



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

Las SOCIMIs: ¿un oasis jurídico para la inversión inmobiliaria en España?

Alternativas jurídicas para el pequeño inversor en el mercado inmobiliario español

Autor: Santiago Pardo Iglesias

5º E-5, Derecho y RR.II.

Derecho Mercantil

Tutor: Juana María Pardo Pardo

Madrid
Abril 2023

RESUMEN

Tras el estallido de la burbuja inmobiliaria en 2008, el legislador español buscó reactivar el mercado inmobiliario y, para ello, importó una figura jurídica propia del derecho estadounidense, los REITs (Real Estate Investment Trusts), adaptándola al contexto español y creando las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMIs), que han sido todo un éxito en la canalización del ahorro.

El presente trabajo comienza analizando el contexto de creación y la situación regulatoria de estas sociedades. Al margen de las ventajas fiscales que presentan las SOCIMIs, en esta investigación se pone el foco de análisis en el objeto social de las mismas y la ampliación que de este se ha ido realizando desde la creación de la Ley 11/2009 desde distintos órganos administrativos y judiciales. Asimismo, se abren nuevas posibilidades por medio de la reforma legislativa que abarque nuevos supuestos o a través de la interpretación jurídica de textos legales que completen las definiciones, en ocasiones inexistentes, de la Ley 11/2009. De este modo, se busca ampliar las posibilidades de inversión de estas sociedades, por ser estas entorno accesible y transparente para pequeños inversores.

El desarrollo tecnológico ha impulsado nuevas alternativas de financiación participativa, como el crowdfunding inmobiliario. Estas plataformas han experimentado un rápido crecimiento en los últimos años, gracias a su capacidad para conectar a inversores y promotores inmobiliarios de manera más ágil y directa. Sin embargo, como consecuencia de esta rápida evolución, surgen nuevos riesgos y retos jurídicos relacionados con la protección del inversor que son analizados a lo largo de la segunda parte de este trabajo.

En definitiva, se estudian ambas figuras por ser estas alternativas de inversión en el mercado inmobiliario español, para analizar los niveles de riesgo al que exponen al inversor y el contexto regulatorio en el que se integran.

PALABRAS CLAVE

SOCIMI, REIT, *financiación participativa*, *proptech*, inversión inmobiliaria, plataformas digitales

ABSTRACT

Following the burst of the real estate bubble in 2008, the Spanish legislator sought to reactivate the real estate market by importing a legal figure from US law, REITs (Real Estate Investment Trusts), adapting it to the Spanish context and creating the Listed Real Estate Investment Companies (SOCIMIs), which have been a great success in channeling savings.

This paper begins by analyzing the context of creation and the regulatory situation of these companies. Apart from the tax advantages offered by SOCIMIs, this research focuses on their corporate purpose and the expansion of it that has been carried out since the creation of Law 11/2009 by various administrative and judicial bodies. New possibilities are also explored either through legislative reform that covers new scenarios or through the interpretation of legal texts that complete the definitions, sometimes nonexistent, of Law 11/2009. In this way, the aim is to expand the investment possibilities of these companies, as they are an accessible and transparent environment for small investors.

Technological development has driven new participatory financing alternatives, such as real estate crowdfunding. These platforms have experienced rapid growth in recent years, thanks to their ability to connect investors and real estate developers more quickly and directly. However, as a consequence of this rapid evolution, new risks and legal challenges related to investor protection arise and are analyzed throughout the second part of this work.

In conclusion, both figures are studied as investment alternatives in the Spanish real estate market, to analyze the levels of risk to which they expose investors and the regulatory context in which they are integrated.

KEYWORDS

SOCIMI, REIT, *crowdfunding*, *proptech*, real estate investment, digital platforms

ÍNDICE

| | |
|--|-----------|
| 0. LISTADO DE ABREVIATURAS | 6 |
| 1. INTRODUCCIÓN..... | 7 |
| 2. LAS SOCIMI EN ESPAÑA | 9 |
| 2.1. Antecedentes y contexto de creación | 9 |
| 2.2.1. Evolución normativa | 11 |
| 2.2.2. Ratio Legis | 13 |
| 2.2.3. Régimen jurídico actual..... | 15 |
| 2.2.4. Ampliando el objeto de las SOCIMIs..... | 16 |
| 2.2.4.1. Inversiones indirectas | 16 |
| 2.2.4.2. Inversiones directas: adquisición, promoción y rehabilitación..... | 17 |
| 2.2.4.1.1. Concepto de adquisición, promoción y rehabilitación | 18 |
| 2.2.4.1.2. Concepto de bienes inmuebles de naturaleza urbana en propiedad..... | 19 |
| 2.3. La protección del inversor: gestión profesional y cotización en un mercado regulado..... | 25 |
| 3. CROWFUNDING INMOBILIARIO | 28 |
| 3.1. De una figura muy antigua al fenómeno <i>proptech</i>..... | 28 |
| 3.2. Regulación en España del crowdfunding: ¿un inversor desprotegido? | 30 |
| 3.3. Análisis de la relación jurídica (caso Housers)..... | 32 |
| 3.3.1. Funcionamiento básico de la plataforma: actores involucrados..... | 32 |
| 3.3.2. Advertencias y riesgos..... | 33 |
| 3.3.3. Cese de actividad y recobro..... | 34 |
| 4. CONCLUSIONES | 35 |
| 5. BIBLIOGRAFÍA | 38 |
| 5.1. Legislación..... | 38 |
| 5.2. Resoluciones | 38 |
| 5.2.1. Resoluciones Dirección general de tributos | 38 |
| 5.2.2. Resoluciones judiciales..... | 39 |
| 5.2.3. Resoluciones otros organismos..... | 39 |
| 5.3. Obras doctrinales | 39 |

| | |
|---|-----------|
| 5.3.1. Manuales | 39 |
| 5.3.2. Artículos jurídicos | 41 |
| 5.4. Otros recursos..... | 42 |

0. LISTADO DE ABREVIATURAS

BME: Bolsas y Mercados Españoles

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

DGT: Dirección General de Tributos

EPRA: European Public Real Estate Association

LMV: Ley del Mercado Valores

LPH: Ley de Propiedad Horizontal

LSC: Ley de Sociedades capital

MAB: Mercado Alternativo Bursátil

P2P: *peer to peer*

PIB: Producto Interior Bruto

REITs: Real Estate Investment Trusts

SMN: sistemas multilaterales de negociación

SOCIMIs: Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria

1. INTRODUCCIÓN

Los mercados no son sino el reflejo de los pensamientos y expectativas económicas de los individuos inmersos en un marco espacio-temporal concreto. En el caso del imaginario colectivo español, la inversión en ladrillo juega un importante papel en cuanto a decisiones de inversión.

La adquisición de una vivienda ha sido tradicionalmente uno de los métodos elegidos por los españoles para rentabilizar el ahorro dentro de su planificación financiera a largo plazo, o bien por medio de su futura venta embolsándose la plusvalía o bien a través del arrendamiento de la propiedad para la consecución de una fuente alternativa de ingresos recurrentes. Este enfoque clásico supone el desembolso de grandes cantidades de capital por un lado, alternativa restringida a grandes patrimonios; o a la suscripción de una hipoteca para poder apalancarse por medio de deuda hipotecaria en el caso de pequeños inversores. En ambos casos el riesgo derivado de la concentración del capital en un único activo (en este caso, la vivienda en cuestión) es muy alto, pero especialmente para estos segundos pequeños inversores por consistir en ocasiones en sus únicos ahorros o vincularse a una hipoteca por décadas. Por ello, los grandes patrimonios pueden resistir mejor los vaivenes del mercado.

Uno de esos vaivenes se produjo hace más de una década, cuando la ilusión generada por lo que posteriormente se descubriría que era una burbuja, hacía crecer de forma exorbitada la demanda en vivienda y, consecuentemente su precio. Sin embargo, la falta de rigor en la concesión de hipotecas y la nefasta calidad crediticia hizo crecer la bola de nieve que acabó derivando en la quiebra de bancos que parecían *too big to fail*¹, como fue el caso de Lehman Brothers.

En el caso de España, según se detalla en la exposición de motivos de la Ley 11/2009 donde el sector inmobiliario representa hasta cerca del 16 % del Producto Interior Bruto (en adelante, PIB), lo cual se sitúa por encima de la media del 10 % de otras economías avanzadas, el impacto de esta crisis fue incluso mayor. Por ello, allá por 2009, el legislador decide fomentar la inversión en el mercado inmobiliario a través de una figura societaria que abre la puerta tanto a paliar los riesgos como a aumentar las

¹ El concepto *too big to fail* se emplea para designar aquellas entidades, principalmente en el sector financiero, cuya caída podría derivar en un colapso económico, debido a su enorme tamaño y conexión con el resto de la economía.

rentabilidades asociadas a dicho mercado. De este modo nacen las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (en adelante, SOCIMIs), con intención de volver a instaurar la confianza en un sector clave para la economía nacional. Como modelo, el legislador español ha importado del derecho norteamericano la figura de los Real Estate Investment Trusts (en adelante, REITS). Desde la primera legislación aprobada en España hace ya casi quince años, se han realizado una serie de reformas para ir adaptando el modelo a nuestra economía y el crecimiento tanto en número como en capitalización de mercado de las SOCIMIs presentes en territorio español no ha dejado de aumentar. Por ello, parece razonable analizar, aunque sea sucintamente, la evolución que han tenido las mismas, hasta llegar a la legislación actual.

Si bien es cierto que en la legislación española existen otras dos figuras afines a las SOCIMIs como son las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias (fondos y sociedades de inversión inmobiliaria), el paso del tiempo las ha ido dejando en el olvido. De hecho, según datos de la CNMV tan solo hay dos fondos (ambos están en liquidación) y dos sociedades de inversión inmobiliaria, como consecuencia del proceso de destrucción creativa derivado en este caso de los cambios legislativos. Por ello, parece más interesante analizar una figura que se encuentra en auge en los últimos años por consecuencia de los avances tecnológicos en la economía entre pares (P2P: *Peer to Peer*): el *crowdfunding* inmobiliario.

