o sea, la fórmula de aseguramiento y satisfacción del interés de los partícipes sobre los propios inmuebles hacia los que se canaliza la inversión, consiste en la separación del patrimonio del Fondo para la seguridad del derecho de los partícipes. Sólo en esto se materializa el derecho de los partícipes respecto al Fondo y las relaciones con el mismo. Por tanto, en ningún caso se puede afirmar que los partícipes ostenten una relación de garantía jurídico real sobre el patrimonio del Fondo. Su derecho es el estrictamente personal de hacer valer su crédito sobre el patrimonio del Fondo. Hay aquí cierta semejanza con las cédulas hipotecarias, como fórmula de movilización de la propiedad que tampoco confiere a sus titulares derecho real alguno. Pero con la significativa diferencia de que mientras los cedulistas no gozan sobre los bienes afectos más que de un privilegio con respecto a los demás acreedores de la entidad financiera (112), en el Fondo de Inversión Inmobiliaria los acreedores particulares de las entidades financieras intervinientes carecen de la posibilidad de ejecutar los bienes del mismo, por estar reservados para cubrir los derechos de los partícipes.

Ahora bien, los partícipes no son los únicos acreedores del Fondo. También lo son aquellos cuyos créditos —evidentemente contraídos por la sociedad gestora— estén dentro del ámbito de las labores de gestión del Fondo. Cuáles sean esos créditos, lo detallará el concreto Reglamento de Gestión de cada Fondo, pero siempre de acuerdo con el cuadro que establecen los artículos 19, 21.4 y 26 de la Orden Ministerial de 24 de septiembre de 1993.

Es preciso preguntarse, por ello, qué ocurriría en la hipótesis de concurrencia de estos acreedores con los partícipes. A este respecto, hay que tener en cuenta que el derecho de crédito al reembolso de la participación se calcula dividiendo entre el número de partícipes el valor del patrimonio del Fondo, pero después de deducir la cuenta de acreedores, es decir, se calcula sobre el valor neto del patrimonio (113). Esto podría hacer pensar que tales acreedores gozarían de un privilegio en caso de una hipotética colisión con los partícipes. Sin embargo, los privilegios, como derogación de la regla de la *par conditio creditorum* exigen una clara intervención del legislador que aquí no se ha producido, por lo que hay que concluir afirmando que existirá una paridad de derechos entre los acreedores del Fondo (salvo que el concreto

---

(112) Cfr. NASARRE AZNAR, *La garantía de los valores hipotecarios*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2003, págs. 545 y sigs.; ORTI VALLEJO, *Garantías de los títulos del Mercado Hipotecario*, Ed. Civitas, págs. 60 y sigs.; GARCÍA GARNICA, «Régimen jurídico y garantías de los instrumentos del Mercado Hipotecario español», *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 24, 1997, págs. 260 y sigs., en particular, 264 y 265.

(113) Cfr. artículo 19.2 de la OM de 24-9-1993.

crédito tenga un privilegio) y los partícipes, en caso de que tenga lugar una hipotética colisión entre los mismos.

Por lo que se refiere al cauce jurídico a través del cual se instaura la relación existente entre el partícipe y el Fondo, todo apunta a que ésta se establece en virtud de un contrato complejo al que podríamos calificar de inversión o, más concretamente, de inversión colectiva (114). En su virtud, el partícipe se obliga al desembolso de su participación, en dinero o excepcionalmente en especie (115), y el Fondo se obliga a satisfacer sus derechos a la participación en los beneficios y al reembolso de la participación, dentro de los límites establecidos en el Reglamento de gestión del Fondo y en la normativa reguladora del mismo. Ahora bien, al carecer el Fondo de personalidad jurídica, la Ley atribuye la función de emitir y reembolsar las participaciones a la Sociedad gestora (116). De este contrato complejo va a surgir también la relación contractual que liga al partícipe tanto con la Sociedad gestora como con la entidad depositaria, a la que luego nos referiremos.

Para concluir esta aproximación a la relación existente entre los partícipes y el Fondo hay que destacar que, atendida la separación existente entre el patrimonio personal del partícipe y el patrimonio del Fondo, se admite la posibilidad de que se entablen otras relaciones jurídicas entre ambas masas patrimoniales, dentro de ciertos límites, establecidos al objeto de evitar conflictos de intereses. Concretamente, el artículo 36.4 de la LIIC consagra la posibilidad de que los partícipes sean arrendatarios de los bienes inmuebles que integren el activo del Fondo de Inversión, así como que ostenten cualquier derecho distinto del derivado de su condición de partícipe. En un principio esta posibilidad

---

(114) De contrato de inversión colectiva habla LLEVADOT ROIG, *ob. cit.*, pág. 38; de «mecanismos de gestión contractual de la inversión inmobiliaria colectiva» o «mecanismos contractuales complejos de gestión colectiva» califica a los FII, TAPIA HERMIDA, *ob. cit.*, págs. 786 y 787, añadiendo que se debería introducir en nuestro ordenamiento la noción de contrato de gestión de inversión colectiva, contemplado en otros ordenamientos como el suizo y el italiano, como contrato de naturaleza asociativa que permitiera la explicación unitaria de las relaciones jurídicas existentes en el seno de los FII (*ibídem*, pág. 821).

(115) La posibilidad de realizar aportaciones en especie estuvo excluida en un principio. Pero fue consagrada dentro de las medidas establecidas por la Ley 20/1998 con el objeto de flexibilizar la regulación de los FII e incentivar, de este modo, la constitución de estas instituciones. En la actualidad la consagra el artículo 7.4 LIIC, conforme al cual «con carácter general, las suscripciones y reembolsos de fondos de inversión deberán realizarse en efectivo. No obstante, excepcionalmente cuando así se prevea reglamentariamente y en el reglamento de gestión, las suscripciones y reembolsos podrán efectuarse mediante entrega de bienes, valores o derechos aptos para la inversión, adecuados a la vocación inversora del fondo». A su vez, reitera esta posibilidad respecto a las IIC no financieras, en particular, el artículo 36.4 de la LIIC.

