

LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN EL DERECHO PORTUGUÉS (*)

PAULO CÂMARA (**)

*Docente universitario, profesor de Derecho
(Facultad de Derecho de la Universidad de Lisboa)
y abogado*

RESUMEN

En este trabajo se analizan los fondos de inversión tal y como están regulados en el Derecho portugués haciendo un recorrido por los aspectos fundamentales de su régimen jurídico, sin dejar a un lado su perspectiva desde el Derecho comunitario. Se estudian elementos esenciales como la sociedad gestora, el depositario y los partícipes, así como la tipología de los fondos, de inversión mobiliaria o inmobiliaria, poniendo especial interés en una modalidad reciente surgida con la intención de paliar en parte, los efectos de la crisis económica, los fondos de inversión inmobiliaria para arrendamiento de vivienda.

Palabras clave: fondos de inversión, organismos de inversión colectiva, sociedades de inversión mobiliaria, fondos de inversión inmobiliaria.

ABSTRACT

In this paper we analyze the investment funds as they are covered by Portuguese law by a tour of the fundamental aspects of their legal status, without leaving aside the perspective of Community law. Explores key elements such as the management company, the depositary and holders, as well as the type of funds, or real estate investment trust, paying particular interest in a recent pattern that emerged in an attempt to partially mitigate the effects of the crisis economic, real estate investment funds for housing rental.

Keywords: investment funds, collective investment companies, investment trusts, real estate investment funds.

SUMARIO

- I. *Enquadramento general; la evolución del tratamiento normativo*
- II. *Tipología de los organismos de inversión colectiva*

(*) El presente artículo retoma y desarrolla una parte de mi *Manual do Direito dos Valores Mobiliários*, ed. Almeida, 2009. El texto se encuentra actualizado a fecha de 1 de junio de 2009.

(**) (Sérvulo & Associados-Sociedade de Advogados RL) [pc@servulo.com]. Traducción realizada por María Jesús PEÑAS MOYANO y Luis Ángel SÁNCHEZ PACHÓN, Profesores de Derecho Mercantil de la Universidad de Valladolid.

- III. *El marco comunitario*
- IV. *La sociedad gestora*
- V. *El depositario*
- VI. *Los partícipes*
- VII. *Las sociedades de inversión mobiliaria*
- VIII. *Los fondos de inversión inmobiliaria*
- IX. *Tipología de los fondos de inversión inmobiliaria*
- X. *Composición y gestión del fondo*
- XI. *Los fondos de inversión inmobiliaria para el arrendamiento de vivienda*

I. ENCUADRAMIENTO GENERAL. LA EVOLUCIÓN DEL TRATAMIENTO NORMATIVO

I. En Portugal, el régimen jurídico de los fondos de inversión ha sufrido diversas modificaciones, desde su consagración originaria.

El Decreto-Ley núm. 46342, de 20 de mayo de 1965, suministró las primeras indicaciones sobre la materia en cuyo ámbito se desarrollaron los fondos FIDES y FIA, nacionalizados en 1976⁽¹⁾. El tema fue retomado por el Decreto-Ley núm. 134/1985, de 2 de mayo, que derogaba el título anterior e introducía mayor densidad al régimen de los fondos y de las sociedades gestoras⁽²⁾.

Transcurridos pocos años, el Decreto-Ley núm. 229-C/1988, de 4 de Julio determinó el régimen de los fondos de inversión, mobiliarios o inmobiliarios, abiertos o cerrados.

El Decreto-Ley núm. 276/1994, de 2 de noviembre fue el marco normativo siguiente, al transponer al régimen jurídico interno la Directiva del Consejo núm. 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985 en el ámbito de los fondos de inversión mobiliaria. Fue sin embargo alterado por el DL núm. 308/1995, de 20 de noviembre, por el DL núm. 323/1997, de 26 de noviembre, por el DL núm. 323/1999, de 13 de agosto y por el Decreto-Ley núm. 60/2002 de 20 de marzo.

Al Decreto-Ley núm. 252/2003, de 17 de octubre le correspondió la transposición para el régimen jurídico nacional de las Directivas núms. 2001/107/CE y 2001/108/CE, con vista a reglamentar las sociedades gestoras, los folletos simplificados y las inversiones en OICVM. También sufrió alteraciones impuestas por el DL núm. 52/2006, de 15 de marzo y por el DL núm. 357-A/2007.

II. Los fondos de inversión inmobiliaria, de su parte, también fueron objeto de diversas modificaciones.

Hasta el DL núm. 229-C/1988, de 4 de julio, el régimen de los fondos de inversión comprendía la disciplina de los fondos mobiliarios e inmobiliarios.

⁽¹⁾ Álvaro REIS FIGUEIRA, *Fundos Comuns de Investimento: Uma experiência interrompida*, *Scientia Jurídica*, t. 34, 1985, págs. 344-377.

⁽²⁾ Álvaro REIS FIGUEIRA, *Fundos Comuns de Investimento: Uma experiência interrompida*, cit., págs. 377-380.

El DL núm. 294/1995, de 17 de noviembre, sin embargo, separó los fondos de inversión inmobiliaria, dedicándoles un título autónomo. Este, por su parte, fue alterado por el Decreto-Ley núm. 323/1997, de 26 de noviembre.

Por último, el Decreto-Ley núm. 60/2002, de 20 de marzo aprobó el régimen actual de estos fondos. En seguida se hizo mercedor de alteraciones a través del Decreto-Ley núm. 252/2003, de 17 de octubre, del Decreto-Ley núm. 13/2005, de 7 de enero y del DL núm. 357-A/2007, de 31 de octubre

III. En total, en el Derecho común de los fondos de inversión, y dejando por ahora de lado los fondos con características especiales, se cuentan dieciséis intervenciones legislativas, lo que merece ser anotado. Además, en el plan comunitario, la Directiva sobre la materia ha sido objeto de sucesivas modificaciones, habiendo sido sustituida por la norma (UCITS IV) que debe estar transpuesta en 2013. El régimen fiscal de los fondos de inversión, por su parte, recibe tratamiento en el Estatuto de los Beneficios Fiscales, lo que lo hace permeable a alteraciones casi continuas⁽³⁾. A estos síntomas de persistente fluctuación legislativa se suma la elevada densidad y extensión de los textos reglamentarios en esta materia⁽⁴⁾, lo que incrementa, finalmente, la asimetría de tratamiento entre organismos de inversión colectiva y otros tipos de fondos, generando recurrentes dudas aplicativas.