Las SOCIMIs son sin duda un elemento clave en la profesionalización inmobiliaria y el crecimiento económico, que abren la puertas a pequeños y medianos inversores a participar de rentables proyectos inmobiliarios a los que de otra forma no tendrían acceso, amparados bajo fuertes garantías derivadas de su regulación especial. Sin embargo, parece que el legislador, con afán recaudatorio y con una visión política cortoplacista (Benedito y Arroyo, 2020), está endureciendo los privilegios que se presentaban a estas sociedades.

Este trabajo parte de una consideración positiva de las SOCIMIs como un agente económico beneficioso para el mercado inmobiliario español y para el pequeño y mediano inversor, especialmente frente a plataformas de nueva creación apenas reguladas dentro del sector *proptech*². Estas segundas ofrecen garantías mucho menores al inversor frente

² El concepto *proptech* procede de la combinación de los dos términos ingleses: *property* y *technology*. Se refiere al conjunto de avances e innovaciones dentro del sector inmobiliario.

a las SOCIMIs, que tienen una extensa regulación especial, además de una amplia historia legislativa tanto en el contexto nacional como en derecho comparado.

Desde esta perspectiva en la que las SOCIMIs parecen una mejor opción para el inversor particular, es especialmente interesante realizar un análisis de la Ley 11/2009, viendo hasta qué punto se puede, o bien a través de hermenéutica jurídica o bien por *lege ferenda*, extender el objeto social que de una primera lectura literal pudiera parecer que tienen las SOCIMIs, de cara a que su ámbito de actuación, y con ello sus oportunidades de inversión, se extiendan. A lo largo del trabajo se irán presentando, tanto cuestiones que el legislador ya ha tenido en cuenta para realizar una extensión del sentido estricto del objeto de las SOCIMIs, como posibles líneas por las que reformar la normativa, o bien por una reforma de la ley en cuestión o por una interpretación extensiva desde la hermenéutica jurídica.

La literatura existente en torno a las SOCIMIs acostumbra a centrarse en cuestiones técnicas tributarias. Este trabajo da un paso atrás, y plantea el objeto de esta figura societaria como un elemento esencial de análisis, pues es la consideración de este lo que hace que una empresa (o ciertas inversiones) se configure como tal figura societaria. Es decir, es la situación *ex ante* que permite que entren en juego todos esos privilegios fiscales, que serían de especial interés para un análisis desde el punto de vista tributario.

2. LAS SOCIMI EN ESPAÑA

2.1. Antecedentes y contexto de creación

Los orígenes de esta figura societaria se remontan a mediados del siglo pasado, pues es en septiembre de 1960 cuando el Presidente Eisenhower ratifica la legislación que se convertirá en la piedra angular a nivel internacional (Nareit, 2023) y que permitirá una democratización de la inversión en el mercado inmobiliario, al permitir que inversores minoristas inviertan en grandes carteras de bienes raíces. La legislación norteamericana, que se convertirá en un referente en derecho comparado, tiene como metas principales simplificar la financiación del sector inmobiliario a través de mercados líquidos y transparentes, aumentar los fondos propios y disminuir la deuda en la financiación de bienes inmuebles para garantizar una industria más estable, fomentar el acceso de los ciudadanos a las inversiones inmobiliarias patrimoniales y permitirles ahorrar para su

jubilación, y ofrecer una alternativa de inversión en bienes inmuebles mediante valores cotizados, de manera similar a cómo los inversores generalmente invierten en otros sectores mediante valores cotizados (Wechsler, 2018).

En el caso de España, no es hasta el contexto posterior al estallido de la burbuja del 2008 que el legislador ve necesaria la implementación de una figura de similares características para fomentar la inversión en un sector tan damnificado. Para hacer frente a la crisis y fomentar la inversión en el mercado inmobiliario, se aprueba la legislación de las SOCIMIs en 2009, con la idea de crear una nueva estructura de inversión que permitiese el acceso al mercado inmobiliario de pequeños y medianos inversores que pudieran participar en el mercado sin tener que comprar directamente propiedades inmobiliarias. De este modo, se les permitía obtener exposición a una cartera diversificada de activos inmobiliarios, como oficinas, centros comerciales, hoteles y viviendas.

Hasta entonces, se pueden mencionar dos vehículos de inversión específicos del sector inmobiliario: los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria, ambos regulados en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Sin embargo, como se mencionaba en la introducción, estas dos figuras se encuentran casi extintas, dado que han sido sustituidas por las SOCIMIs, por contar estas con una regulación y fiscalidad mejor. Pueden destacarse como ventaja frente a los fondos, en palabras de Pastor et al. (p. 485, 2018), *«la liquidez y la estabilidad (...) sobre las que apalancar la reactivación del mercado inmobiliario ofreciendo una liquidez directa a activos que por su naturaleza no son líquidos»*. Esto es así principalmente porque mientras que en los fondos se calcula su valor liquidativo trimestral o semestral, en las SOCIMI se ponen acciones en circulación.

Principalmente a partir de la reforma de 2012, las SOCIMIs se convierten en una figura especialmente atractiva para los inversores. La modificación en cuestión, como señala López-Chicheri (p.435, 2018) *«se hizo en el momento justo, a las puertas de la recuperación y apenas seis meses después del famoso comunicado de Mario Draghi en verano de 2012. Por sorprendente que aparezca, el legislador tuvo un timing espectacularmente acertado»*. El éxito fue tal que, en menos de una década, España se convirtió en uno de los países con más sociedades de este tipo. Según el último informe de la European Public Real Estate Association, actualizado a 30 de junio de 2022, España cuenta con 74 REITs, tres de las cuales se encuentran en el índice que lleva la misma

asociación. Entre ellas destacan Merlin Properties, Inmobiliaria Colonial y Lar España, con 4.297, 3.244 y 396 millones de euros de capitalización de mercado respectivamente. Las dos primeras, que representan más del 30% de la capitalización total del mercado de las SOCIMIs en España, cotizan en el IBEX, mientras que la última, junto con Árima, lo hace en el mercado continuo. Por su parte, en el Bolsas y Mercados EspañolesE (en adelante, BME) Growth se encuentra el grueso de las SOCIMI (Hernández, 2022).

Para plantear una infografía de la situación en la que se encuentran las SOCIMIs en el panorama nacional, es especialmente interesante e ilustrativo el resumen ejecutivo de 2022 presentado por Armanext (2023), una consultora especializada en la salida a los mercados de valores de PYMES y SOCIMI. En el mismo se encuentran datos como los siguientes: que Madrid concentra la sorprendente cifra de un 76,4% de la inversión de las SOCIMIs y que la inversión extranjera supone más de un 90% de la inversión total. En esta línea, como señala López-Chicheri (p.434, 2018) *«la SOCIMI permitía al inversor internacional jugar la recuperación española con la agilidad necesaria gracias a la cotización, que ninguna otra fórmula de inversión en inmobiliario ofrece para elevados volúmenes de capital. Porque el mercado inmobiliario es ilíquido, comprar propiedades es complicado y venderlas también, complicado y lento. Pero comprar y vender acciones con negociabilidad es mucho más ágil»*. La negociabilidad y liquidez se tratarán más adelante, cuando se hable de los mercados en los que cotizan estas sociedades, así como de las diferencias que esto plantea frente al modelo de inversión de *crowdfunding*.

En definitiva, se ha importado un modelo societario que se ha visto que funciona desde hace más de medio siglo en Estados Unidos con el objetivo de aumentar la liquidez en el mercado inmobiliario, profesionalizar el sector y facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria, como señala en su exposición de motivos la propia ley.

2.2. REGULACIÓN DE LAS SOCIMI EN ESPAÑA: la Ley 11/2009, de 26 de octubre por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario

2.2.1. Evolución normativa

La Ley 11/2009 de 26 de octubre por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMIs) fue creada con el objetivo de fomentar la inversión en el mercado inmobiliario y promover la creación de nuevas empresas en este sector. Sin embargo, desde su creación han sido necesarias algunas reformas para adaptar los requisitos a las necesidades del mercado, además de para convertir la figura en lo suficientemente atractiva para los inversores.

La primera redacción de la norma tuvo un éxito nefasto o, como acertadamente señala Oliver de la Lastra «*un éxito limitado en sus inicios*» (2019), por considerarse que planteaba una normativa de muy difícil cumplimiento, así como una fiscalidad poco atractiva. De hecho, no se constituyó ninguna SOCIMI en los primeros años de existencia de esta ley. Uno de los motivos que se argüía en un primer momento para que fuesen las SOCIMI las que tributasen al 19% en lugar de hacerlo el accionista, era el temor que tenía la Administración española «*a perder la capacidad de gravar rentas generadas por inmuebles localizados en España*» (p.55, Viñuales 2018), si se diera el caso de que los accionistas pudieran beneficiarse de la exención en el Impuesto sobre la Renta de los No Residentes para los dividendos distribuidos a matrices europeas. Sin embargo, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, en sentencia del 8 de marzo de 2017 (caso *Wereldhave*), corrobora la no aplicación de la Directiva 90/435/CEE (conocida como Directiva Matriz Filial) a este tipo de sociedades.

En España, es necesario que llegue, como señala Pérez de Madrid (2013), la esperada reforma en 2012, entre cuyos cambios merece la pena destacar que: i) se admite la posibilidad de que estas sociedades coticen en sistemas multilaterales de negociación, es decir, que el Mercado Alternativo Bursátil se abre como opción para cumplir el requisito de encontrarse en un sistema «regulado»³; ii) se rebaja el tipo impositivo de un 19% a un 0; iii) se elimina el requisito de la diversificación, permitiendo así que se puedan constituir SOCIMI para desarrollar grandes proyectos individuales; iv) se permite un mayor apalancamiento financiero; y v) se reduce el capital mínimo de 15 a 5 millones de euros, destacando la posibilidad de realizar aportaciones no dinerarias, que en este caso es de especial importancia pues pueden aportarse los propios inmuebles (Serrano et al., 2012). Con esta reforma, se plantea un escenario mucho más favorable e interesante para

³ Pérez de Madrid (2013) explica que el MAB es un sistema «autorregulado» con su propia normativa de información y liquidez, mucho más flexible que el de los mercados oficiales de valores.

los inversores. Prueba de ello es que, a partir de 2012 empiezan a formarse las primeras SOCIMIs, pasando entre 2013 y 2019 de 2 a 90 (García-Vaquero y Roibás, 2020).