(116) Artículo 7.3 LIIC. No obstante, en la nueva LIIC [art. 60, letra e)] la obligación de satisfacer el reembolso pesa directamente sobre el depositario, como veremos a continuación (vid. *infra* apdo. 5.3).



estaba expresamente excluida en el artículo 72.4 del RIIC de 1990 (117), pero su admisibilidad se consagró dentro de las medidas dirigidas a flexibilizar el régimen jurídico de los Fondos establecidas por la Ley 20/1998, sin más límites que la exigencia de que no haya conflicto de intereses, que la relación se entable a precios de mercado y que los inmuebles arrendados a los partícipes no superen el 25 por 100 del activo del patrimonio del Fondo (118).

### 5.3. RELACIONES JURÍDICAS ENTRE LOS PARTÍCIPES, LA SOCIEDAD DE GESTIÓN Y EL DEPOSITARIO

Examinada la relación entre los partícipes y el Fondo, procede ahora tratar la existente entre aquéllos y los otros dos sujetos que completan la relación triangular característica de las instituciones derivadas del *contractual investment trust* anglosajón. Esto es, de un lado, la Sociedad de gestión y, de otro, el Depositario.

La LIIC define a las Sociedades Gestoras de IIC como sociedades anónimas cuyo objeto social consistirá en la administración, representación, gestión de las inversiones y gestión de las suscripciones y reembolsos de los fondos y sociedades de inversión (119).

Centrándonos en su relación con los partícipes de los FII, los contados autores que se han adentrado en determinar su calificación, parecen inclinarse por afirmar que entre la sociedad gestora y los partícipes surge una relación obligatoria de naturaleza contractual, cuyo origen sería el concurso de la voluntad de ambas partes: la de la Sociedad gestora que oferta la inversión y la del partícipe que suscribe la participación (120).

Este contrato —se afirma— sería conmutativo, pues a cambio de una prestación de hacer por parte de la sociedad de gestión (adquirir para ad-

---

(117) En él se disponía que «ni los partícipes de los FII, ni las personas o entidades que mantengan vínculos con aquellos conforme a los criterios contenidos en el artículo 5.4 del presente Reglamento, o formen parte del mismo grupo conforme a lo previsto en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, podrán ser arrendatarios de los bienes inmuebles que integren el activo o el patrimonio de los mismos, ni titulares de otros derechos distintos de los derivados de su condición de partícipes».

(118) Así lo dispone el artículo 72.6 del RIIC, conforme a la redacción dada al mismo por el Real Decreto 845/1999.

(119) Cfr. artículo 40 de la LIIC.

(120) En particular, TAPIA HERMIDA (*ob. cit.*, págs. 819 y sigs.), afirma que la gestión que asume la sociedad gestora «puede ser interpretada conforme a la existencia de un contrato de gestión colectiva de la inversión inmobiliaria (...). Los partícipes se adherirían a él al suscribir su participación en el fondo (con los efectos de un mandato a la sociedad gestora (...)) y revocarían individualmente el mandato a través de la solicitud de reembolso de los certificados»; añadiendo que este contrato debería ser expresamente consagrado en nuestro ordenamiento.

ministrar), ésta tiene derecho a una remuneración por sus servicios de gestión de la inversión realizada por los partícipes (121). A su vez, el partícipe tendrá derecho a que la sociedad de gestión lleve a cabo, en su caso, la constitución del fondo, a que desempeñe su gestión con la diligencia debida (la de un ordenado empresario y un representante legal, según la terminología del propio legislador) y al reembolso de su participación. No obstante, quedaría fuera del contenido de este contrato la expectativa del partícipe de obtener un beneficio económico, en virtud del eventual reparto de ganancias periódicas y del plusvalor de su participación, al igual que tal expectativa queda fuera de los contratos de sociedad. De modo que los derechos del ahorrador contractualmente protegidos se concretan en los relativos a la gestión y al reembolso de la cuota suscrita (122).

Se trataría, finalmente, de un contrato de gestión de la inversión realizada por los partícipes, cuyo referente más cercano sería el mandato, lo cual puede tener utilidad con vistas a colmar las lagunas que pueda presentar su régimen jurídico (123).

En nuestra opinión, sin embargo, la suscripción de la participación supone la perfección del vínculo personal que —como ya se vio anteriormente— liga al partícipe con el Fondo, y al que cabría predicarle, efectivamente, el carácter de conmutativo y la precisión hecha por GENTILE en cuanto a la exclusión del mismo del resultado económico. No obstante, es discutible afirmar que la suscripción de la participación dé lugar a un contrato próximo al mandato entre la sociedad gestora y el partícipe, por diversas razones, algunas de ellas ya anticipadas al negar que los partícipes sean copropietarios del Fondo y la Sociedad gestora su representante (124).

Sin reiterar los argumentos ya vertidos entonces, sino profundizando en ellos, de un lado, procede destacar que resultaría un contrasentido afirmar que los inversores dan a la entidad gestora un poder para administrar y gestionar un patrimonio frente al que ellos ostentan tan sólo derechos de crédito y del que no son titulares, sino beneficiarios. En segundo lugar, es cierto que la labor

---

(121) El artículo 8 de la LIIC dispone que las Sociedades gestoras podrán percibir de los fondos una comisión por gestión. Su importe se fijará como un porcentaje sobre el patrimonio o rendimiento del fondo, o bien sobre una combinación de ambas variables, o en su caso, sobre el valor liquidativo de la participación, pero no podrán exceder de los límites que, como garantía de los intereses de los partícipes y en función de la naturaleza del fondo y del plazo de vencimiento de las inversiones, se establezcan reglamentariamente. En los folletos informativos que las Sociedades gestoras deben publicar en relación a cada uno de los fondos que administren, para el conocimiento de los partícipes y del público en general (cfr. arts. 17 y sigs. LIIC), deberá detallarse la forma de cálculo y el límite máximo de las comisiones, las comisiones efectivamente cobradas y la entidad beneficiaria de su cobro.

(122) GENTILE, *ob. cit.*, pág. 37.