De aquí resulta un cuadro normativo inestable, insuficientemente sistematizado y de difícil accesibilidad.

II. TIPOLOGÍA DE LOS ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

I. Los organismos de inversión colectiva pueden ser clasificados según diversos criterios. En atención a la composición de los patrimonios administrados se distinguen los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. Estos tienen como objeto típico la gestión de patrimonios compuestos por activos de elevada liquidez, valores mobiliarios, instrumentos financieros derivados, instrumentos del mercado monetario, depósitos a la orden con un plazo no superior a 12 meses y marginalmente, para satisfacer finalidades predeterminadas por ley, disponibilidades monetarias⁽⁵⁾.

Entre los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, cabe por su parte contraponer los no armonizados y los armonizados. Los fondos armonizados son fondos de inversión abiertos que obedecen íntegramente a reglas establecidas en el Título III del DL núm. 252/2003, de 17 de octubre, que por su parte proceden de la transposición de las indicaciones comunitarias. En relación a estos últimos, la autorización por la autoridad competente permite su libre comercialización en todo el espacio comunitario: son estos, pues, los beneficiarios del «pasaporte comunitario» de los fondos⁽⁶⁾.

⁽³⁾ Cfr., por último, los arts. 22.º a 25.º del Estatuto de los Beneficios Fiscales, en la redacción dada por el DL núm. 108/2008, de 26 de junio 2008.

⁽⁴⁾ Mencionar, en primer lugar, las Normativas de la CMVM núm. 15/2003 (OICVM), núm. 8/2002 (fondos de inversión inmobiliaria), núm. 7/2004 (comercialización de fondos extranjeros) y núm. 16/2003 (contabilidad). En lo tocante al registro de entidades gestoras de fondos de inversión son de también aplicación el Reglamento núm. 2/2007, sobre registro de actividades de intermediación financiera.

⁽⁵⁾ Art. 45.º DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

⁽⁶⁾ Art. 1.º, núm. 5 DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC). Cfr. Niamh MOLONEY, *EC Securities Regulation*², cit., págs. 251-254.

Por el contrario, los organismos de inversión colectiva no armonizados son todos los fondos de inversión cerrados o los fondos abiertos que no sigan lo establecido en el Título III del DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

II. Fundamental es igualmente la distinción entre fondos de inversión abiertos y fondos de inversión cerrados: estos presuponen un número tendencialmente fijo de unidades de participación⁽⁷⁾, al tiempo que en los fondos de inversión abiertos el número de unidades de participación varía en función de las respectivas suscripciones⁽⁸⁾.

Los fondos de inversión abiertos están igualmente asociados a una mayor liquidez, dado que en estos los partícipes pueden proceder al rescate de las unidades de participación. Este es el acto jurídico que provoca la extinción de la unidad de participación⁽⁹⁾ y que otorga al participante el derecho a recibir el valor patrimonial líquido, en dinero, referido a los valores mobiliarios rescatados⁽¹⁰⁾. El rescate no está permitido en los fondos de inversión cerrados⁽¹¹⁾.

III. Merece también distinguir los fondos de fondos, que se caracterizan por circunscribir sus inversiones en unidades de participación de otros fondos. Ello permite un acceso indirecto a las aplicaciones en fondos más inaccesibles y abre la puerta a una mayor diversificación. En contrapartida, sin embargo, las comisiones de gestión pueden ser soportadas por duplicado⁽¹²⁾.

III. EL MARCO COMUNITARIO

I. Un componente importante del régimen de los fondos de inversión deriva de la transposición de la Directiva del Consejo núm. 85/611/CEE (aquí referida como Directiva OICVM) al régimen jurídico interno portugués. Su aliento armonizador es moderado, al excluir expresamente de su ámbito los fondos de inversión cerrados y los fondos de inversión inmobiliaria.

En virtud de su longevidad y de la evolución que esta materia ha sufrido⁽¹³⁾, (j) esta Directiva OICVM ha sufrido alteraciones por ocho veces (!)⁽¹⁴⁾, ha dado lugar a una norma excesivamente fragmentada. Expresamente por ese motivo, fue recientemente aprobada una Directiva que procede a la derogación de la Directiva OICVM que reformula la sistematización del material normativo comunitario en esta materia⁽¹⁵⁾. Se prevé que la transposición de esta nueva Directiva deba estar concluida en 2013.

(7) Sin perjuicio de la posibilidad de aumento de capital del fondo: art. 22.º, núm. 3 DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

(8) Art. 2.º, núm. 1 DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

(9) Art. 9.º, núm. 2 DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

(10) Arts. 10.º, núm. 2 b) e 20.º, núm. 4 DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

(11) Art. 22.º, núm. 2 DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

(12) Timothy SPANGLER, *The Law of Private Investment Funds*, Oxford, 2008, pág. 14.

(13) Niamh MOLONEY, *EC Securities Regulation*², cit., págs. 231-335.

(14) Se trata de las alteraciones provocadas por las Directivas núms. 88/220/CEE del Consejo de 22 de marzo de 1988, 95/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 29 junio de 1995, 2000/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 7 de noviembre de 2000, 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de enero de 2002, 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de enero de 2002 (UCITS III), 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 (DMIF), 2005/1/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 9 de marzo de 2005 y 2008/18/CE.

(15) El texto se encuentra disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/legal_texts/framework/recast_pt.pdf.

II. El legislador comunitario optó desde siempre por tratar la gestión de los fondos de inversión de modo separado a la intermediación en instrumentos financieros⁽¹⁶⁾. Se trata de una opción que no está exenta de críticas, dado que resultan algunas antinomias de esta separación de tratamiento comunitario. La Directiva OICVM es una Directiva «de producto» —estando más centrada en un tipo de valor mobiliario y del marco que lo rodea—, mientras que la DMIF (a semejanza de la Directiva previgente, la DSI) representa una Directiva que regula servicios y actividades de intermediación financiera⁽¹⁷⁾. Por este motivo, la regulación de los fondos de inversión ha sido considerada como asimétrica en relación a la de los productos financieros equivalentes que son comercializados bajo la forma de contratos de seguro o de contratos de depósito.