En 2019, como señalan Rodríguez-Ramos y Heras (2019), a través de la disposición final decimoctava de los Presupuestos Generales del Estado, que nunca llegaron a ver la luz por causas políticas y posteriormente sanitarias, se introduce una pequeña modificación cuyo aspecto más importante es el sometimiento de la entidad *«a un gravamen especial del 15 % sobre el importe de los beneficios obtenidos en el ejercicio que no sean objeto de distribución»*.

Finalmente, es en 2021, cuando en el contexto de la prevención y lucha contra el fraude fiscal, se aprueba la ley 11/2021, de 9 de julio, se introduce ese gravamen especial del 15%, además de aumentarse la información de obligada inclusión en la memoria en función de si el tipo de gravamen ha sido del 0%, 15% o 19%. Ese gravamen del 15% es *«sobre los beneficios obtenidos en el ejercicio que no sean objeto de distribución, en la parte que proceda de rentas que no hayan tributado al tipo general de gravamen del IS ni se trate de rentas acogidas al periodo de reinversión regulado en el artículo 6.1.b) de la Ley 11/2009»* (CEF, 2021). De este modo, se busca motivar el reparto de dividendos y la recuperación de las inversiones por parte de los accionistas.

En resumen, la Ley 11/2009 ha evolucionado significativamente desde su creación, con varias modificaciones que han ampliado su alcance y contenido acercando su régimen jurídico al análogo anglosajón: los REITS (Real Estate Investment Trust). La ley ha fomentado la inversión en el mercado inmobiliario y ha mejorado la liquidez del mercado, a través de la creación de SOCIMIs y la introducción de incentivos fiscales. Las modificaciones posteriores han mejorado la transparencia y la gobernanza de las SOCIMIs, y han ampliado su capacidad para invertir en el extranjero y en proyectos sostenibles. En general, la evolución de la Ley 11/2009 ha sido positiva para el mercado inmobiliario español, y se espera que siga fomentando la inversión y el crecimiento en el sector.

2.2.2. Ratio Legis

Como dice el Preámbulo de la ley mencionada supra, las SOCIMI se configuran como un nuevo instrumento de inversión destinado al mercado inmobiliario y, más concretamente, al mercado del alquiler y que tratan de dar respuesta al dinamismo que

exige el mercado inmobiliario por un lado, y, por otro, a los deseos de los inversores, que individualmente no podrían canalizar sus objetivos de inversión y que, sin embargo, pueden hacerlo mediante la inversión en este tipo de sociedades.

A estos objetivos responde la obligación de que las SOCIMIs repartan dividendos cada año para satisfacer al pequeño y mediano accionista que de este modo ve satisfechos los deseos de obtener una rentabilidad anual con su inversión, por un lado y, por otro, el régimen fiscal, muy beneficioso, al que se sujetan las SOCIMIs que parte de la noción anglosajona de que *«no paga la sociedad, paga el accionista»*, o lo que es lo mismo, *«que las rentas obtenidas por el REIT no están sometidas a tributación en el vehículo sino en los inversores»* (p. 47, Viñuales, 2018). De este modo, se evita una doble imposición económica (y no una no sujeción a tributación que algunos critican) que se daría en caso de que tributasen tanto la sociedad como el accionista, si este último fuese una persona física. Es lo que se conoce en el *Common Law* como un *pass-through business*, es decir, que no pagan impuestos en el nivel societario (CFA Institute, 2023). De hecho, en línea con evitar el empleo de estas entidades para orquestar ciertas operaciones de ingeniería fiscal, se establece en el artículo 9 de la Ley 11/2009 que *«estará sometida a un gravamen especial del 19 % sobre el importe íntegro de los dividendos o participaciones en beneficios distribuidos a los socios cuya participación en el capital social de la entidad sea igual o superior al 5 %, cuando dichos dividendos, en sede de sus socios, estén exentos o tributen a un tipo de gravamen inferior al 10%»*. Es decir, como lo pone el estudio de 2022 de la European Public Real Estate Association, *«a special levy of 19% on dividends paid to certain shareholders may be imposed on the SOCIMI»* (p.169, EPRA, 2022). En esa misma línea parece encontrarse la obligación de que las acciones de las SOCIMIs sean de carácter nominativo o que, en su defecto y como señalan las Resoluciones de la DGT V2759-13, de 19 de septiembre, y DGT V0346-14, de 11 de febrero, hagan posible la identificación final de los socios (Marco, 2018)

En definitiva, se busca promover estructuras societarias que incentiven la canalización de inversión en el mercado inmobiliario. Este fomento por la canalización del ahorro de pequeños inversores es lo que hace necesario el análisis posterior del *crowdfunding* inmobiliario, que parece nacer por la misma razón y por ello ser digno de comparación.

2.2.3. Régimen jurídico actual

Según el art 1.1 de la Ley 11/2009, las SOCIMI se rigen *«por el Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el real Decreto Legislativo 1564/1989, de 27 de diciembre y por la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores, sin perjuicio de las disposiciones especiales previstas en esta Ley»*.

Esta disposición debe entenderse derogada, por una parte, por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital y, por otra por el Real Decreto Legislativo 4/2015 por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

De este modo, la Ley de Sociedades de Capital y la Ley del Mercado de Valores constituyen la legislación aplicable a las SOCIMI sin perjuicio, como dice el art 1.1 de las especialidades que establece la ley 11/2009.

El inciso primero del párrafo segundo del artículo 1 de la Ley 11/2009 dispone que *«a los efectos de esta Ley tienen la consideración de SOCIMI aquellas sociedades anónimas cotizadas cuyo objeto social principal sea el establecido en el artículo 2 de la presente Ley y cumplan los demás requisitos establecidos en la misma»*.

Por tanto, para que se pueda hablar de SOCIMI es preciso:

- a) que las SOCIMIs sean sociedades anónimas, es decir, que de los diversos tipos de sociedades que ofrece la legislación mercantil, las SOCIMI han de constituirse necesariamente como sociedades anónimas, lo cual quiere decir que no cabe la controversia, que por razón del objeto, existe entre las sociedades civiles y las sociedades mercantiles, puesto que las SOCIMI al ser sociedades anónimas siempre serán mercantiles, según el art 3 de la LSC. Sin embargo, a raíz de la Resolución de la DGT 2760-13, parece aceptarse también dentro de este régimen las sociedades de responsabilidad limitada españolas que cumplan con los requisitos de la Ley 11/2009.
- b) que las SOCIMIs coticen en el mercado bursátil para dotarlas de una gran liquidez y permitir la entrada y salida de los inversores. De este modo, se aumenta por esta legislación especial la cifra de capital de 60.000 euros impuesta por el artículo 4 de la LSC para las sociedades anónimas, haciéndolas cumplir de este modo con

los requisitos de capital establecidos en la Ley del Mercado de Valores (en adelante, LMV).

- c) que las SOCIMIs tengan por objeto social principal el establecido en el art 2 de la Ley 11/2009, lo cual nos lleva a estudiar dicho precepto. Es precisamente este último aspecto del que se presenta en adelante un distendido análisis.

El artículo 2 de la Ley 11/2009 permite que la finalidad inversora de las SOCIMI pueda desarrollarse a través de inversiones directas o indirectas.

- inversiones directas, adquiriendo, promoviendo o rehabilitando inmuebles para destinarlos al alquiler.
- inversiones indirectas adquiriendo participaciones de otras entidades, sean o no SOCIMI, residentes o no residentes en España, que tengan análogo objeto social.

2.2.4. Ampliando el objeto de las SOCIMIs.

No parece descabellado pues, como indican Paternain y Montejo (p.385, 2018) evolucionar hacia una *«flexibilización del «test de activos» para dar cabida a las diferentes formas de adquirir inmuebles a las que los agentes económicos se enfrentan en un mercado cada vez más sofisticado y competitivo»*. El mercado evoluciona y con él ha de hacerlo el Derecho. Esta evolución puede darse desde la hermenéutica jurídica, que por medio de la interpretación de las normas jurídicas existentes busca dar cabida a nuevas realidades. Otra alternativa es que el legislador acuda a modelos legislativos similares e importe figuras jurídicas existentes en los mismos para acomodarlas al entorno normativo español.

2.2.4.1. Inversiones indirectas

A las inversiones indirectas hace referencia el artículo 2.1.b) de la Ley 11/2009, que establece como parte del objeto social de las SOCIMI *«la tenencia de participaciones en el capital de otras SOCIMI o en el de otras entidades no residentes en territorio español»*. Respecto a esta cuestión, puede tomarse como ejemplo la Resolución de la DGT V2584-14 mencionada anteriormente, que establece que el objeto social de las SOCIMI podrá ser ejercido *«por sociedades filiales 100% de la entidad consultante»* (DGT, 2014).

En relación con las inversiones indirectas siguiendo la idea de este trabajo, consistente en la flexibilización del modelo de las SOCIMI, puede destacarse la aportación de Paternanin y Bosco (2018). Estos autores plantean la posibilidad de importar el modelo de las *mortgage REIT* (SOCIMI hipotecaria), que implementaría una forma diferente de adquirir bienes inmuebles a través de la compra de préstamos garantizados con hipoteca, con el fin último de obtener el control sobre el bien que se ofrece como garantía. En algunas situaciones, un inversor puede estar interesado en un bien inmueble que ya está sujeto a una hipoteca, y debido a la situación financiera del deudor y la relación entre el valor del bien y la cantidad del préstamo, puede resultar más conveniente adquirir la deuda en lugar del bien. Luego, mediante un acuerdo con el prestamista y el prestatario, o a través de la ejecución de la garantía, se puede obtener el control sobre el bien. Esto ha sido particularmente común durante la crisis inmobiliaria, cuando las entidades financieras querían deshacerse rápidamente de los préstamos hipotecarios garantizados, lo que permitió a los inversores acceder al mercado inmobiliario de una manera alternativa y maximizar sus ganancias.