(123) TAPIA HERMIDA, *ob. y lug. últ. cit.*

(124) Vid. *supra*, el apartado 4.

de la sociedad gestora es remunerada. Ahora bien, la propia Ley establece a cargo del patrimonio del Fondo, y no de los partícipes, la remuneración de sus servicios de gestión, añadiendo que en caso de que se impongan a cargo de los partícipes comisiones de suscripción y reembolso éstas redundarán a favor del propio Fondo y no de la gestora (125). Pero, sobre todo, resultaría inexplicable la falta de poderes que ostentan los partícipes en relación a la gestión realizada por su mandante. En particular, hay que destacar que la Ley no contempla la facultad de los partícipes de revocar el supuesto mandato otorgado a la sociedad gestora, que sería por tanto un mandato de gestión irrevocable *sine die*, lo cual no parece de recibo; y tampoco prevé su extinción en caso de disolución, cese o insolvencia de la sociedad gestora (126). Todo lo cual explica que el propio GENTILE califique finalmente de inútil y nominalístico el recurso a un contrato de mandato que sería propiamente *sui generis*, con poco en común con el esquema tipo diseñado en el Código Civil (127).

En definitiva, atendidas las razones sucintamente expuestas, así como el hecho de que la propia Ley atribuye a la sociedad gestora la representación y gestión del Fondo, en interés de los partícipes, todo apunta a que nos encontramos ante un supuesto de representación y gestión (del Fondo) ejercida en favor de tercero (el partícipe), pero no de representación de los partícipes (128).

---

(125) Así lo dispone el artículo 8 LIIC. Este precepto precisa que el importe de estas comisiones se fijará como un porcentaje sobre el patrimonio o rendimiento del fondo, o bien sobre una combinación de ambas variables, o en su caso, sobre el valor liquidativo de la participación, pero no podrán exceder de los límites que, como garantía de los intereses de los partícipes y en función de la naturaleza del fondo y del plazo de vencimiento de las inversiones, se establezcan reglamentariamente. En los folletos informativos que las Sociedades gestoras deben publicar en relación a cada uno de los fondos que administren, para el conocimiento de los partícipes y del público en general (cfr. arts. 17 y sigs. LIIC), deberá detallarse la forma de cálculo y el límite máximo de las comisiones, las comisiones efectivamente cobradas y la entidad beneficiaria de su cobro.

(126) La separación de la entidad gestora tan sólo se prevé como sanción por infracciones graves o muy graves como potestad, respectivamente, de la CNMV o del Ministro de Economía a propuesta de aquélla (cfr. arts. 80, 81, 85, 86 y 92 LIIC). Además, en caso de que la sociedad gestora se vea sujeta a un procedimiento concursal se prevé su sustitución a solicitud de la propia sociedad gestora, autorizada por la CNMV, o por disposición de esta última (cfr. art. 53 LIIC), sin que en tal cambio tengan ninguna participación los partícipes.

(127) *Ob. cit.*, pág. 129.

(128) Establecida la relación de representación y gestión entre la sociedad gestora y un determinado Fondo de Inversión en virtud del contrato de constitución del mismo, el partícipe pasaría a beneficiarse de dicha labor de representación a partir del momento de suscripción de su participación, al amparo de lo dispuesto en el párrafo 2.º del artículo 1.257 del Código Civil.

En particular, avalaría esta tesis lo dispuesto en el artículo 46.2 de la LIIC, conforme al cual «Las sociedades gestoras actuarán en beneficio de los partícipes o accionistas de las instituciones cuyos activos administren y las comisiones que perciban de ellos

En nuestra opinión, por tanto, la posición de carácter obligacional que se instaura entre los partícipes y la gestora no es propiamente contractual, sino de simple aceptación de una previa relación de gestión y representación existente entre el Fondo y la gestora, semejante a la que surge a favor del tercero beneficiario que acepta el contrato concertado a su favor entre el estipulante y el promitente *ex* artículo 1257.2 del Código Civil. Aquí, sin embargo, no se trataría de una previa relación contractual cuyo origen esté en un acuerdo entre el Fondo, la gestora y el depositario, porque el Fondo al no ser persona difícilmente puede contratar (129). Pero sí de una relación obligacional cuyo origen está en la estructura legal de estas IIC. De modo que los partícipes, en virtud del contrato complejo que suscriben con el Fondo, asumen las relaciones de representación y gestión del mismo que compete ejercer a la gestora a su favor y, precisamente, porque es a su favor, gozan de las facultades de seguimiento y exigibilidad de tales obligaciones de gestión que ahora veremos.

Adentrándonos en las obligaciones que legalmente competen a la sociedad gestora, en primer lugar, los artículos 17 y 18 de la LIIC establecen a su cargo rigurosas obligaciones de información, las cuáles se pueden dividir en previas a la suscripción de la participación o precontractuales y posteriores a la suscripción de la participación o contractuales. Por lo que se refiere a las primeras, la gestora está obligada a hacer entrega gratuita a los posibles suscriptores de lo que la Ley denomina folleto simplificado, así como del último informe semestral y, previa solicitud, del folleto completo y los últimos informes anual y trimestral publicados (130). El folleto simplificado contendrá de forma resumida información sobre el Fondo, sobre sus objetivos, su política de inversión (con una breve evaluación de su perfil de riesgo), la evolución histórica de su rentabilidad, el perfil del tipo de inversor al que va dirigida la institución y otras informaciones de carácter económico y comercial. En definitiva, toda una serie de informaciones útiles para el ahorrador, con vistas a permitirle tomar una decisión fundada en cuanto a la suscripción de una participación en un determinado Fondo de Inversión. Este folleto se incorporará al completo, como parte separable del mismo, y podrá ser utilizado como instrumento de comercialización en todos los Estados miem-

---

tendrán los límites establecidos de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 8 de esta Ley. *Le corresponderán a la sociedad gestora las facultades del dominio sobre el patrimonio del fondo, sin ser propietaria del mismo, ejerciéndolas en interés de los partícipes, de acuerdo con lo dispuesto en esta Ley, en sus normas de desarrollo y en el reglamento de gestión».*

(129) De todos modos, en la creación del Fondo la gestora no está sola, pues concurre a los actos constitutivos otra persona jurídica, la depositaria, de manera que el origen contractual no es ajeno.