A mayores, la DMIF está mucho más desarrollada en lo tocante a los deberes de conducta de los intermediarios; en contraste, la posición del custodiante está muy poco tratada en la Directiva OICVM. Finalmente, la DMIF incluye en su ámbito la gestión de carteras y la consultoría entre los servicios de intermediación financiera, que están al alcance de las sociedades gestoras de fondos de inversión mobiliaria.

Una forma de mitigar este cuadro se ensaya, entre nosotros, en la nueva redacción del art. 289.º, núm. 4 CVM, resultante de la transposición de la DMIF, que prescribe una aplicación parcial del régimen de la intermediación a los fondos de inversión.

IV. LA SOCIEDAD GESTORA

I. En su actividad, la sociedad gestora está vinculada por estrictos deberes fiduciarios en defensa de los intereses de los participantes⁽¹⁸⁾.

Caben aquí deberes de cuidado en la gestión de los fondos (en la selección de los activos, en su contabilidad, en el ejercicio de los derechos inherentes, en la distribución de rendimientos)⁽¹⁹⁾ e, igualmente, deberes de lealtad en la defensa impostergable de los derechos de los partícipes⁽²⁰⁾.

Entre los deberes de origen legislativo aquí incluidos se cuenta el deber de correcta valoración del valor de las unidades de participación y de su divulgación diaria, en el caso de los fondos abiertos, o mensual, en el caso de los fondos cerrados⁽²¹⁾.

Además de los deberes fijados en la ley, se suman los deberes derivados de la normativa de gestión. Este elemento representa el instrumento contractual que conforma adicionalmente el

⁽¹⁶⁾ Recuérdese que la DMIF excluye de su ámbito los organismos de inversión colectiva, sus gestores y depositarios: art. 2.º, núm. 1 h) de la Directiva núm. 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 (DMIF).

⁽¹⁷⁾ Niamh MOLONEY, *EC Securities Regulation*, cit., págs. 238-242.

⁽¹⁸⁾ Pier Giusto JAEGER/Paolo CASELLA, *I Fondi comuni d'investimento*, Milano, 1984, págs. 101-108; Francesco CAPRIGLIONE (org.), *Le Gestioni di Patrimoni Mobiliari. Un'analisi comparata*, Milano, 1991, págs. 37-57, 85-98, 145-179, 279-297, 343-357.

⁽¹⁹⁾ Art. 31.º, núm. 2 DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

⁽²⁰⁾ Aproximando su función a la del *trustee*; Maria João TOMÉ, *Alguns aspectos dos fundos comuns de investimento mobiliário abertos «private»*, en Maria de Fátima RIBEIRO (org.), *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, 2007, págs. 140-144; Id., *Fundos de Investimento Mobiliários Abertos*, em *Estudos em Homenagem ao Banco de Portugal — 150.º aniversário (1846-1996)*, 1998, págs. 150-172.

⁽²¹⁾ Arts. 57.º e 58.º DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

ámbito de la actuación debida por la sociedad gestora y que delimita la política de inversiones a seguir, en el margen permitido por la ley.

II. Las sociedades gestoras son sociedades financieras [art. 6.º, núm. 1 d) RGIC] sujetas a la supervisión de sus actuaciones por la CMVM y a la supervisión prudencial del Banco de Portugal. Su objeto de actividad viene sufriendo un alargamiento significativo. Actualmente, además de la gestión de fondos de inversión mobiliaria, las sociedades gestoras pueden también proceder a la gestión de fondos de inversión inmobiliarios, de carteras individuales, de fondos de capital de riesgo y, en régimen de subcontratación, de fondos de pensiones⁽²²⁾. Pueden además comercializar unidades de participación administradas por otros organismos de inversión colectiva e, igualmente, prestar el servicio de consultoría.

Éstas se consideran, por ello, como sociedades gestoras de activos polifuncionales. Se trata de un reconocimiento relevante y que por sí sugiere la necesidad de, en el futuro, proceder a una reformulación transversal del régimen de la gestión de activos, eliminando diferencias injustificadas que subsisten en la disciplina jurídica de la gestión de diversos activos detentados colectivamente⁽²³⁾.

V. EL DEPOSITARIO

I. Los activos administrados por organismos de inversión colectiva deben ser confiados a un único depositario⁽²⁴⁾.

El depositario asume una doble función: a un tiempo, cumple funciones de custodia de los activos del fondo⁽²⁵⁾ que, pese al infeliz *nomen iuris* de este sujeto, se basan sobre todo en contratos de registro (y no de depósito), dada la forzosa desmaterialización de los valores mobiliarios líquidos (art. 62.º CVM). Estos deberes de custodia pueden ser subcontratados a un tercero, si la sociedad gestora lo consiente⁽²⁶⁾.

Además de esto, le son confiados una amplia gama de deberes de fiscalización y acompañamiento de los fondos. En cuestión están sobre todo los deberes de fiscalizar y garantizar ante los participantes el cumplimiento de la ley, de las normativas y de los documentos constitutivos de los fondos, señaladamente en cuanto a los plazos de entrega de la contrapartida y de las operaciones sobre los activos del fondo; el deber de efectuar el pago a los participantes de los rendimientos de las unidades de participación y del valor del rescate, reembolso o producto de la liquidación; el deber de elaborar y mantener actualizada la relación cronológica de todas las operaciones realizadas para los fondos; y el deber de elaborar mensualmente el inventario diferenciado los valores a su custodia y los pasivos de los fondos⁽²⁷⁾.

⁽²²⁾ Art. 31.º, núm. 4-6 DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

⁽²³⁾ En este sentido, pronunciándose a favor de una futura autonomía legislativa de las Sociedades Gestoras de Activos cuyo objetivo global de actividades englobe todas aquellas que son admisibles para las sociedades financieras que ejercen actividades usualmente caracterizadas como de gestión de activos y, adicionalmente, de capital de riesgo: Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, *Better Regulation do Sistema Financeiro*, 2007, págs. 15-20.

⁽²⁴⁾ Art. 38.º, núm. 1 DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

⁽²⁵⁾ Art. 40.º, núm. 2 b) e c) DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

⁽²⁶⁾ Art. 40.º, núm. 3 DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

⁽²⁷⁾ Art. 40.º, núm. 2 e) a j) DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

Esta segunda vertiente de los deberes de los depositarios representa una especificidad del régimen de los fondos de inversión, que no se da en los depositarios de los fondos de pensiones⁽²⁸⁾.