No obstante, el objetivo principal de este trabajo no es analizar este tipo de inversiones. Esto es así porque cuanto más se amplíe el concepto de lo que se consideran inversiones directas, más aumentará el abanico de sociedades consideradas como SOCIMI o REIT, es decir, estirar el objeto social desde las inversiones directas es el paso *ex ante* a estirar las posibilidades de la inversión indirecta.

2.2.4.2. Inversiones directas: adquisición, promoción y rehabilitación.

A las inversiones directas se refiere el art 2.1.a) que establece que las SOCIMI tendrán como objeto principal «*la adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento. La actividad de promoción incluye la rehabilitación de edificaciones en los términos establecidos en la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido*».

Desglosando este precepto, ha de estudiarse en primer lugar los conceptos de adquisición, promoción o rehabilitación; en segundo lugar, el conceptos de bienes inmuebles de naturaleza urbana y, en tercer lugar, el concepto de arrendamiento. El estudio detallado de estas cuestiones es fundamental, puesto que todos los beneficios fiscales otorgados a las SOCIMI nacen de su previa consideración como tal. Por ello, el enfoque de este trabajo parte de una perspectiva *ex ante*, en la que primero se estudia en

detenimiento que va a considerarse SOCIMI, para posteriormente poder adquirir los beneficios que beneficios fiscales que le atribuye la ley.

2.2.4.1.1. Concepto de adquisición, promoción y rehabilitación

La adquisición parece hacer referencia a la hipótesis de edificios terminados y puede realizarse por cualquier título admitido en derecho, sea típico, como la compraventa o la permuta; o atípico como la dación en pago de deudas. En este sentido conviene recordar que en nuestro Derecho la regla general en materia de adquisición derivativa de los derechos reales es la teoría del título y el modo que para transmitir y adquirir la propiedad exige la concurrencia de un acuerdo de voluntades que se manifiesta en un contrato traslativo del dominio y la tradición o entrega que es el modo que, unido a aquel título, produce la transmisión y correlativa adquisición de la propiedad (art 609 CC).

La promoción hace referencia a la adquisición del solar y la posterior construcción del edificio. Para la adquisición del pleno dominio del solar se aplicará igualmente la teoría del título y el modo, pero la adquisición de la propiedad del edificio se producirá por accesión en virtud el principio *«superficie solo cedit»* que nuestro código civil consagra el art 353 Código civil, a cuyo tenor *«la propiedad de los bienes da derecho por accesión a todo lo que ellos producen, o se les une o incorpora, natural o artificialmente»*.

La rehabilitación hace referencia a la adquisición de un inmueble deteriorado y su posterior reedificación. Sin embargo, en este aspecto, para que la rehabilitación de edificaciones pueda ser objeto de inversión por una SOCIMI es necesario que cumpla los requisitos exigidos por la legislación fiscal (Ley 37/1992 del IVA). En este punto debe mencionarse la Resolución de la DGT V2584-14, de 2 de octubre, que establece que *«de los datos aportados por la entidad consultante, el mantenimiento de edificios arrendados y la construcción de edificios para su arrendamiento no generan ingresos distintos a los propios del arrendamiento, por lo que se circunscriben en el ámbito de la actividad de promoción de bienes inmuebles para arrendar, siendo por tanto, válido que estas actividades sean ejercidas por la propia entidad consultante»* (DGT, 2014).

2.2.4.1.2. Concepto de bienes inmuebles de naturaleza urbana en propiedad.

Para poder ampliar el objeto de las SOCIMI a partir de la definición de su objeto social, es interesante analizar lo que Sánchez, Bravo y Conde denominan el *test de activos* (p.118, 2018), es decir, qué entra dentro de ese 80% de valor del activo que establece el artículo 3.1. de la Ley 11/2009 como requisito esencial para poder acogerse al régimen fiscal especial de las SOCIMI. Para ello se analizará qué ha de considerarse bien inmueble, qué entender por naturaleza urbana y finalmente qué puede estar englobado dentro del régimen de propiedad.

a) Bienes inmuebles

Para estudiar el concepto de inmuebles hay que partir del artículo 333 del Código civil que clasifica «*todas las cosas que son o pueden ser objeto de apropiación*» en bienes muebles o inmuebles.

El artículo 334 del mismo cuerpo legal enumera las cosas que tiene la consideración de bienes inmuebles y distingue entre inmuebles por naturaleza e inmuebles por incorporación. Los primeros son las tierras, mientras que segundos son los edificios a que alude el art 334.1 al decir que son bienes inmuebles «*las tierras, edificios, caminos y construcciones de todo género adheridas al suelo*», comprendiendo tanto la hipótesis de adquisición de solares para construir un edificio, como la adquisición de edificios ya construidos o la rehabilitación de estos.

Pero mientras que el Código civil define lo que son los muebles en el art 335 diciendo que son «los que se pueden transportar de un punto a otro sin menoscabo de la cosa inmueble a que estuvieren unidos», no nos da un concepto de bienes inmuebles, no nos dice lo que debe entenderse por tales de una manera conceptual, sino que se limita a hacer una enumeración de los mismos en el artículo 334 distinguiendo, eso sí, entre los inmuebles que los son por naturaleza y los inmuebles que lo son por incorporación. Los primeros son las tierras, mientras que segundos son los edificios a que alude el art 334.1 al decir que son bienes inmuebles «*las tierras, edificios, caminos y construcciones de todo género adheridas al suelo*», comprendiendo tanto la hipótesis de adquisición de solares para construir un edificio, como la adquisición de edificios ya construidos o la

rehabilitación de estos. Por ello, la falta de un concepto en el Código civil obliga a buscarla fuera de él, acudiendo a la legislación sectorial.

En un primer examen se puede acudir a la legislación hipotecaria, pero la Ley Hipotecaria de 1946 tiene un carácter eminentemente registral y parece partir de la idea de que lo que no está en el Registro de la Propiedad no está en el mundo cuando en realidad las hipótesis de inscripción constitutiva en nuestro derecho son realmente excepcionales.

La Ley Hipotecaria equipara el concepto de inmueble al de finca registral y para ella solo es finca y, en consecuencia, sólo es inmueble, lo que abre folio en el registro. Este carácter tan restrictivo de la Ley Hipotecaria hace que, para encontrar un concepto de inmueble más amplio, sea necesario acudir a la legislación catastral.

Por un lado, la Ley del Catastro inmobiliario cuyo Texto Refundido fue aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2004, de 5 de marzo establece en su artículo 6.1 que, a efectos catastrales, *«tiene la consideración de bien inmueble la parcela o porción de suelo de una misma naturaleza, enclavada en un término municipal y cerrada por una línea poligonal que delimita, a tales efectos, el ámbito espacial del derecho de propiedad de un propietario o de varios pro indiviso y, en su caso, las construcciones emplazadas en dicho ámbito, cualquiera que sea su dueño, y con independencia de otros derechos que recaigan sobre el inmueble»*.

La ley catastral considera inmueble, en el artículo 6.1, a una parcela o porción de suelo cerrada por una línea perimetral e incluye, dentro del concepto de inmueble, a las construcciones que estén emplazadas en aquella línea perimetral englobando tanto los inmuebles por naturaleza como los inmuebles por incorporación, como hace el art 334 del Código civil. Pero además el art 6.2 de la Ley catastral considera también bienes inmuebles:

- a los diferentes elementos privativos que sean susceptibles de aprovechamiento independiente, sometidos al régimen especial de propiedad horizontal.
- al conjunto constituido por diferentes elementos privativos mutuamente vinculados y adquiridos en unidad de acto.
- a los trasteros y las plazas de estacionamiento adscritos al uso y disfrute exclusivo y permanente de un titular.

Es decir, este precepto acoge para calificarlos de inmuebles a efectos catastrales a los distintos elementos que por ser susceptibles de aprovechamiento independiente y tener salida a la calle o a un elemento común merezcan la calificación de elementos privativos dentro de un edificio sometido al régimen de propiedad horizontal.

Por su parte, la Ley de Propiedad Horizontal (en adelante, LPH) siguiendo lo dispuesto por el art 396 del Código civil, distingue entre elementos privativos y comunes y distingue entre la propiedad colectiva que corresponde sobre los elementos comunes y la propiedad separada sobre los elementos privativos. El art 23 de la LPH extiende su regulación a los edificios complejos y a las urbanizaciones privadas y a los conjuntos de edificios en el art 23.

Por todo ello, podría sostenerse que a efectos de la Ley 11/2009 tienen la consideración de bienes inmuebles y pueden ser objeto de inversión de las SOCIMIs:

- los inmuebles por naturaleza, es decir las tierras.
- los inmuebles por incorporación, es decir las urbanizaciones privadas, los conjuntos de edificios, los edificios en régimen de división horizontal y los elementos privativos de los mismos.

En cualquier caso, no todos los inmuebles pueden ser objeto de inversión en las SOCIMIs, pues según el artículo 2.2.3 *«quedan excluidos de la consideración de bienes inmuebles a los efectos de esta Ley:*

- a) *Los bienes inmuebles de características especiales a efectos catastrales regulados en el artículo 8 del Texto Refundido de la Ley del catastro inmobiliario aprobado por Real decreto Legislativo 1/2004, de 5 de marzo.*
- b) *Los bienes inmuebles cuyo uso se ceda a terceros mediante contratos que cumplan los requisitos para ser considerados como arrendamientos financieros a efectos del impuesto sobre sociedades» (leasing inmobiliario).*

b) De naturaleza urbana

No basta para que sean objeto de inversión de las SOCIMIs que los bienes sean inmuebles; es preciso, además, que sean de naturaleza urbana y para examinar este concepto parece necesario, en el ámbito de este estudio, poner la legislación catastral en relación con la legislación urbanística. Este matiz parece haber cogido especial relevancia

en los últimos años, pues crece el interés en la expansión de las SOCIMIs a suelos de otra naturaleza, para extender la inversión a otros sectores como podría ser el agropecuario (Simón, 2023).