(130) Artículo 18.1 LIIC.

bros de la Unión Europea, sin más alteraciones que las relativas al idioma, y deberá actualizarse periódicamente. Por su parte, el folleto completo contendrá el Reglamento de gestión del Fondo y las demás menciones exigidas tanto por el artículo 28 de la Ley del Mercado de Valores, como por la normativa reglamentaria de las IIC, y será registrado por la CNMV. Ahora bien, a efectos del partícipe lo importante es que las omisiones o defectos de los que adolezca esta información, como legal que es, podrán permitirle anular el contrato de adquisición de la participación por dolo omisivo o reticencia dolosa; además, el artículo 28 de la Ley del Mercado de Valores señala que la entidad emisora no podrá oponer, frente al inversor de buena fe, hechos o derechos que no consten en el folleto informativo.

Una vez suscrita la participación, pesan sobre la gestora periódicos deberes de información, ya de carácter contractual, que se asemejan a la obligación del mandatario de dar cuenta de su actuación (131). Esta información se concreta en cuatro informes trimestrales, uno semestral (132) y un informe anual (133), que se facilitarán al partícipe de forma gratuita. Aunque el artículo 17.2 de la Ley contempla la facultad del partícipe de renunciar al recibo de los informes semestral y anual. Todo ello, sin olvidar la obligación de la Sociedad gestora de mantener actualizado el primitivo folleto.

Todas estas obligaciones de información, precontractuales y contractuales, que pesan sobre las sociedades gestoras tienen por objeto que tanto el público en general, como los propios partícipes en particular, puedan conocer de forma actualizada todas las circunstancias que puedan influir en la apreciación del valor del patrimonio del Fondo, de sus perspectivas, de los riesgos inherentes a la inversión, así como el cumplimiento de la normativa aplicable (134).

En cualquier caso, la obligación principal de la Sociedad gestora es la de representar el Fondo y ejercer las facultades de dominio de sus bienes, en interés de los partícipes. Esta obligación se traduce, a su vez, en las de gestionar las inversiones del Fondo, administrar su patrimonio y gestionar las suscripciones y reembolsos de las participaciones.

---

(131) Artículo 1.720 del Código Civil.

(132) Conforme al artículo 17.5 de la LIIC, tanto los informes trimestrales como los semestrales contendrán informaciones sobre el estado del patrimonio del Fondo, número de participaciones en circulación, valor neto de inventario por participación, cartera de títulos, movimientos habidos en los activos de la institución, cuadro comparativo relativo a los tres últimos ejercicios y cualquiera otra que se establezca reglamentariamente.

(133) Este informe deberá contener las cuentas anuales y el informe de gestión, las conclusiones de las auditorías de cuentas y las demás informaciones que se determinen reglamentariamente, al objeto de incluir la información significativa que permita al inversor formular, con conocimiento de causa, un juicio sobre la evolución de la actividad y los resultados de la institución (art. 17.4 LIIC).

(134) Artículo 17 LIIC.

Por lo que se refiere a su obligación de gestionar la inversión de las aportaciones realizadas por los partícipes, hay que destacar que en el caso de los Fondos de Inversión Inmobiliaria, el objeto de esta inversión estará constituido en particular por inmuebles destinados a vivienda o asimilados, entendiéndose como tales las residencias estudiantiles o de la tercera edad. La Ley no impide que sean objeto de la inversión otro tipo de bienes inmuebles de naturaleza urbana, pero en ese caso no gozarán de las importantes ventajas fiscales establecidas para los primeros (135). Más concretamente, el artículo 72 bis del RIIC dispone que al menos el 70 por 100 del promedio anual de saldos mensuales del Fondo deberá estar invertido en bienes inmuebles de naturaleza urbana (136). Además, deberán mantener un coeficiente de liquidez mínimo del 10 por 100 del activo total del mes anterior (137) y el resto del activo tan sólo podrá estar invertido en los valores de renta fija negociados en los mercados secundarios a los que se refiere el artículo 17 del Reglamento. Finalmente, para evitar una excesiva concentración de riesgos, se prevé que ningún bien podrá representar más del 35 por 100 del total del activo (138).

En cuanto a su labor de administración, como obligación de medios, únicamente decir que el grado de diligencia exigible será el máximo, puesto

---

(135) Cfr. el apartado 19 de la letra B) del apartado I del artículo 45 del Texto Refundido del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados; así como el artículo 26.5 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto de Sociedades (ambos reformados por la LIIC de 2003).

(136) A estos efectos, tendrán la consideración de inmuebles de naturaleza urbana: *a)* los inmuebles finalizados y las inversiones en una sociedad cuyo activo esté constituido mayoritariamente por un único bien inmueble, 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 la misma; *b)* los 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)* las opciones de compra cuando el valor de la prima no supere el 5 por 100 del precio 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. En cuanto a la adquisición de inmuebles de viviendas de protección oficial se estará a la legislación especial aplicable (art. 72.2 RIIC).

(137) Este porcentaje 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 que se negocien en mercados secundarios de los contemplados en el artículo 17 del Reglamento.

(138) Los FII disponen del plazo de tres años desde su inscripción en el Registro especial de la CNMV para alcanzar estos porcentajes de inversión; pudiendo este plazo ser ampliado, con carácter excepcional y a solicitud de la sociedad gestora, por la CNMV.

que la gestora es un profesional financiero (139), debiendo responder de los daños y perjuicios causados por las irregularidades de su gestión con su propio patrimonio (140).

Finalmente, la Ley presta especial atención a su labor en orden a la gestión de la suscripción y, sobre todo, del reembolso de las participaciones. Ello se explica en atención al carácter abierto con el que se consagran en nuestro ordenamiento los Fondos de Inversión, lo cual —como se destacó en su momento, y a ello nos remitimos— supone que la suscripción y el reembolso de sus participaciones se atienden a petición de los inversores, en los términos establecidos reglamentariamente, sin que tales operaciones estén supeditadas, respectivamente, al concurso de la voluntad de otro partícipe de vender sus participaciones o a la existencia de un inversor interesado en su adquisición, como ocurre en el caso de las IIC cerradas (141). De hecho, la Ley incluye expresamente entre los derechos del partícipe el relativo al reembolso del valor de su participación (142), entendiendo la doctrina que nos encontramos ante un tipo de desistimiento unilateral del contrato que liga al partícipe con el Fondo y, por ende, con la gestora.