II. El depositario representa un papel importante en el ámbito del gobierno de los fondos de inversión. El ejercicio de las funciones del depositario debe, por eso, modelarse por vitodas de independencia⁽²⁹⁾, atenta contra la naturaleza fiduciaria de su posición, la obediencia estricta y exclusiva a los intereses de los participantes⁽³⁰⁾.

VI. LOS PARTÍCIPES

I. Las unidades de participación en fondos de inversión mobiliaria son valores mobiliarios que representan cuotas ideales detentadas por cada partícipe sobre un patrimonio reunido para la inversión en valores mobiliarios⁽³¹⁾.

Dada la concentración de los poderes de gestión y de representación en la sociedad gestora, los partícipes no pueden dirigir instrucciones específicas en cuanto a la gestión del fondo⁽³²⁾ —en esto se desmarca la gestión de patrimonios colectivos de la gestión individual de carteras—.

II. Contrariamente que a los copropietarios (art. 1412.º CC), a los partícipes no les asiste el derecho de solicitar la división de cosa común⁽³³⁾. En caso de que pretendan desvincularse de la inversión del fondo, deben transmitir las unidades de participación o, en el caso de los fondos abiertos, proceder al correspondiente rescate (*open-end principle*)⁽³⁴⁾.

La cualidad de partícipe cesa también en caso de reembolso o de liquidación del fondo⁽³⁵⁾.

⁽²⁸⁾ Art. 49.º do DL núm. 12/2006, de 20 de enero.

⁽²⁹⁾ Uno de los ejemplos clásicos para documentar la esencialidad de la independencia del depositario es el del fraude de grandes proporciones en la gestión de activos realizada por la *Bernard L. Madoff Investment Securities*, detectada en 2008. Cfr. sobre todo *The High Level Group on Financial Supervision in the Eu* (coord. Jacques DE LAROSIÈRE), *Report*, 25 Feb. 2009, pág. 26.

⁽³⁰⁾ Art. 40.º, núm. 1 DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC). Merece señalar, a propósito, las propuestas de desdoblamiento de la función del depositario formuladas por Fernando NUNES SILVA, *Governacão de Organismos de Investimento Colectivo. Análise crítica do modelo vigente em Portugal, Cadernos MVM*, núm. 21, agosto 2005, págs. 74-81.

⁽³¹⁾ Cfr. Víctor CERVERA-MERCADILLO, «Las participaciones como valores mobiliarios negociables», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Ene/Mar 1999, págs. 131-197.

⁽³²⁾ Art. 23.º, núm. 3 DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

⁽³³⁾ La naturaleza de los fondos de inversión es escenario de alguna discusión doctrinal, dividiéndose entre los que sostienen que el derecho del participante tiene naturaleza contractual, los que a su vez señalan su naturaleza real, y los que sostienen que se trata de una propiedad fiduciaria. Para una ilustración: Pier Giusto JAEGER, *Prospettive e problemi giuridici dei fondi comuni d'investimento mobiliare*, en Luigi GERACI/Pier Giusto JAEGER (org.), *L'istituzione dei fondi comuni d'investimento*, Milano, 1970, 3-142; Maria João TOMÉ, *Alguns aspectos dos fundos comuns de investimento mobiliário abertos »private*, cit., págs. 123-144; Id., *Fundos de Investimento Mobiliários Abertos*, cit., págs. 150-172; Álvaro REIS FIGUEIRA, *Fundos Comuns de Investimento: Uma experiência interrompida*, cit., págs. 356-366.

⁽³⁴⁾ Cfr. *supra*, § 43.º, 2 y además: Maria João TOMÉ, *Fundos de Investimento Mobiliários Abertos*, em *Estudos em Homenagem ao Banco de Portugal, 150.º aniversário (1846-1996)*, 1998, págs. 146-150.

⁽³⁵⁾ Art. 9.º, núm. 2 DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

VII. LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN MOBILIARIA

I. El concepto *de organismo de inversión colectiva* delineado en el ordenamiento jurídico portugués abre la posibilidad de que estos sean dotados de personalidad jurídica, asumiendo forma societaria⁽³⁶⁾, como de hecho se admite en la Directiva comunitaria que disciplina la materia⁽³⁷⁾. Sin embargo, esta posibilidad concedida por el Derecho nacional tiene hasta la fecha mero alcance programático, dada la inexistencia de organismos de inversión colectiva dotados de personalidad jurídica: el sistema nacional es, pues, puramente contractual.

En contraste, puede señalarse que en muchos Estados europeos —tal como Francia, Italia y España—, esta alternativa entre fondos personalizados y no personalizados es efectiva. En efecto, en esos sistemas coexisten respectivamente los *Fonds Communs de Placement*, los *Fondi comuni di investimento mobiliare* y los *Fondos de Inversión Mobiliaria*, al lado de las *Sociétés d'Investissement à Capital Variable* (SICAV)⁽³⁸⁾, de la *Società d'Investimento a Capitale Variable* (también denominadas por la misma abreviatura SICAV) y de las *Sociedades de Inversión Mobiliaria*. Los primeros obedecen a un modelo contractual, siendo meros patrimonios autónomos, en los términos existentes en la ley nacional; los últimos, en contrapartida, son sociedades que se encargan directamente de la gestión del respectivo fondo patrimonial dirigido a la inversión en valores mobiliarios⁽³⁹⁾.

II. En Portugal, la discusión sobre la conveniencia de la consagración de sociedades de inversión mobiliaria se inició hace varios años. Se anticipa recurrentemente que el aumento de las formas jurídicas de captación de ahorro colectivo sólo trae ventajas, desde el punto de la eficiencia de afectación de recursos y del desarrollo de los mercados financieros. Esta forma jurídica de ahorro colectivo, con amplia difusión en el extranjero, proporcionaría al mercado nacional alternativas en la naturaleza, en la constitución y funcionamiento de un organismo de inversión colectiva. Además del mérito inherente a la diversificación, como ventaja adicional de esta solución figura su mayor atractivo para la constitución de fondos y para la inversión por entidades no residentes. No se conocen, de hecho, voces públicas que contesten estas conclusiones.

Aunque cabe informar que el proceso legislativo referente a la consagración de las sociedades de inversión mobiliaria tuvo ya su inicio, bajo iniciativa de la CMVM. Señálese, sobre todo, un proceso de consulta pública que transcurrió entre marzo y abril de 2008⁽⁴⁰⁾. Se formulan votos para que las propuestas discutidas en ese ámbito encuentren rápidamente la forma de ley.