En base a la legislación actual, se exige que para que puedan ser objeto de inversión directa de una SOCIMI que, además de ser inmuebles, los bienes sean de naturaleza urbana. De este modo, debe excluirse el suelo rústico debido a la redacción de *lege data*. No obstante, podría ser recomendable adoptar, de *lege ferenda*, reformas que adapten a la realidad de nuestro entorno la posibilidad de inversión de las SOCIMIs, extendiendo su campo de actuación a los bienes de naturaleza agrícola, ganadera y forestal. Según el último estudio de Armanext (2023), una asesoría especializada en la incorporación de compañías a los sistemas multilaterales de negociación europeos, Madrid concentra el 76,4% de la inversión de las SOCIMIs. En el mismo informe, plantea una infografía en torno al atractivo inversor que presentarían unas potenciales SOCIMIs agrícolas. De este modo, se permitiría la profesionalización en la gestión de los activos (separando gestión y propiedad de las tierras) y la tecnificación del sector agrario. Asimismo, acudiendo a normativa tributaria internacional de la que España es parte, como es la *Model Tax Convention on Income and on Capital* de 2017 de la OCDE, se ve como en su artículo 6.1 «*income from immovable property*» incluye como tal al derivado de la agricultura y la silvicultura.

No obstante, esto no excluye que se haga una interpretación amplia del concepto de urbano, extendiéndolo al de urbanizable. La Ley Catastral dispone en su art 6.4 que «*los bienes inmuebles se clasifican catastralmente en urbanos, rústicos y de características especiales*» y en su art 7.1 que «*el carácter urbano o rústico del inmueble dependerá de la naturaleza de su suelo*». Pero, además, en su art 7.2 define lo que debe entenderse por suelo de naturaleza urbana y por edificaciones. No obstante, dichas definiciones deben completarse con la legislación urbanística constituida básicamente por el texto refundido de la ley de suelo y la legislación autonómica y municipal complementaria.

c) En propiedad.

La propiedad, el dominio, es, como dice el art 348 del Código civil, «*el derecho de gozar y disponer de una cosa*». Tradicionalmente el dominio era considerado un

derecho absoluto, pero hoy el propio Código civil, en el propio artículo 348, declara que la propiedad esté sujeta a las limitaciones impuestas por las leyes.

La Constitución Española, además de señalar en el art 128 que *«toda la riqueza del País en sus distintas formas y sea cual fuere su titularidad está subordinada al interés general»* y de disponer en el art 33, 1 que *«se reconoce el derecho a la propiedad privada y a la herencia»* declara en el art 33.2 que *«la función social de éstos derechos delimitará su contenido de acuerdo con las Leyes»* reconociendo pues que la propiedad ha dejado de ser un derecho absoluto y que debe cumplir una función social de acuerdo con la caracterización de España como un Estado Social y democrático de Derecho que hace el artículo primero de nuestra Carta Magna.

La propia Ley 11/2009 incluye dentro del posible objeto de inversión de las SOCIMIs *«la propiedad resultante de derechos de superficie, vuelo o subedificación, inscritos en el Registro de la Propiedad y durante su vigencia»*.

La referencia a *«vigencia»* parece partir de la naturaleza temporal de estos derechos que establece la legislación urbanística, pero no se compatibiliza con la posibilidad de que mediante estos derechos se adquiera definitivamente la propiedad del inmueble mediante los pactos entre las partes, por lo que hay que entender que es posible la inversión en estos derechos y que dicha inversión se extiende no sólo al derecho real limitado y al tiempo que éste dure, sino que extinguido el derecho limitado la inversión pasará recaer también sobre la propiedad plena resultante de las consolidación, si hay se hubiese pactado.

La exigencia de inscripción en el Registro de la Propiedad tampoco se entiende y supone una limitación absurda del objeto de las SOCIMIs, salvo que se entienda como una expresión poco técnica dentro del contexto poco afortunado de la redacción del precepto toda vez que la inscripción en el Registro de la Propiedad español no es obligatoria sino que es voluntaria, y además, no es constitutiva sino que es simplemente declarativa puesto que el derecho no nace con la inscripción en el Registro de la Propiedad, puesto que éste se limita a publicar derechos que nacen al margen del mismo. Tal vez se deba la referencia a la inscripción al hecho de que hay autores que creen que el derecho de superficie urbanístico exige para su nacimiento la inscripción del Registro de la Propiedad, pero al margen de que ello es muy discutido en la doctrina lo cierto es

que ningún precepto exige dicha inscripción para el nacimiento del derecho de vuelo o de subedificación.

Por tanto, hay que concluir que ni la temporalidad del derecho ni la inscripción en el Registro de la Propiedad son imprescindibles para que las SOCIMIs puedan adquirir bienes inmuebles urbanos en derecho de superficie, vuelo o subedificación.

Además, hay que extender el objeto de las SOCIMIs a la propiedad y a los derechos reales que cumplan las finalidades de la Ley como las adquisiciones del usufructo de bienes inmuebles urbanos dado que usufructo incluye dentro de las facultades del usufructuario la posibilidad de arrendamiento.

También ha de extenderse el objeto de las SOCIMIs a otras figuras que permiten arrendar las fincas como la propiedad por tiempo compartido como la multipropiedad puesto que incluye, igualmente la posibilidad de arrendar.

El estudio de las resoluciones de la Dirección General de Tributos (DGT) realizada por Marco (2018) puede servirnos para entender la conceptualización de "en propiedad" puesto que no solo se ha incluido inmuebles urbanos destinados al arrendamiento, sino también centros comerciales construidos sobre terrenos públicos y derechos reales temporales a construir sobre suelo, vuelo o subsuelo dentro de los activos válidos del test mencionado *supra*. En la Resolución DGT V2759-13, la DGT concluye que los inmuebles urbanos explotados mediante un contrato de concesión de obra pública pueden ser considerados como inversión apta para cumplir con los requisitos de inversión establecidos por la Ley 11/2009, siempre y cuando la contraprestación del contrato se centre en el derecho a explotar la obra pública. En la Resolución DGT V2760-13, la DGT concluye que los centros comerciales construidos sobre terrenos públicos pueden considerarse como inmuebles aptos para cumplir con los requisitos del artículo 3 de la Ley 11/2009, ya sea mediante un régimen de concesión administrativa o a través de un concurso público convocado por un organismo público para la construcción y el desarrollo comercial del inmueble y del centro comercial, mediante el arrendamiento de las edificaciones que integran dicho inmueble. Finalmente, la Resolución DGT V1537, de 13 de abril, establece que los derechos reales temporales a construir sobre suelo, vuelo o subsuelo pueden ser considerados como inmuebles aptos si cumplen con los requisitos para ser considerados como arrendamientos financieros a efectos del Impuesto sobre

Sociedades y que los ingresos derivados de estos contratos se consideran provenientes del arrendamiento de bienes inmuebles afectos al cumplimiento del objeto social, con independencia de la calificación.

2.3. La protección del inversor: gestión profesional y cotización en un mercado regulado

En la exposición de motivos de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva se menciona que el buen funcionamiento de esta *«tiene implicaciones directas para los dos objetivos fundamentales de la política financiera: la eficiencia en la asignación del ahorro a las oportunidades de inversión y en la gestión de riesgos y la protección a los inversores menos informados»*.

En el caso de las SOCIMIs, como señala Viñuales (p.53, 2018) su sometimiento *«a la supervisión del regulador del mercado y a los controles propios de las entidades cotizadas, así como la gestión profesionalizada de unos activos complejos, proporciona una mayor seguridad y confianza al inversor en un sector en el que estos valores se aprecian especialmente»*.

De estas dos citas, se extraen dos puntos comunes a analizar respecto de las SOCIMI: la gestión profesionalizada o eficiencia en la asignación del ahorro, por un lado, y la protección, seguridad y gestión de riesgos por otro.

Respecto del primero de los puntos, como señala Marco (2018) las SOCIMI pueden gestionarse en base a tres modelos: interna, externa y mixto.

- a) Interna: la propia SOCIMI realiza todas y cada una de las funciones necesarias para llevar a cabo su actividad. De este modo se consigue que haya un mejor alineamiento entre los intereses del equipo gestor y de los inversores (CFA Institute, 2023).
- b) Externa: la SOCIMI cuenta con el mínimo posible de personas para cubrir los puestos de representación clave y la toma de decisiones al más alto nivel, pero externaliza con una sociedad gestora externa la mayoría de los servicios (desde el análisis estratégico de los planes de inversión hasta la propia gestión de los activos inmobiliarios) a través de un contrato de gestión.
- c) Mixto: la SOCIMI se encarga de las tareas más sensibles así como de las más relacionadas con la gestión profesional de activos inmobiliarios mientras que

externaliza servicios no estratégicos como la gestión contable y fiscal, aspectos legales, etc.

Por su parte, Espadero y Guiñales (2018) clasifican los modelos de gestión de los activos en cartera en tres: gestión interna, gestión externa y gestión por el arrendatario. Las dos primeras se corresponden con las dos mencionadas *supra*, mientras que el tercero es un modelo de gestión especial que añaden estos autores. En términos cuantitativos, el modelo de gestión externa (aunque intragrupo) es el más empleado en función de las SOCIMI analizadas.

El segundo de los aspectos, el relativo a la protección, seguridad y gestión de riesgos, lo cual es favorecido por medio de la transparencia y obligación de información, se ve concretado en el caso de las SOCIMI en la exigencia por parte del legislador de que estas entren a cotizar a un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación (como señala la Ley 11/2009 en su artículo 4). De este modo, se provee a los inversores de mayor liquidez, menores costes transaccionales y una mayor transparencia (CFA, 2023). Por ello, se analiza sucintamente a continuación lo que supone esta condición esencial de las mismas.