No obstante, hay que destacar que el ejercicio del derecho del partícipe al reembolso de su participación presenta una peculiaridad en el caso concreto de los Fondos Inmobiliarios, y es que no se puede solicitar en cualquier momento, debido a la menor liquidez que caracteriza a éstos, frente a los homónimos mobiliarios. Esta limitación la impone la propia naturaleza inmobiliaria del objeto de la inversión de estos Fondos, de valoración más compleja e incierta que la mayor parte de los valores e instrumentos financieros que integran el activo de los Fondos de Inversión de carácter financiero. Téngase en cuenta que el valor de estos últimos, salvadas las excepciones que contempla la Ley y que como regla no podrán superar el 10 por 100 de su activo, se conoce en todo momento y de forma objetiva, al exigirse legalmente que estén admitidos a cotización en bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación, o bien que se trate de instrumentos del mercado monetario líquidos y con un valor que igualmente pueda conocerse en cualquier momento (143). Por otro lado, la más lenta realización de los inmuebles también

---

(139) Más concretamente, el artículo 40.4 LIIC señala que las sociedades gestoras desempeñarán sus funciones «con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal».

(140) Cfr. artículo 46.4 LIIC. A este respecto, el artículo 62.1 de esta misma Ley impone al depositario la obligación de exigir a la sociedad gestora la responsabilidad dimanante del ejercicio irregular de sus funciones, en nombre de los partícipes. Si bien, esta obligación ha de entenderse sin perjuicio del derecho de los propios partícipes a exigir directamente dicha responsabilidad, consagrado en el artículo 5.3.d) LIIC.

(141) Vid. *supra*, apartado 3.

(142) Cfr. artículo 5.3 LIIC.

(143) Artículo 30.1 LIIC.

puede condicionar el ejercicio de este derecho en supuestos excepcionales, tales como el de que se produjera una petición masiva de reembolso. Por esta razón, la Ley prevé la posibilidad, previa autorización de la CNMV, de que se suspenda temporalmente el ejercicio de este derecho cuando concurren circunstancias excepcionales, en los términos que se determinen reglamentariamente, y en particular, cuando no sea posible la determinación del precio de su activo o concorra otra causa de fuerza mayor (144). Pero, sobre todo, para salvar estos obstáculos y asegurar cierto margen de liquidez en los Fondos de Inversión Inmobiliaria, el Real Decreto 686/1993 consagró en el artículo 72.2 del RIIC la posibilidad de que, sin perjuicio de que «su objeto exclusivo» sea la inversión en inmuebles para su explotación, estos Fondos inviertan un porcentaje de su activo en valores y activos líquidos, al objeto de disponer de un coeficiente de liquidez que asegure el cumplimiento del régimen de reembolso (145). Posteriormente, el Real Decreto 845/1999 introdujo un nuevo artículo 72 bis en el RIIC donde se concretan los porcentajes de inversión de los Fondos Inmobiliarios, señalando que respetada la obligación de invertir al menos un 70 por 100 de su activo en inmuebles, al menos un 10 por 100 del activo total representará el coeficiente de liquidez, el cual se deberá materializar en efectivo, depósitos, cuentas a la vista en entidades 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 contemplados en el RIIC. Además, hasta un 5 por 100 de este coeficiente puede invertirse en aquellos valores de renta variable que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, el Reglamento de Gestión de cada Fondo concretará los plazos periódicos en los que los partícipes pueden solicitar el reembolso, que en ningún caso podrán ser superiores al año (146),

---

(144) Cfr. artículos 7.3 y 38.2.d) LIIC. A este respecto, el artículo 19.5 de la OM, de 24 de septiembre de 1993, contemplaba como circunstancia excepcional que permitía autorizar la suspensión del derecho de reembolso el hecho de que se produjeran peticiones de reembolso superiores al 15 por 100 del activo del Fondo; sin perjuicio de que ante esta hipótesis la sociedad gestora estimara oportuno acordar la disolución del Fondo. No obstante, esta previsión fue expresamente derogada por el Real Decreto 845/1999 (cfr. el apartado 2.º de su Disposición Derogatoria única), si bien, dejó en vigor dicha posibilidad en un supuesto concreto, cuando las peticiones de reembolso que superen el referido porcentaje del activo del Fondo (15 por 100) vengan originadas por una modificación del Reglamento de Gestión que afecte a la política de inversiones, distribución de resultados, requisitos para la modificación del contrato o del Reglamento de gestión, sustitución de la Sociedad gestora o el Depositario, conversión del Fondo en sociedad, establecimiento o modificación de comisiones, o al objeto del Fondo (art. 22.2 OM de 1993).

(145) En la actualidad, consagra la obligación de los FII de disponer de un coeficiente de liquidez la propia Ley, en su artículo 36.1.

(146) Artículo 38.2.b) LIIC.



y las condiciones de ejercicio de este derecho (147). A este respecto, resulta de crucial importancia la determinación del crédito exigible por el partícipe, o lo que es igual, del valor liquidativo de las participaciones.

Esta cuestión ha sido regulada pormenorizadamente por nuestro legislador, siguiendo en líneas generales los modelos extranjeros (148). En primer lugar, dispone que el valor liquidativo de las participaciones se fijará por la gestora una vez al mes y en la fecha fijada en el Reglamento de Gestión del Fondo y, únicamente podrá diferir del aplicado al partícipe en la cuantía correspondiente a las comisiones de reembolso o los descuentos a favor del Fondo que para esta hipótesis estén previstos en el Reglamento de Gestión. En segundo lugar, en la valoración del patrimonio del Fondo, o más concretamente, de los inmuebles que integran su activo, se hace intervenir a un tercero independiente, una Sociedad de tasación de las contempladas en la legislación del Mercado Hipotecario, que deberán valorar los inmuebles del Fondo al menos una vez al año (149). Se admite, no obstante, que las Sociedades de gestión, con el consentimiento motivado y escrito de la Sociedad tasadora, apliquen una oscilación de un 3 por 100 al valor de tasación, siempre que el valor resultante no supere el valor de mercado que se haya establecido en la tasación (150). Finalmente, el valor de los inmuebles, junto con el del resto del activo del patrimonio del Fondo, consistente en depósitos y valores mobiliarios de más fácil y segura valoración (151), será la base a partir de la cual la gestora fijará el valor liquidativo de las participaciones. Éste se obtiene después de deducir al valor del activo el de las deudas del Fondo y dividir el patrimonio neto entre el número de participaciones en circulación (152).