VIII. LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA

I. Las especificidades de los fondos de inversión inmobiliaria resultan de la naturaleza de los activos en que los fondos invierten.

⁽³⁶⁾ Art. 1.º, núm. 2 DL núm. 252/2003, de 17 de octubre (RJOIC).

⁽³⁷⁾ Cf. art. 1.º, núm. 3 de la Directiva del Consejo 85/611 CEE, de 20 de diciembre de 1985 (JOCE L 375, de 31.12.85).

⁽³⁸⁾ Isabelle RIASSETTO/Michel STORCK, *OPCVM*, París, 2002, págs. 115-152.

⁽³⁹⁾ J. PILVERDIER-LATREYTE, *Le Marché Financier Français*³, París, 1991, 38-ss; A. GERVASONI/F. PERRINI, *I Fondi di Investimento Mobiliare Chiusi*, Milano, 12-ss.; J.E. CACHÓN BLANCO, *Derecho del Mercado de Valores*, cit., I, 575-ss; AA.VV., *Le Gestioni di Patrimoni Mobiliari. Un'Analisi Comparata*, Giuffrè, Milano, 1991, 78-ss., 345-ss. e *passim*.

⁽⁴⁰⁾ Los documentos referentes al proceso de consulta pública núm. 6/2008 se encuentran disponibles en <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/0A70FD7E-9174-4251-8332-F819D19FA305.htm>.

A pesar de la noción amplia de organismo de inversión colectiva, el DL núm. 252/2003, de 17 de octubre, remite la regulación de los fondos de inversión inmobiliaria a una ley especial⁽⁴¹⁾. La materia está actualmente regulada por el DL núm. 60/2002, de 20 de marzo —norma dedicada exclusivamente a los fondos de inversión inmobiliaria— (en adelante, RJFII).

No siempre, sin embargo, fue así. Como hemos visto, la materia de los fondos tuvo un régimen unificado hasta 1995, fecha en la que —por obra del DL núm. 294/1995, de 17 de noviembre— fue escindido el tratamiento de los fondos de inversión mobiliaria de los fondos de inversión inmobiliaria. Tal no constituye necesariamente la mejor opción. Una concentración del material normativo permite identificar de forma más clara puntos comunes y diferencias de disciplina de los dos tipos fundamentales de fondos. De hecho, es sabido que, entre nosotros, las entidades gestoras de fondos de inversión mobiliaria pueden dedicarse a la gestión de fondos de diversa naturaleza. Además, el régimen de los fondos mobiliarios está en algunos puntos más desarrollado, generando dudas frecuentes sobre su vocación para colmar lagunas, por analogía, en el régimen de los fondos inmobiliarios.

II. Contrariamente a lo que sucede con los fondos de inversión mobiliaria, en los fondos de inversión inmobiliaria no existe armonización comunitaria.

Esta situación no es considerada como satisfactoria, sobre todo porque los fondos inmobiliarios no se benefician de pasaporte comunitario. En 2007, la Comisión Europea constituyó un grupo de expertos para preparar recomendaciones sobre la necesidad de encetar el trabajo legislativo en esta área. El grupo presentó su informe en marzo de 2008, siendo favorable a una extensión de la armonización comunitaria⁽⁴²⁾, pero de aquí no ha resultado, hasta la fecha, ninguna propuesta concreta de texto comunitario.

IX. TIPOLOGÍA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA

I. En función de la rigidez o variabilidad de unidades de participación, son admitidos fondos inmobiliarios cerrados y abiertos, y también mixtos, cuando coexistan dos categorías de unidades de participación, una en número fijo y otra en número variable (art. 3.º RJFII).

II. Aunque son legalmente admisibles en el sistema nacional, al igual que muchos sistemas jurídicos europeos⁽⁴³⁾, los fondos de inversión inmobiliaria abiertos suscitan tradicionales dificultades en el plano aplicativo. Estando la correspondiente inversión centrada en bienes inmobiliarios, cuya enajenación no es inmediata, es notoria la dificultad de estos fondos para operar cuando los mercados están en caída. Algunos sistemas jurídicos consagran en ese contexto limitaciones temporales a los rescates, lo que los aproxima en esa medida a los fondos cerrados.

⁽⁴¹⁾ Art. 1.º, núm. 6 del DL núm. 252/2003, de 17 de octubre.

⁽⁴²⁾ Expert Group Report, *Open-Ended Real Estate Funds*, Mar. 2008, disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/expert_groups/report_en.pdf.

⁽⁴³⁾ Son once los Estados europeos que prevén un régimen para fondos de inversión inmobiliaria abiertos: cfr. Expert Group Report, *Open Ended Real Estate Funds*, 2008. Esta Relación no considera aún el régimen establecido en abril de 2008, en el Reino Unido, de PAFs (*Property Authorised Investment Funds*).

X. COMPOSICIÓN Y GESTIÓN DEL FONDO

I. Las reglas sobre composición del patrimonio son más exigentes en caso de fondos de inversión cerrados objeto de oferta pública de suscripción (art. 46.º RJFII) y, más todavía, en caso de fondos de inversión inmobiliaria abiertos (art. 38.º RJFII).

A los fondos de inversión cerrados objeto de oferta particular de suscripción cuyo número de partícipes sea superior a cinco es aplicable el núcleo mínimo de exigencias prudenciales ⁽⁴⁴⁾, que se concretizan en el régimen siguiente: el valor de los inmuebles y de otros activos equiparables no puede representar menos del 75% del activo total del fondo de inversión; sólo pueden invertir en inmuebles localizados en Estados miembros de la Unión Europea o de la OCDE, no pudiendo las inversiones fuera de la Unión Europea representar más del 10% del activo total del fondo de inversión; y el endeudamiento no puede representar más del 33% del activo total del fondo de inversión (art. 48.º, núm. 1 RJFII).

Los dos últimos límites no se aplican a los fondos de inversión cerrados objeto de oferta particular de suscripción cuyo número de partícipes sea igual o inferior a cinco (art. 48.º, núm. 2 RJFII).

II. El valor patrimonial de las unidades de participación debe ser calculado de acuerdo con la periodicidad establecida en el respectivo reglamento de gestión, dentro de los límites y condiciones definidos por la regulación de la CMVM, siendo éste, como mínimo, calculado mensualmente, con referencia al último día del mes respectivo (art. 30.º RJFII).