Respecto a la Bolsa, el marco normativo es el común para cualquier otro tipo de sociedad que quiera acceder a este mercado, todo ello regulado en la Ley del Mercado de Valores, recientemente reformada en marzo de 2023, dotando de mayor seguridad al inversor al exigir mayores estándares de información y facilitando la financiación a aquellos en busca de la misma. Como aspecto fundamental en términos de supervisión, es destacable se requiere la verificación previa por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) de que los requisitos y procedimientos en cuestión han sido cumplidos. Además, es preciso mencionar, como señala Nieto (p. 161, 2018) que *«las exigencias relativas al proceso de admisión a negociación en los mercados regulados de la Unión Europea se encuentran homogeneizadas a nivel comunitario en el marco de la denominada Unión de Mercados de Capitales, cuyo objetivo es ayudar a las empresas a acceder a una mayor diversidad de fuentes de capital de cualquier lugar de la Unión Europea»*, garantizando siempre un alto grado de protección al inversor. De este modo, además de la normativa nacional, han de cumplirse una serie de requisitos atinentes a la idoneidad del emisor, de las acciones emitidas, de información; así como una serie de obligaciones en materia de gobierno corporativo,

respecto a la publicación de información financiera periódica, transparencia o abuso de mercado.

Por su parte, los sistemas multilaterales de negociación (en adelante, SMN) son, como indica Román (p. 227, 2020), «*sistemas electrónicos de contratación de valores operados bien por una empresa de servicios de inversión o bien por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial. Los SMN de renta variable más importantes en España son el Mercado Alternativo Bursátil (en adelante, MAB) y el Latibex*». De este modo, mientras que en la Bolsa los requisitos e información necesaria para poder cotizar se establecen por la Ley mencionada *supra*, el MAB diseña una regulación propia, con unas reglas normalmente adaptadas al tamaño y especificaciones de las compañías que se negocian en el (González, 2018). Si bien es cierto que se trata de un mercado menos líquido que la Bolsa, esto intenta solventarse por el legislador obligando a las empresas que cotizan en el MAB de contar con un proveedor de liquidez o intermediario que introduzca órdenes de compra y venta y que pueda proveer a los inversores de lo que González denomina «*red de seguridad de liquidez*» (pp.699-700, 2018). Para un mayor análisis de la regulación de las empresas que cotizan en el MAB (ahora denominado *BME Growth*) ha de acudir a la Circular 2/2022, que modifica la Circular 1/2020, que regula las reglas de incorporación al mercado; a la 3/2020 sobre la información a suministrar por las empresas incorporadas y a la 5/2020 que incluye las normas de contratación de acciones (Ashurst, 2022). De forma más concreta, respecto de las SOCIMIs, es necesario acudir a la Circular 9/2017, que establece los requisitos para la incorporación y exclusión de acciones emitidas por SOCIMIs. Entre los aspectos más relevantes, señala González (2018) la obligación de que el capital social esté íntegramente desembolsado, que haya libre transmisibilidad de acciones y que la capitalización sea inferior a 500 millones de euros. Es de especial relevancia, dado que el foco de análisis de este trabajo es el inversor individual, la obligación de que al menos el equivalente a 3 millones de euros de las acciones de las entidades emisoras estén difundidas entre inversores minoritarios.

En algunos casos se defiende a las plataformas de *crowdfunding* inmobiliario por permitir un acceso a inversores minoristas que pueden invertir cantidades muy pequeñas. Sin ánimos de entrar en una comparativa exhaustiva de costes, es preciso desmentir una cuestión ahora que se analizan los mercados regulados. Tradicionalmente, estos estaban reservados a grandes cantidades de capital por los costes operativos que conllevaban. Sin embargo, actualmente y fruto de la innovación tecnológica (en este caso en el sector

*Fintech*⁴), han aparecido nuevos operadores (*neobrókeres* y *roboadvisors*) que permiten la inversión de capital desde cantidades muy pequeñas y con comisiones ínfimas. Por ello, parece que esta mayor ventaja, la cantidad mínima exigida de inversión, no debería hacer que un inversor se decantara por una u otra opción.

3. CROWDFUNDING INMOBILIARIO

3.1. De una figura muy antigua al fenómeno *proptech*

El auge de la digitalización ha revolucionado la economía y ha traído consigo la aparición de nuevas cuestiones jurídicas a las que el Derecho ha de encontrar respuesta. No sería raro pensar que frente a algo tan moderno como el *crowdfunding* inmobiliario (encuadrado dentro del recientemente denominado sector del *proptech*) el Derecho pueda quedarse a rebufo de los avances tecnológicos, viendo así dificultada su labor de respuesta. Sin embargo, esta nueva forma de financiar la inversión inmobiliaria puede ser respondida desde figuras muy antiguas.

El crowdfunding inmobiliario funciona de la siguiente manera: i) una empresa del sector, la que se utilizará a lo largo de este trabajo como referencia será *Housers*⁵, por ser esta la primera plataforma en España, publica en su página *web* los diversos proyectos inmobiliarios; ii) el potencial inversor, que previamente ha sido dado de alta en la plataforma, selecciona el más atractivo e invierte en él (BBVA, 2022).

Este fenómeno se ha convertido en una opción cada vez más popular para los inversores, que han visto en estas plataformas la democratización de la inversión en el mercado inmobiliario. Internet permite, como entiende Zunzunegui (2015) «desarrollar portales que, al margen de las ofertas públicas de valores sometidas al control de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), intermedian entre las empresas que buscan financiar sus proyectos y los ahorradores que desean invertir en las mismas». Sin embargo, existen ciertos riesgos jurídicos derivados del rápido crecimiento de estas en un entorno que todavía presenta carencias regulatorias.

⁴ El sector *Fintech*, procedente de las palabras *finance* y *technology*, es el relacionada con el mundo de las finanzas y la aplicación de tecnologías, normalmente para optimizar la industria y mejorar los servicios ofertados.

⁵ Housers es una plataforma de financiación participativa autorizada y regulada en España por CNMV inscrita con el número 20 y en Portugal por CMVM, según establece su página web.

Paradójicamente, y rompiendo una lanza en favor de la adaptación del Derecho a las nuevas realidades por medio de su interpretación, parece que la respuesta se encuentra en figuras de hace siglos. Como señala Maldonado (2023), *«la simultaneidad de varios aprovechamientos sobre el mismo objeto es casi tan antigua como la misma propiedad»*. En el título III del Código Civil se regula la comunidad de bienes. Reza el artículo 392 que *«hay comunidad cuando la propiedad de una cosa o un derecho pertenece pro indiviso a varias personas»*. Lo que a veces se plantea como un fenómeno completamente disruptivo ya estaba contemplado por el legislador hace más de 200 años. El problema es que cuando esta legislación se planteó, la copropiedad en cuestión, esa *simultaneidad de aprovechamientos*, tenía en cuenta una cantidad de partícipes que era operativa materialmente. Estas nuevas plataformas, independientemente de que se puedan legislar tomando como base conceptos decimonónicos, han de ser reguladas de tal modo que los derechos de los copartícipes se vean protegidos tanto formal como materialmente. La diferencia principal radica en que, si antes había un par o una decena de partícipes respecto de una cosa, ahora son cientos, o miles. Esto supone un reto al ordenamiento jurídico.

Como señala O' Callaghan (p.457, 2016), a partir de la Sentencia de 1 marzo de 1999 (LA LEY 39008/1999) *«si la comunidad de bienes surge en virtud de un contrato expreso la primera ley aplicable a esa comunidad la constituyen los pactos contractuales; la segunda, las disposiciones especiales, si las hay y la tercera (y subsidiaria) los arts. 392 y ss. CC»*. Es decir, se le da prioridad a la autonomía de la voluntad de las partes.

En el caso de las plataformas colaborativas surge una cuestión jurídica de fundamental respuesta, pues de la misma se aplicará una u otra normativa. Como recuerda O' Callaghan (p. 457, 2016) *«la diferenciación entre la situación de comunidad de bienes y la de sociedad no resulta siempre fácil, sobre todo en aquellos supuestos en donde no se da una idea clara de su formación por voluntad de los interesados. Dicha dificultad resulta lógica en estos casos, dada la proximidad conceptual de las figuras en liza, si bien, como se declara en la meritada sentencia de 24 de julio de 1993, debe concluirse que, pese a este inevitable parentesco, estamos ante dos regímenes jurídicos distintos»* (Sentencia de 17 de julio de 2012, rec. 116/2010, LA LEY 152348/2012).

Las plataformas de crowdfunding funcionan como un *marketplace* en el que aquellos que ofrecen oportunidades de inversión y aquellos con un excedente de ahorro

que buscan canalizar el mismo en búsqueda de una rentabilidad se encuentran. Estas plataformas son, como señala Zunzunegui (p.14, 2015): *«sistemas de contratación de primera adquisición de productos financieros entre clientes de la plataforma. Se encuadran por lo tanto entre las infraestructuras del mercado primario»*. Es decir, frente a los mercados de negociación como son el MAB o el IBEX, donde cotizan las SOCIMIs para estar dotadas de unos mínimos de liquidez y negociabilidad, las plataformas de financiación participativa *«son meros intermediarios entre promotores e inversores, y no garantizan la existencia de un mercado secundario»* (p.2, Zunzunegui, 2015).

3.2. Regulación en España del crowdfunding: ¿un inversor desprotegido?

La primera ley en la que se regula el crowdfunding es la Ley 5/2015, que lo hace en su título V *«Régimen jurídico para las plataformas de financiación participativa»*. Es la propia Ley la que establece, en su Exposición de Motivos que *«debe quedar claro que la inversión en estos proyectos es intrínsecamente arriesgada tanto porque el promotor puede ser incapaz de devolver o remunerar los fondos recibidos, como por el hecho de que la plataforma, en su papel de intermediador y sin perjuicio de la diligencia que se le debe exigir, no garantiza en ningún momento la solvencia o viabilidad del promotor»*.