Para concluir con el régimen del derecho de reembolso hay que destacar que existe un supuesto en el que éste es objeto de un régimen especial. Se trata de aquél en el que este derecho se ejerce en respuesta a ciertas modificaciones del Reglamento de Gestión del Fondo. La Ley atribuye la facultad de modificar dicho Reglamento a la Sociedad gestora y al Depositario, previa autorización de la CNMV, pero sin el concurso de los partícipes, que tan sólo

---

(147) En todo caso, la OM de 24 de septiembre de 1993 dispone que las peticiones de reembolso se realizarán con una antelación de entre un mes y quince días a la fecha establecida en el Reglamento de gestión del fondo, al objeto de determinar el valor liquidativo mensual aplicable, y el reembolso se hará efectivo en el plazo máximo de cinco días desde la fecha de fijación mensual del valor liquidativo que sea de aplicación (art. 19.6 y 7). Además, la Ley prevé la posibilidad de que en el Reglamento del Fondo se prevean comisiones de reembolso sobre el valor liquidativo de las participaciones (art. 8 LIIC).

(148) Cfr. artículos 17 y 19 de la OM de 24 de septiembre de 1993.

(149) Cfr. el artículo 38.2.c) LIIC y los artículos 17, 27 y 28 de la OM de 1993.

(150) Artículo 17.3 de la OM de 1993.

(151) Artículo 17.1.b) y c) de la OM de 1993.

(152) Artículo 17.1 en relación con el artículo 19.1 de la OM de 1993.

cuentan a este respecto con el derecho a ser informados de la modificación, una vez que ésta haya sido autorizada (153). Ahora bien, cuando la modificación afecte a sus derechos, por referirse a cuestiones tales como la política de inversiones o de distribución de resultados del Fondo, la sustitución de la Sociedad gestora o el Depositario (salvo que las nuevas entidades pertenezcan al mismo grupo que sus antecesoras), el establecimiento o modificación de comisiones de gestión, reembolso o depósito, y el cambio de objeto del Fondo que determine un cambio en su régimen fiscal, los partícipes tendrán el derecho a separarse del mismo, al haber variado las condiciones de la inversión. El ejercicio del derecho de reembolso está sujeto a ciertas especialidades en este supuesto. En primer lugar, será gratuito, sin que pueda deducirse comisión o gasto alguno. En segundo lugar, en este caso el reembolso será automático si las peticiones de reembolso no superan el 15 por 100 del activo del Fondo. En otro caso, la Sociedad gestora podrá solicitar a la CNMV la suspensión provisional del reembolso y proponer las medidas que estime oportunas para hacer frente a esta situación, aunque deberá atender a prorrata las solicitudes presentadas hasta el límite del 15 por 100 del activo del Fondo, y ello en el plazo máximo de un mes desde la fecha de inscripción de las correspondientes modificaciones en el Registro de la CNMV (154). Finalmente, si el reembolso solicitado superara el 50 por 100 del patrimonio del Fondo se podrá acordar la disolución de éste (155).

Por lo que se refiere a la entidad depositaria, de ella se ocupa en particular el Título V de la LIIC, definiéndola como aquella entidad a la que se encomienda la custodia de los activos de las IIC y la vigilancia de la gestión de las Sociedades Gestoras (156). Podrán ser depositarios las entidades de crédito y las agencias y sociedades de valores, siempre que sean participantes, directa o indirectamente, en los sistemas de registro, compensación y liquidación de los distintos mercados en los que vayan a operar (157). Además, deberán obtener una autorización de la CNMV, inscribirse en el correspondiente registro y cumplir las obligaciones que establece la Ley, actuando siempre de manera independiente y en interés de los partícipes (158). Su labor se remunerará con la comisión que prevea el Reglamento de Gestión del

---

(153) Artículo 12.2 y 60.a) LIIC y artículo 22.1 de la OM de 1993.

(154) Artículos 12.2 *in fine* LIIC y 22.4 de la OM de 1993.

(155) Artículo 22.3 de la OM de 1993.

(156) Artículo 57 LIIC. Por lo que se refiere a sus funciones de control y supervisión de la actividad de la gestora, la OM de 1993 hace especial hincapié en la supervisión del régimen de las inversiones detallado en este texto legal y de las operaciones de cálculo del valor liquidativo de las participaciones; debiendo para ello recabar información de la sociedad gestora con una periodicidad trimestral (art. 29.3).

(157) Artículo 58 LIIC.

(158) Artículo 59 LIIC.

Fondo, que con carácter general no podrá superar dos por mil anual del patrimonio custodiado (159).

Sus obligaciones básicas (160) son la de concurrir con la gestora a la redacción del reglamento de gestión y otorgar la escritura de constitución, modificación o liquidación del Fondo, emitir en unión con la sociedad gestora los certificados de las participaciones, velar por la regularidad de la suscripción de las mismas, así como por el pago de los beneficios que les correspondan, ejercer las labores de depósito de los valores de que sea titular el Fondo, satisfacer los reembolsos de las participaciones (161) y, sobre todo, la de asumir la custodia y vigilancia de la gestión del Fondo. Por lo que se refiere a esta última obligación, que cualifica la posición del depositario, hay que destacar que asume la responsabilidad de comunicar a la CNMV aquellas anomalías que detecte en la gestión del Fondo, compitiendo a esta entidad la función inspectora y sancionadora (162). Asimismo, como inmediatamente vamos a ver, el depositario está obligado a ejercitar contra la Sociedad gestora, y en nombre de los partícipes, las acciones que correspondan para exigirle la responsabilidad —civil e, incluso, penal— en que haya incurrido por el ejercicio irregular de sus funciones (163).

En cuanto a la calificación de su posición jurídica, de un lado, atendida su concurrencia al otorgamiento de la escritura de constitución del Fondo

---

(159) Así lo dispone el artículo 45.5 del RIIC, conforme a la redacción dada por el Real Decreto 91/2002.

(160) Artículo 60.a) LIIC.