III. Para una gestión adecuada de eventuales conflictos de intereses, en los términos del art. 28.º, núm. 3 RJFII dependen de autorización de la CMVM, a requerimiento de la sociedad gestora, la adquisición y la enajenación de inmuebles a las siguientes entidades:

- a) Sociedad gestora y depositaria;
- b) Entidades que, directa o indirectamente, detenten el 10% o más de los derechos de voto de la sociedad gestora;
- c) Entidades cuyos derechos de voto pertenezcan, en un porcentaje igual o superior al 20%, de la sociedad gestora o a una entidad que, directa o indirectamente, domine la sociedad gestora, o por entidades dominadas, directa o indirectamente, por la sociedad gestora;
- d) Miembros del órgano de administración o de dirección o del consejo general de la sociedad gestora o de entidad que, directa o indirectamente, la domine;
- e) Entidades cuyos derechos de voto pertenezcan, en porcentaje igual o superior al 20%, a uno o más miembros del órgano de administración o de dirección o del consejo general de la sociedad gestora o de entidad que, directa o indirectamente, la domine;
- f) Entidades de cuyos órganos de administración o de dirección o del consejo general formen parte uno o más administradores o directores o miembros del consejo general de la sociedad gestora.

⁽⁴⁴⁾ A propósito de la flexibilidad en cuanto a la composición del patrimonio de estos fondos, y de la posibilidad de conformación de los requisitos de endeudamiento a través del reglamento de gestión: Maria João TOMÉ, *A propósito dos fundos de investimento imobiliário fechados de subscrição particular: Duas questões, Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VIII, 2008, págs. 461-471.

El requerimiento presentado por la sociedad gestora debe estar debidamente justificado y acompañado de informes elaborados por dos peritos evaluadores independientes, pudiendo la CMVM, en caso de duda, o si considera el valor de la adquisición o enajenación excesivo o insuficiente, solicitar nueva evaluación del inmueble por un tercer perito evaluador, por ella designado. Los valores determinados por los peritos evaluadores sirven de referencia al precio de la transacción propuesta, no pudiendo este precio ser superior, en el caso de adquisición del inmueble por el fondo de inversión, al menor de los valores determinados por los peritos, ni inferior, en el caso de la enajenación del inmueble por el fondo de inversión, al mayor de los valores determinados por los peritos⁽⁴⁵⁾.

IV. La Ley no impone un límite temporal dentro del cual deba ser constituido el primer fondo de inversión. Los límites más relevantes se cuentan a partir de la autorización del fondo. De un lado, se fijan 180 días para constituir el fondo, so pena de caducidad de la autorización (art. 20.º, núm. 7 RJFII). Además se abre el plazo de doce meses para que el fondo alcance un patrimonio de 5 millones de euros [art. 20.º, núm. 8 b) RJFII], lo que es importante para enjuiciar el mejor momento para proceder a la solicitud de su constitución.

V. Téngase en cuenta que las sociedades gestoras de fondos de inversión inmobiliaria pueden, además de la gestión de fondos, prestar igualmente servicios de consultoría para inversión inmobiliaria y proceder a la gestión individual de patrimonios inmobiliarios. En este último caso quedan sin embargo sujetas al régimen prudencial aplicable a las sociedades gestoras de patrimonios⁽⁴⁶⁾.

XI. LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA PARA EL ARRENDAMIENTO DE VIVIENDA

I. Son dos los objetivos principales subyacentes a la consagración de los fondos de inversión inmobiliaria para arrendamiento de vivienda (FIIAH) y sociedades de inversión inmobiliaria para arrendamiento de vivienda (SIIAH): en palabras del legislador se considera, de un lado, «contribuir a la reducción de las cargas derivadas de la crisis financiera»; de otro lado, «crear un estímulo adicional al mercado del arrendamiento urbano en Portugal»⁽⁴⁷⁾.

Los FIIAH reciben aplicación del régimen general de los fondos de inversión inmobiliaria, salvo algunas especialidades que importa conocer, contempladas en la Ley del Presupuesto del Estado para 2009⁽⁴⁸⁾ y de la Orden núm. 1553-A/2008, de 31 de diciembre, que en este punto vino a complementar⁽⁴⁹⁾.

La reglamentación de las SIIAH, por su parte, se encuentra aún pendiente de la previsión de un régimen para las sociedades de inversión inmobiliaria, en la tramitación del proceso

⁽⁴⁵⁾ Art. 28.º, núms. 4 y 5 RJFII.

⁽⁴⁶⁾ Cfr. arts. 6.º, núms. 3 y 10.º, núm. 2 RJFII.

⁽⁴⁷⁾ Las expresiones entre comillas son recogidas del preámbulo de la Orden núm. 1553-A/2008, de 31 de diciembre.

⁽⁴⁸⁾ Cfr. arts. 102.º-104.º de la Ley núm. 64-A/2008, de 31 de diciembre. Como elementos preparatorios del actual régimen, cfr. el texto original de la Propuesta de Ley —que puede ser consultado a través de www.parlamento.pt— y las modificaciones aprobadas en el debate parlamentario referentes al correspondiente art. 87.º, contempladas en el *Diário da Assembleia da República I Série*, núm. 20, 29 Nov. 2008.

⁽⁴⁹⁾ Cfr. además el Despacho del Secretario de Estado del Tesoro y de las Finanzas núm. 2564/2009, de 20 de enero de 2009, sobre la comisión de acompañamiento de los FIIAH.

legislativo iniciado a través de la consulta pública llevada a cabo por la CMVM en marzo y abril de 2008⁽⁵⁰⁾.

II. El régimen ahora consagrado se asienta en normas con una vigencia temporal. Se prevé, en efecto, que los FIAAH y las SIAAH constituidos entre 1 de enero de 2009 y 31 de diciembre de 2013, así como los inmuebles por aquellos adquiridos durante ese período, se puedan beneficiar de un régimen fiscal más favorable, basado en una amplia serie de beneficios fiscales⁽⁵¹⁾.

A mayores pueden las entidades gestoras realizar transacciones entre fondos de inversión inmobiliaria bajo su gestión con la finalidad exclusiva de integrar en la cartera los FIAAH inmuebles para vivienda permanente desde que lo hagan regularmente en los seis meses subsiguientes a la autorización del fondo, y con el límite del 31 de diciembre de 2009⁽⁵²⁾.