El Consejo de Estado en su dictamen 859/2014 previo a la aprobación de esta ley señala que se ha ido regulando la cuestión de forma que no se delimite excesivamente la capacidad de actuación de estas plataformas, poniéndolas en una situación de desventaja frente a sus análogos internacionales. Del mismo modo, explica como estas plataformas se plantean como una primera fase o escalón de la financiación colectiva, que posteriormente al alcanzar un mayor número de recursos pudieran entrar en sistemas multilaterales de negociación.

No obstante, la regulación parecía escasa y diversa, no solo a nivel nacional sino comunitario. Además, parecía que muchas plataformas estaban *«estructurando sus modelos de negocio para evitar los requisitos de la MiFID. Cuando las plataformas operan al margen de la MiFID, los inversores corren importantes riesgos que no se abordan a escala de la UE⁶»* (p.5, ESMA, 2014). Como lo pone Bijkerk, *«la tecnología también produce más y mejores informes de cumplimiento por parte de las empresas, pero también facilita que las empresas jueguen con el regulador»* (p.36, 2019). Por ello

⁶ Traducción propia.

con el objetivo de armonizar a nivel europeo la regulación, el 7 de octubre de 2020 se aprobaba el reglamento (UE) 2020/1503, del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa.

A partir de este reglamento, España ha aprobado la creación del título V de la nueva ley (Ley 18/2022, también conocida como «Ley Crea y Crece») que, en el artículo 14, deroga el V de la anterior Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial. En el mismo, define las plataformas de crowdfunding como *«empresas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación con otras personas físicas o jurídicas que la solicitan en nombre propio para destinarlo a un proyecto concreto»*. En este título se hace especial hincapié en las obligaciones de registro y autorización por parte de la CNMV (o una homóloga europea) de las plataformas de financiación participativa (artículos 46 y ss.), así como los requisitos de información que estas han de cumplir respecto de la plataforma en cuestión y de la inversión ofertada (artículos 51 y ss.)

Como extrae Ribón (p.263, 2019) de la Sentencia de 22 de abril de 2015 del Tribunal Supremo, *«en determinados sectores de la contratación con los consumidores, en especial los de bienes y servicios de uso común a que hace referencia el art. 9 TRLCU, entre los que se encuentran los servicios bancarios, los profesionales o empresarios utilizan contratos integrados por condiciones generales de la contratación (...) el profesional o empresario que afirme que una determinada cláusula ha sido negociada individualmente, asumirá la carga de la prueba de esa negociación»*. De esto podemos extraer la intencionalidad de defensa de los inversores (consumidores) especialmente en casos atinentes a derecho bancario.

Según el análisis de Gila (2021), con la aprobación del reglamento europeo y la normativa de desarrollo, el inversor quedará más protegido. Sin embargo, es necesario entender las limitaciones de esta protección y compararlas con la alternativa desarrollada anteriormente: las SOCIMIs. Al parecer de quien escribe este ensayo, es más lógico flexibilizar el objeto social de las SOCIMIs para fomentar la inversión en un entorno más regulado y sobre el que existe una mayor historia legislativa, de cara a ofrecer una mayor protección al inversor.

De todo esto, parece de especial relevancia la situación de riesgo que caracteriza a la inversión en este tipo de plataformas respecto de la que se derivaría de la compra de las acciones de una SOCIMIs, algo de lo que el legislador parece ser consciente. Esto puede verse especialmente en las limitaciones de capital que se hacen tanto a la promoción como a la inversión. Por el lado de la oferta, el legislador establece que *«el promotor sólo puede promover de forma simultánea un proyecto por plataforma por un máximo de 2 millones de euros, que se eleva a 5 millones cuando se dirija en exclusiva a inversores acreditados»* (p.20, Zunzunegui, 2015). Desde la demanda, se limita a 3.000 euros por proyecto y 10.000 euros al año para el conjunto de las plataformas.

De momento, estas plataformas siguen representando una parte pequeña del mercado de recaudación de capital y no solo por las limitaciones impuestas sino también porque como considera Bijkerk (2019) los mayores problemas de estas plataformas son la falta de un mercado secundario que dote de liquidez a este nuevo modelo colaborativo así como las altas tasas de impago o bancarrota de los proyectos.

3.3. Análisis de la relación jurídica (caso Housers)

Para poder entender la relación jurídica que nace cuando un usuario accede a una de estas plataformas en busca de un proyecto en el que invertir se ha acudido a la información básica para el inversor publicada por la plataforma Housers en su página web. Se ha escogido esta empresa por ser una de las líderes en el sector y ser la primera en establecerse en España. Se parte desde un análisis de un caso concreto puesto que es a partir del mismo desde donde surgen y se entienden las verdaderas cuestiones jurídicas en liza. En el caso del documento concreto analizado, que posiblemente sea extrapolable a plataformas análogas, los puntos que suscitan más interés en términos jurídicos son el funcionamiento básico de la plataforma; las advertencias y riesgos; y el cese de actividad de la plataforma y el procedimiento de recobro en caso de impago por parte de uno de los promotores.

3.3.1. Funcionamiento básico de la plataforma: actores involucrados

Los inversores pueden invertir en los proyectos a través de préstamos fijos o participativos, o mediante la creación y asunción de participaciones en sociedades de responsabilidad limitada.

Los proyectos de Housers Real Estate se enfocan en financiar a promotores para la adquisición de activos inmobiliarios, su posible explotación en arrendamiento y su posterior venta en el mercado. En muchos casos, los fondos obtenidos también se utilizan para llevar a cabo una reforma integral de los activos inmobiliarios adquiridos, para aumentar su valor y rentabilidad. Los promotores acuden a este tipo de plataformas porque, como señala Segismundo Álvarez (2020) *«el riesgo de invertir en una empresa que está empezando es muy alto, por lo que el tipo de interés que te ofrecen en un banco es realmente elevado»*. Para el inversor, el atractivo se halla en poder invertir en proyectos concretos en lugar de delegar la elección en un equipo directivo (como sería en el caso de que se invierta en una SOCIMIs).

Por su parte, Housers, antes de que los proyectos sean publicados en la plataforma, lleva a cabo una evaluación rigurosa que incluye una revisión exhaustiva de la documentación legal y técnica, así como un estudio de mercado y una evaluación de la viabilidad económica del proyecto. La plataforma utiliza criterios homogéneos y no discriminatorios para seleccionar los proyectos y proteger los intereses de los inversores.

En cuanto a la documentación legal, Housers revisa todos los documentos relativos al promotor y al objeto del proyecto, como podrían ser notas simples, inscripciones en el Registro de la Propiedad, cargas, etc.

3.3.2. Advertencias y riesgos

La propia compañía especifica en su página web que no se trata de una entidad de crédito ni de una empresa de servicios de inversión, por lo que el capital invertido no está respaldado por fondos de garantía ni de inversiones ni de depósitos. Del mismo modo, señala que ninguno de los proyectos publicados en la web son objeto de autorización o supervisión por autoridades regulatorias, ni nacionales ni extranjeras. Asimismo, la compañía ofrece respecto de los proyectos ofertados una calificación (*scoring*) orientativa respecto de los riesgos de invertir en ellos. Sin embargo, advierte de que esta calificación es meramente orientativa y que no ofrece ninguna garantía respecto la veracidad de esta.

En cuanto a los riesgos señalados en ese documento de información básica para el inversor, se hace especial hincapié en la posibilidad de una pérdida total o parcial del capital invertido; así como en el riesgo de iliquidez en caso de un intento de recuperación de la inversión antes del término previsto; la mayor dificultad de transmisibilidad de los

valores, por las restricciones a la libre transmisibilidad inherentes al régimen jurídico de las sociedades que los hayan emitido y que estén ofertadas en la web; y las consecuencias derivadas de la no participación en la gestión de la sociedad que lleva a cabo el proyecto: como son la ausencia de recepción de dividendos o el riesgo de dilución.

En definitiva, la propia plataforma advierte de que, por los diferentes motivos mencionados *supra*, la inversión en este tipo de proyectos es arriesgada. Esto es algo de lo que el propio legislador se ha dado cuenta y por ello ha establecido una serie de límites cuantitativos a la inversión a través de estas plataformas, especialmente para aquellos inversores que no alcancen la calificación de *acreditados*.

3.3.3. Cese de actividad y recobro

Por un lado se advierte de la protección establecida ante un potencial cese en la prestación de servicios por parte de Housers. En este caso, la compañía tiene contratada una póliza de cobertura que alcanza la cantidad de 500.000 euros, que serán utilizados para cubrir los siguientes servicios: i) puesta en funcionamiento de canales de comunicación entre los usuarios de la plataformas para que puedan entablar un contacto directo; ii) transmisión a los potenciales inversores de la información enviada por parte de los promotores; iii) entablar un sistema de intermediación de pagos que permita el flujo de capitales entre usuarios.

Housers, en caso de que la Sociedad Promotora no pague o pague parcialmente el préstamo, se comunicará con ella para solicitar el pago pendiente. Si después de 60 días naturales no hay respuesta, Housers enviará un comunicado por burofax a la Sociedad Promotora, apercibiendo la situación de incumplimiento y la posibilidad de reclamar judicialmente.

En caso de que el promotor regularice la situación inmediatamente no se tomarán más medidas. Si el promotor no puede pagar inmediatamente, Housers buscará una solución a través de una gestión amistosa, pidiendo un calendario de pagos aprobado en Reunión de Prestamistas. Si no se puede contactar con el promotor o no se acepta su propuesta de calendario de pagos, Housers iniciará un proceso de reclamación judicial.

En el caso de que la Sociedad Promotora no pague después del vencimiento del préstamo, Housers se pondrá en contacto con ella para solicitar el pago pendiente. Si no

se puede contactar con el promotor o no se acepta su propuesta de calendario de pagos, se iniciará un proceso de reclamación judicial. Si la Sociedad Promotora realiza pagos en esta fase extrajudicial, se aplicarán en el siguiente orden: intereses moratorios, intereses ordinarios y principal. Housers también cobrará su tarifa de reclamación de impagados. Los pagos se harán por orden de antigüedad y solo se pagarán cuando la Sociedad Promotora haya dispuesto de fondos suficientes para cubrir la totalidad de la cuota.