(161) Se observa, así, que mientras el artículo 40.1 LIIC atribuye la gestión del reembolso de las participaciones a la Sociedad gestora, el artículo 60.e) de la Ley encomienda al depositario la supervisión de los criterios, fórmulas y procedimientos utilizados por la sociedad gestora para el cálculo del valor liquidativo de las participaciones, así como la obligación de satisfacer el reembolso de las mismas. Se aprecia en este punto un cambio significativo con respecto a la Ley de 1984, que atribuía a la gestora la obligación de emitir y reembolsar las participaciones a solicitud de cualquier interesado (art. 20.4). Este cambio no parece más que una manifestación del esfuerzo realizado por la nueva legislación de las IIC por precisar y delimitar las funciones de las entidades gestoras y depositarias de las mismas, cuestión que es regulada con mucho más detalle que en la normativa precedente.

Al amparo de la normativa precedente, la doctrina mayoritaria estimaba que en caso de incumplimiento de la obligación de la sociedad gestora de proceder al reembolso de las participaciones, ésta sería responsable con su patrimonio de manera directa. Es decir, que el partícipe, en este caso, no sólo gozaba del poder de dirigirse contra los bienes del Fondo —que es su mayor garantía—, sino que también podía agredir los bienes de la sociedad de gestión como deudora del reembolso. En la actualidad, cabe seguir afirmando esta responsabilidad a cargo del sujeto cuya negligencia en el cumplimiento de sus obligaciones haya sido la determinante de la lesión del derecho de reembolso del partícipe: la sociedad gestora, si ésta no ha procedido a la determinación del valor de liquidación en la forma y plazos correspondientes, y el depositario, en caso de que no haya procedido a hacer efectivo el derecho de reembolso sin mediar justa causa para ello.

(162) Artículo 62.1 LIIC y artículo 29.3 de la OM de 1993.

(163) Artículo 6.2 LIIC.

cabe afirmar que el origen de la relación que le liga a éste es contractual. Más concretamente, se trata de un contrato complejo de depósito, al que se ligán ciertas obligaciones de gestión y control de la labor de la entidad gestora. Además, en la medida en que tales obligaciones —al igual que ocurría en el caso de la entidad gestora— han de ejercitarse *ex lege* en interés de los partícipes del Fondo, hay que añadir que nos encontramos ante un contrato en interés de tercero. Ese tercero, el partícipe, muestra su aceptación para beneficiarse de la relación contractual entablada entre el Depositario y el Fondo a través de la perfección del contrato de inversión que le liga a este último. En cuanto a los argumentos que avalan esta calificación nos remitimos, *mutatis mutandi*, a los ya expuestos en relación a la sociedad gestora. Básicamente, el hecho de que la remuneración del depositario corra a cargo del propio Fondo y no de los partícipes (164); la falta de poderes de éstos para poner fin al contrato de depósito en caso de incumplimiento del depositario (165), sin perjuicio de su facultad —como beneficiarios de la misma— para exigir el cumplimiento de las obligaciones del depositario o, en su caso, responsabilidad por su incumplimiento (166).

En efecto, expuestas sucintamente las obligaciones que asumen frente a los partícipes gestora y depositario a raíz de la emisión y suscripción de participaciones en Fondos de Inversión Inmobiliaria, hay que destacar que la Ley hace responsables a ambos sujetos frente a los partícipes del correcto cumplimiento de las mismas. Ahora bien, en el supuesto de que existan irregularidades en la gestión del Fondo, la responsabilidad del depositario cesará cuando pruebe que ha cumplido con todas y cada una de las obligaciones de vigilancia y control que le incumben. De modo que sólo en el marco de sus concretas obligaciones, se puede decir que el depositario asume una posición de corresponsable junto a la gestora, pero no en todo caso, siendo difícil en la práctica que se dé una responsabilidad exclusiva del mismo.

Para hacer efectiva la responsabilidad en la que puedan incurrir estos sujetos, la Ley contempla expresamente entre los derechos de los partícipes el de exigirles responsabilidades por el incumplimiento de sus obligaciones legales y reglamentarias (167). Sin perjuicio de lo cual, y dentro de su respectiva obligación de actuar en interés de los partícipes, la sociedad gestora y el depositario están obligados a exigirse recíprocamente esta responsabilidad en nombre de los partícipes en la inversión o patrimonio administrados (168).

---

(164) Artículo 8 LIIC.

(165) Artículos 68, 80, 81, 85, 86 y 92 LIIC.

(166) Artículo 1.257 del Código Civil, párrafo 2.º, y artículo 5.3.d) LIIC.

(167) Artículo 5.3.d) LIIC.

(168) El artículo 46.4 LIIC establece esta obligación a cargo de la gestora frente al depositario y el artículo 62.2 la impone a éste frente a aquélla.

La primera de estas previsiones legales parece clara, en el sentido de atribuir facultades individuales a los partícipes para hacer valer la acción de responsabilidad contra la gestora y/o el depositario por irregularidades en sus respectivas obligaciones gestoras. A su vez, en la obligación legal de gestora y depositario de exigir esa responsabilidad en nombre de los partícipes se han de ver dos cosas. Una, el otorgamiento por la Ley de una especialísima legitimación a ambos sujetos para actuar judicialmente el interés ajeno de los partícipes, en el marco de las respectivas relaciones jurídicas que les ligan a ellos. Téngase en cuenta que, en principio, como ni la gestora ni la depositaria actúan aquí como representantes del Fondo, sino de los singulares partícipes, no podrían accionar en su nombre, a menos que los partícipes les otorgaran el oportuno poder de representación. Sin embargo, la Ley ha suplido este requisito y lo ha hecho —y con ello entramos en la segunda faceta de esta legitimación especial— para favorecer a los partícipes, ahorrándoles las dificultades y gastos que comportaría la reclamación individual, así como los inconvenientes dimanantes del ejercicio de una pluralidad de acciones relativas a los mismos hechos. Además, la Ley configura la actuación judicial o extrajudicial de gestora y depositario para reclamarse recíprocamente responsabilidad en nombre de los partícipes, como una obligación de estos sujetos. Aunque ello no puede interpretarse, de ninguna manera, como la exclusión de la posibilidad de que aquel o aquellos partícipes que lo deseen insten a título individual la reclamación judicial, en la medida de su interés.