Por último, el art. 104.º de la Ley núm. 64-A/2008, de 31 de diciembre, prevé que el régimen de los FIAAH rija hasta el 31 de diciembre de 2020, operándose en esta fecha la conversión de los FIAAH en fondos de inversión inmobiliaria sujetos en su integridad al RJFII.

III. Los FIAAH son fondos de inversión inmobiliaria cerrados, de naturaleza especial. La Propuesta de Ley del Presupuesto para 2009 preveía que estos fuesen necesariamente fondos de suscripción pública⁽⁵³⁾, mas a lo largo de la discusión parlamentaria⁽⁵⁴⁾, y discretamente, se reconocieron las ventajas de que estos fondos inmobiliarios pudiesen ser de suscripción pública o de suscripción particular. Ésta, de hecho, será la hipótesis más frecuente, por razones que se explican más adelante⁽⁵⁵⁾.

Los FIAAH deben, sin embargo, obedecer a un régimen especial, estando sujetos al cumplimiento de los siguientes requisitos:

(i) El respectivo valor del activo total debe alcanzar, después del primer año de actividad, el montante mínimo de diez millones de euros, bajo sanción de la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios de revocar la autorización del FIAAH;

⁽⁵⁰⁾ Los documentos referentes al proceso de consulta pública núm. 6/2008 se encuentran disponibles en <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/0A70FD7E-9174-4251-8332-F819D19FA305.htm>.

⁽⁵¹⁾ En cuestión están los siguientes beneficios: exención de IRC de los rendimientos obtenidos por FIAAH constituidos regularmente entre 1 de enero de 2009 y 31 de diciembre de 2013, y que operen al amparo del derecho portugués; exención de IRC y de IRS de los rendimientos relativos a las unidades de participación en los FIAAH, debiendo, sin embargo, ser excluido el saldo positivo entre las plusvalías y las minusvalías de la enajenación de esas unidades de participación; exención de IMI de las fincas urbanas destinadas al arrendamiento para vivienda permanente, mientras se mantengan en la cartera del FIAAH, así como exención de Impuesto Municipal de Transacciones en el que afecta a las respectivas adquisiciones por el fondo o por los arrendatarios; deducción, en sede de IRS, de las rentas pagadas y exención de IRS de las plusvalías derivadas de la transmisión, en los casos en que tuvo lugar la conversión del derecho de propiedad en un derecho de arrendamiento; exención del impuesto del sello de los actos practicados, desde que conexos con la transmisión de los edificios urbanos destinados a la vivienda permanente, sea en el momento de la constitución de la situación arrendaticia, sea en el de su extinción por ejercicio del derecho de compra; exención de tasas de supervisión debidas por las entidades gestoras de FIAAH en cuanto a la gestión de esos fondos.

⁽⁵²⁾ Art. 9.º, núm. 1 del régimen jurídico contenido en el núm. 1 del art. 104.º de la Ley núm. 64-A/2008, de 31 de diciembre.

⁽⁵³⁾ Art. 2.º del régimen jurídico contenido en el art. 87.º de la Propuesta de Ley.

⁽⁵⁴⁾ Cfr. el *Diário da Assembleia da República* I Série, núm. 20 (29-Nov.-2008).

⁽⁵⁵⁾ A la fecha, sólo está constituido un FIAAH («Caja Arrendamiento»), cuya actividad fue iniciada en enero de 2009), formado por cinco partícipes, siendo todos ellos inversores institucionales conectados al grupo Caja General de Depósitos.

(ii) Tratándose de un fondo de suscripción pública, debe tener la participación de, por lo menos, cien partícipes, no pudiendo la respectiva participación individual exceder del 20% del valor del activo total del fondo.

En el caso de incumplimiento de aquel límite, además de la posibilidad de la revocación de la autorización del fondo, el derecho a la distribución de rendimientos del FIAAH es inmediata y automáticamente suspendido, en el valor de la participación que exceda el límite de participación individual⁽⁵⁶⁾;

(iii) Por lo menos el 75% del activo total del FIAAH debe estar constituido por inmuebles, situados en Portugal, destinados al arrendamiento para vivienda permanente. Nótese que este límite porcentual se comprueba en relación a la media de los valores verificados al final de cada uno de los últimos seis meses, debiendo verificarse en el plazo de dos años a contar de la fecha de constitución del FIAAH y de un año a contar de la fecha del aumento del capital, en relación al montante del aumento;

IV. La adquisición de inmuebles para los FIAAH sufre una importante limitación, por cuanto el precio a acordar entre entidades gestoras y el enajenante no puede exceder o valor fijado por dos peritos tasadores al amparo del art. 29.º RJFII.

De aquí se deduce el peso decisivo que la tasación implica en el régimen de los FIAAH. De hecho, si las tasaciones son excesivamente conservadoras, la enajenación se hace menos atractiva para los transmitentes de los inmuebles.

V. Una de las principales marcas distintivas de los FIAAH consiste en la posibilidad de celebración de un contrato de arrendamiento entre la entidad gestora del fondo y los prestatarios de contratos de crédito a la vivienda que procedan a la enajenación del inmueble objeto del contrato a un FIAAH. En estos casos, el valor de la renta del arrendamiento es fijado por acuerdo de las partes y es susceptible de actualización en los términos generales.

Esta relación contractual asume naturaleza híbrida, ya que el arrendatario adquiere, *ex lege*, un derecho de opción de compra del inmueble al fondo, susceptible de ser ejercido hasta 31 de diciembre de 2020⁽⁵⁷⁾.

El derecho de opción de compra puede ser ejercido en todo momento, respetando un período de antelación mínima de 90 días⁽⁵⁸⁾. Con todo, este derecho de opción de compra se extingue si el arrendatario no procede al pago de la renta acordada, por un período superior a tres meses. Nótese también que el derecho de opción sólo es transmisible por muerte del titular.

El ejercicio de la opción de compra se realiza sobre la base del valor, susceptible de actualización, de la enajenación del inmueble al FIAAH. La *susceptibilidad* de actualización, en este marco, significa que la actualización sólo se produce si está prevista contractualmente. Si está recogida en el contrato, la actualización será realizada de acuerdo con la variación del índice armonizado de precios al consumo. El valor de ejercicio de la *call option* aumenta por los gravámenes soportados por el FIAAH, señaladamente los costes de tasación, de transmisión

⁽⁵⁶⁾ Art. 3.º del régimen jurídico contemplado por el núm. 1 del art. 104.º de la Ley núm. 64-A/2008, de 31 de diciembre.