Atendido el régimen de responsabilidad de gestora y depositario, se echa en falta la previsión legal de la facultad de solicitar y decretar judicialmente su separación definitiva, cuando la gravedad de su incumplimiento así lo aconseje. Sin embargo, la separación de la gestora y/o el depositario sólo está prevista en el marco de las sanciones por infracciones muy graves o graves, como potestad del Ministro de Economía a propuesta de la CNMV o de esta última, respectivamente, y, además, en el caso del depositario, para prevenir conflictos de interés cuando éste pertenezca al mismo grupo que la Sociedad gestora (169). No obstante, ello no hace sino corroborar que los partícipes no son partes, sino beneficiarios, de los respectivos contratos de gestión y depósito que vinculan a la Sociedad gestora y al Depositario con el Fondo de Inversión.

#### 5.4. DISOLUCIÓN Y LIQUIDACIÓN DEL FII

Para terminar esta aproximación al régimen jurídico de los Fondos Inmobiliarios, procede hacer una referencia a su disolución.

---

(169) Cfr. artículos 80, 85, 86, 92 y 68 de la LIIC.

El artículo 24.1 de la Ley contempla las causas de disolución de manera general para todos los Fondos y lo hace en forma nada satisfactoria. Las causas que establece son las siguientes. En primer lugar, el vencimiento del término señalado en el contrato de constitución, con respecto a lo cual no hay nada que objetar. En segundo lugar, se refiere al simple acuerdo de la gestora y el depositario, cuando el Fondo se hubiera constituido por tiempo indefinido. No se acierta a entender la razón por la cual el legislador atribuye a los sujetos gestores del Fondo, discrecionalmente, sin precisar causas o límites, la facultad de decidir su disolución. Más adecuado hubiese sido prever la posibilidad de disolver el Fondo tan sólo en el caso de que se tema por su viabilidad o en atención a circunstancias sobrevenidas de mercado que aconsejen tal medida (170). En cualquier caso, sería deseable una limitación de esta facultad en atención al supremo interés de los partícipes, sujeta si se quiere a control administrativo o arbitrando la posibilidad de los partícipes de oponerse motivadamente al acuerdo de disolución. Lo que no parece de recibo es que sea suficiente la libérrima voluntad de gestora y depositario para decidir la disolución de un Fondo viable, ya que ello no hace más que generar desconfianza en el inversor hacia estas instituciones financieras, en contraste con el objetivo perseguido en todo momento por el legislador. Piénsese que bastará que interese a la gestora y al depositario abandonar el negocio, para que puedan hacerlo sin más, acordando la disolución del Fondo con amparo legal y, por ende, sin incurrir en responsabilidad frente a los inversores. Finalmente, como tercera causa de disolución, se establece a modo de cláusula abierta una referencia a las demás previstas en la Ley, sus normas de desarrollo o el concreto Reglamento de Gestión del Fondo. Así, a título ilustrativo, fuera de este elenco de causas de disolución, el artículo 13.1.a) de la LIIC dispone que en caso de que el patrimonio o el número de partícipes de un Fondo desciendan de los mínimos establecidos reglamentariamente, dichas instituciones gozarán del plazo de un año para llevar a efecto la re-

---

(170) En este sentido, el artículo 13.1.a) de la LIIC dispone que en caso de que el patrimonio o el número de partícipes de un fondo descendieran de los mínimos establecidos reglamentariamente, dichas instituciones gozarán del plazo de un año, durante el cual podrán continuar operando como tales, para llevar a efecto la reconstitución del patrimonio o del número de partícipes, renunciar a la autorización concedida o bien decidir su disolución.

En la misma línea, el derogado artículo 19.5 *in fine* de la OM de 24-9-1993, facultaba a la gestora a liquidar el Fondo en el supuesto de que, ante el ejercicio por los partícipes de su derecho de reembolso, el patrimonio del Fondo quedará por debajo del mínimo previsto en su artículo 16 o se dieran otras circunstancias que aconsejaran igualmente esta medida. En la actualidad, esta facultad tan sólo se contempla en el supuesto en que a raíz de una modificación del Reglamento de Gestión del Fondo el reembolso solicitado por los partícipes alcanzara un importe total igual o superior al 50 por 100 del patrimonio del Fondo (art. 22.3 de la OM de 1993).

constitución del patrimonio o del número de partícipes o, en su caso, decidir su disolución. El artículo 57.3 del RIIC, establece la disolución en el caso de cese de la gestora o el depositario, sin que surja otra entidad dispuesta a hacerse cargo de sus funciones. Y, por su parte, el artículo 22.3 de la Orden Ministerial, de 24 de septiembre de 1993, prevé la posibilidad de disolver el Fondo en caso de que, a raíz de una modificación de su Reglamento de Gestión, las solicitudes de reembolso de los partícipes alcancen o superen el 50 por 100 de su patrimonio.

En cualquiera de estos supuestos, una vez acordada la disolución del Fondo y hecha pública por la CNMV, quedarán automáticamente suspendidos los derechos de suscripción y reembolso de sus participaciones, y se procederá a la liquidación de su patrimonio. El artículo 24.2 de la LIIC confiere la facultad de liquidar el Fondo, es decir, pagar a sus acreedores, cobrar sus créditos y enajenar el activo, a la gestora con el concurso del depositario, con sujeción a los requisitos y garantías que se establezcan reglamentariamente. Concretamente, el artículo 24 de la Orden Ministerial de 1993 somete estas actuaciones a determinados requisitos de garantía y publicidad de cara a los partícipes y prevé, asimismo, que de no haberse podido enajenar todos los bienes y derechos sobre inmuebles integrantes del patrimonio del Fondo transcurridos dos años desde el inicio de la liquidación, se procederá por la gestora a la cancelación del Fondo y la inscripción de tales bienes y derechos en el Registro de la Propiedad a favor de todos los partícipes. Será en este supuesto, y sólo en él, cuando surja una cotitularidad entre los inversores sobre los inmuebles que integran el patrimonio del Fondo disuelto. En este caso es claro que se trata de una comunidad ordinaria, por cuotas, y de la que cualquiera de los partícipes tendrá la facultad de separarse en cualquier momento, conforme a lo dispuesto en los artículos 392 y siguientes del Código Civil.

ANTONIO ORTI VALLEJO  
Catedrático de Derecho Civil  
de la Universidad de Granada

y  
MARÍA DEL CARMEN GARCÍA GARNICA  
Profesora Titular de Derecho Civil  
de la Universidad de Granada