⁽⁵⁷⁾ Art. 5.º del régimen jurídico recogido por el núm. 1 do art. 104.º de la Ley núm. 64-A/2008, de 31 de diciembre

⁽⁵⁸⁾ Art. 3.º, núm. 1 de la Orden núm. 1553-A/2008, de 31 de diciembre.

y de registro del inmueble, si la opción de compra se ejercita en los dos años inmediatamente subsiguientes a la enajenación del inmueble al FIIAH.

Esta configuración aproxima el contrato celebrado al arrendamiento financiero de retorno⁽⁵⁹⁾. También aquí hay una unión de contratos: compra y venta y arrendamiento, al que está asociado un derecho de recompra, de naturaleza potestativa. Puede, en este sentido, afirmarse que estemos ante un *arrendamiento restitutorio*.

Un aspecto distintivo, sin embargo, está en el hecho de gozar el arrendatario, en los términos de la ley, de un derecho a recibir el valor correspondiente a la diferencia entre *el valor de la enajenación futura del inmueble a terceros* y el valor actualizado de la adquisición de ese mismo inmueble por el FIIAH. Para ello, con una antelación mínima de 90 días en relación al plazo del contrato de arrendamiento o a la fecha de una eventual finalización anticipada del contrato, el arrendatario debe comunicar que no pretende ejercer el derecho de adquisición. La prestación del arrendatario se deduce en los siguientes conceptos: de un lado, las sumas relativas a los costes de colocación del inmueble en el mercado en condiciones normales de utilización y la eventuales rentas vencidas y no pagadas⁽⁶⁰⁾; de otro lado, el montante correspondiente a las rentas relativas al período entre el momento de la finalización anticipada del contrato y el momento de la enajenación del inmueble a tercero, teniendo como límite las rentas debidas hasta al término del contrato de arrendamiento que había sido acordado por las partes⁽⁶¹⁾.

Por último, en caso de dificultad o imposibilidad de enajenación del inmueble por causa no imputable a la entidad gestora del fondo, el pago debido al arrendatario tiene lugar en el plazo máximo de dos años después de la finalización del contrato de arrendamiento, siendo, en este último caso, valorado el inmueble de acuerdo con la media simple del valor atribuido por dos peritos tasadores.

VI. Adviértase también que se ha constituido una comisión de acompañamiento para la verificación del régimen legal y reglamentario aplicable a la actividad de los FIIAH y para el control de la observancia de los principios de buen gobierno⁽⁶²⁾.

Esta comisión representa, sin embargo, una figura anómala. Al ser creada para verificar el cumplimiento de reglas legales, interfiere en el ámbito de actuación de la CMVM, creando una cierta duplicidad de entidades con poderes de fiscalización. Por su lado, el control de observancia de principios de buen gobierno presuponía una materialización de reglas de gobierno específicas de los FIIAH, las cuales, sin embargo, a la fecha no existen.

VII. El elemento crítico de este régimen se sitúa en el equilibrio entre, de un lado, los intereses de los arrendatarios, y, de otro, los intereses de los inversores en el fondo.

Sucede que, como se ha percibido, el arrendatario queda investido en un derecho potestativo de recompra, cuyo precio de ejercicio se calcula sobre la base del valor de adquisición del inmueble por el FIIAH, en el límite actualizado sobre la del índice de precios al consumo.

⁽⁵⁹⁾ En general, se remite a Diogo LEITE DE CAMPOS, *Nota sobre a admissibilidade da locação financeira restitutiva («lease.back») no direito português*, ROA, 1982, 775-793; Ana Filipa MORAIS ANTUNES, *O contrato de locação financeira restitutiva*, Lisboa, 2008.

⁽⁶⁰⁾ Art. 4.º, núms. 1 y 3 de la Orden núm. 1553-A/2008, de 31 de diciembre.

⁽⁶¹⁾ Art. 4.º, núm. 4 de la Orden núm. 1553-A/2008, de 31 de diciembre.

⁽⁶²⁾ Art. 7.º del régimen jurídico que consta en el núm. 1 del art. 104.º de la Ley núm. 64-A/2008, de 31 de diciembre. La designación de los miembros de la comisión de acompañamiento se efectuó a través del Despacho del Secretario de Estado del Tesoro y de las Finanzas núm. 2564/2009, de 20 de enero de 2009.

De esta forma, se puede crear un gravamen permanente para el fondo, que en último término queda sujeto a una *call option* del arrendatario. Así configurado, el esquema puede revelarse poco interesante para los partícipes del fondo. En efecto, en ambas alternativas, y dejando de lado el recibimiento de las rentas, el fondo puede desmerecer: si el inmueble se revaloriza, el adquirente tiene incentivos para comprar el inmueble en buenas condiciones y, aunque no ejerza la opción, se beneficia de la valorización ulterior del inmueble, descontados los costes de colocación y las rentas debidas por el período transcurrido hasta ser enajenado el inmueble a tercero. Si, por el contrario, ocurriese una depreciación profunda del inmueble, el adquirente no tendrá ventaja en ejercer la *call option* y renunciará naturalmente al derecho de adquirir el inmueble⁽⁶³⁾.

Lo atractivo para los arrendatarios, por su parte, depende en buena medida del rigor de las tasaciones de los inmuebles y del momento de renuncia al ejercicio de la *call option*. Si aquellas tasaciones fueran conservadoras y si el plazo de renuncia ocurriera en un momento precoz de la relación arrendaticia, no hay ventajas apreciables en el ámbito del arrendatario.

Queda la utilidad de los FIAAH en cuanto instrumento de reestructuración del maltrecho crédito. Ésta no es despreciable, ya que la figura introduce, aunque con notas de rigidez, alternativas interesantes para la renegociación de créditos incumplidos. Siendo así, con todo, y finalmente, los FIAAH se presentan más como instrumento bancario que como instrumento del mercado de capitales.

⁽⁶³⁾ Con el fin de mitigar lo expuesto debe señalarse que la exención de plusvalías cesa cuando el contrato de arrendamiento termine o cuando no sea ejercido el derecho de opción de compra: Art. 8.º, núm. 4 del régimen jurídico contenido en la núm. 1 del art. 104.º de la Ley núm. 64-A/2008, de 31 de diciembre.