En caso de que la Sociedad Promotora no colabore o no se pueda contactar con ella, se convocará una reunión de prestamistas para decidir si se le da un plazo de 10 días para presentar una propuesta con un calendario de pagos o si se lleva a cabo un proceso de recobro. Si se aprueba la opción de presentar una propuesta, la Sociedad Promotora tendrá 10 días para presentarla y si los inversores la aprueban, la Sociedad Promotora deberá cumplir con el calendario de pagos acordado. Si la Sociedad Promotora incumple el calendario de pagos, Housers iniciará el proceso de reclamación. Si no se presenta ninguna propuesta en el plazo de 10 días, se convocará otra reunión de prestamistas para decidir si se lleva a cabo un proceso de recobro.

Si se decide llevar a cabo un proceso de recobro, una empresa especializada en recobro valorará la situación y decidirá si es viable una reclamación judicial. Durante el proceso de recobro, Housers informará periódicamente a los inversores sobre la situación y las cantidades cobradas se utilizarán primero para cubrir los gastos de reclamación y luego para pagar la deuda a los prestamistas.

4. CONCLUSIONES

Hasta este punto se han analizado dos de las alternativas en auge que se presentan a un potencial inversor en el mercado inmobiliario español. Por un lado, se plantea la opción de convertirse en accionista de una SOCIMI, bien sea esta cotizada en el mercado continuo o en sistemas multilaterales de negociación, y recibir por ello los dividendos que la misma está obligada a repartir, así como las plusvalías derivadas de un incremento en el valor de la acción. Por otro lado, se encuentra la posibilidad de convertirse en un copartícipe de un proyecto inmobiliario impulsado por un promotor que lo publicita a través de un *marketplace* como podría ser, en el caso analizado, la plataforma de *Housers*. Del estudio de ambas alternativas se ha llegado a las siguientes conclusiones:

- I. El sector inmobiliario es clave en el desarrollo de las economías modernas, especialmente en el caso de España. Con ello en mente, el legislador ha intentado auspiciar la inversión en el mismo por medio de la importación del modelo anglosajón de los REITs y su adaptación a nuestro Derecho por medio de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, creadas a partir de la Ley 11/2009 y sucesivas reformas.
- II. Las SOCIMIs han crecido en número y capitalización de mercado de forma paralela a las mejoras introducidas en las sucesivas reformas legislativas desde 2009, llegando a posicionarse el mercado español como uno líder a nivel mundial en el empleo de esta figura societaria. Estas mejoras se han centrado en el traslado de la tributación al accionista final, de tal modo que se evita la doble imposición económica en la que paga primero la sociedad por los beneficios y luego el accionista por la recepción de los dividendos.
- III. El objeto social de las SOCIMIs se ha ido expandiendo a partir de diferentes interpretaciones judiciales y administrativas de la literalidad de la norma, de tal modo que más sociedades se puedan acoger a este régimen jurídico-fiscal. Sería interesante refundir en el texto legislativo esta extensión del objeto, de tal modo que se aporte seguridad jurídica respecto del tipo de inversiones aceptadas dentro del régimen de SOCIMI.
- IV. La extensión del objeto social puede realizarse desde la hermenéutica jurídica, interpretando otros textos legales que completen ciertos conceptos cuyo contenido no se especifica en la Ley 11/200; o desde la reforma legislativa, explorando nuevos campos en los que permitir la inversión las SOCIMIs como pueden ser los inmuebles de naturaleza rústica (las denominadas «SOCIMIs agrarias»).
- V. El desarrollo tecnológico ha traído consigo la aparición de nuevas alternativas de financiación participativa en el sector inmobiliario, apareciendo así el crowdfunding inmobiliario cuya regulación, presente en la Ley Crea y Crece, es más escasa y se encuentra todavía en un estado de formación, pero que es interesante desarrollar. Como analiza Zunzunegui (2015), podría llegar a decirse que las SOCIMIs y el *crowdfunding* no son sino diferentes escalones

de un mismo proceso: la inversión en el mercado inmobiliario. De mayor a menor protección por exigencias regulatorias nos encontraríamos con las SOCIMIs cotizadas en la Bolsa, las que lo hacen en el MAB y finalmente, con una carencia regulatoria significativa respecto a estas, las plataformas de *crowdfunding*.

- VI. Ambas opciones presentan al inversor la posibilidad de diversificar sus activos en cartera más de lo que podría hacerlo si invirtiera en ladrillo por medio de la forma tradicional. Sin embargo, el mayor desarrollo e historia legislativa de las SOCIMIs hacen de esta una figura más atractiva desde el punto de vista de protección al inversor y otorgamiento de garantías, así como un mayor grado de liquidez y negociabilidad derivado de su obligación de cotización.
- VII. Independientemente de lo que pueda suponer una mejor o peor alternativa en términos de rentabilidades históricas (algo que escapa al objetivo principal de este trabajo). Por todo lo analizado es preferible, desde el punto de vista que en este trabajo se ha defendido, promover, especialmente entre pequeños inversores no cualificados, la inversión en las SOCIMIs frente a hacerlo en las ahora muy publicitadas plataformas de *crowdfunding* inmobiliario. Como plantea González «*el mayor reto para este segmento (el de las SOCIMI) es la incorporación de mayor número de inversores. Apenas hay inversores individuales que conozcan y utilicen este tipo de compañías. Se han dado aún muy poco a conocer entre el gran público, que podría estar interesado en participar en el sector inmobiliario patrimonialista a través de estos valores caracterizados por una mayor seguridad y un alto dividendo*» (p.706, 2018).
- VIII. En caso de que el legislador opte por fomentar la inversión a través de plataformas de *crowdfunding* en lugar de en SOCIMIs, podría ser interesante analizar la creación de un posible *sandbox*⁷ en el que probar mejor las plataformas de financiación participativa antes de ofrecerla a inversores minoristas.

⁷ El término *sandbox* procede de las cajas de arena puestas en los parques de juego de niños. Se trata de una metáfora proveniente del derecho anglosajón que consiste en establecer una serie de límites controlados dentro de los cuales una empresa, normalmente del sector *Fintech*, puede realizar una serie de pruebas de cara a valorar la viabilidad de realizar el proyecto a una escala masiva.

5. BIBLIOGRAFÍA

5.1. Legislación

- Decreto de 8 de febrero de 1946 por el que se aprueba la nueva redacción oficial de la Ley Hipotecaria.
- Ley 49/1960, de 21 de julio, sobre propiedad horizontal.
- Real Decreto Legislativo 1/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Catastro Inmobiliario.
- Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.
- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.
- 2017 Model Tax Convention on Income and on Capital: Condensed Version.
- Ley 11/2021, de 9 de julio, de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal, de transposición de la Directiva (UE) 2016/1164, del Consejo, de 12 de julio de 2016, por la que se establecen normas contra las prácticas de elusión fiscal que inciden directamente en el funcionamiento del mercado interior, de modificación de diversas normas tributarias y en materia de regulación del juego.
- Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas.

5.2. Resoluciones

5.2.1. Resoluciones Dirección general de tributos

Dirección General de Tributos. Resolución Vinculante de Dirección General de Tributos, V2760-13 de 19 de septiembre de 2013. *DGT*.
<https://www.iberley.es/resoluciones/resolucion-vinculante-dgt-v2760-13-19-09-2013-664101>

Dirección General de Tributos (2014). Resolución Vinculante de Dirección General de Tributos, V2584-14 de 02 de octubre de 2014. *DGT*. Disponible en <https://www.iberley.es/resoluciones/resolucion-vinculante-dgt-v2584-14-02-10-2014-704151>

5.2.2. Resoluciones judiciales

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de 8 de marzo de 2017 (caso Wereldhave)

5.2.3. Resoluciones otros organismos

Consejo de Estado (2014). Dictamen número 859/2014. *Consejo de Estado*. Disponible en

<https://servicios.mpr.es/transparencia/VisorDocTransparencia.ashx?data=EHkFX9euZI45ibhpQgSTicJo3GgqlurZr9o6T82neuikmPotgv7zk1BIAwb5QtleaTDZrFK9QEz8VAFbVWJzsdFHJzYRaKQV7QbpDueg8bvZKZtrnHs2othwTvULjc00V9SUnWRFc6gM7LE%2Fle7sDi0%3D>

ESMA. (2014). Advice: investment-based crowdfunding. *European Securities and Markets Authority ESMA/2014/1560*. Disponible en

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1560_advice_on_investment-based_crowdfunding.pdf

5.3. Obras doctrinales

5.3.1. Manuales

Bijkerk, W. (2019). El impacto de la tecnología al mercado financiero y sus desafíos regulatorios. En F. Zunzunegui (Dir.), *Regulación financiera y Fintech* (21-42). Aranzadi.

Espadero, S. y Guñales, R. (2018). La SOCIMI en España: una radiografía del sector. En D. Calzada y J.L. Chinchilla (dirs.), *Tratado de la SOCIMI* (501-550). Aranzadi.

- González, J. (2018). El Mercado Alternativo Bursátil en España. Entrevistado por David Calzada y José Luis Lucas. En D. Calzada y J.L. Chinchilla (dirs.), *Tratado de la SOCIMI* (695-708). Aranzadi.
- López-Chicheri, J. (2018). La SOCIMI en el mercado inmobiliario español: una visión de conjunto. En D. Calzada y J.L. Chinchilla (dirs.), *Tratado de la SOCIMI* (433-452). Aranzadi.
- Marco, A. (2018). Principales aspectos mercantiles y regulatorios de la SOCIMI. En D. Calzada y J.L. Chinchilla (dirs.), *Tratado de la SOCIMI* (63-92). Aranzadi.
- Nieto Brackelmanns, E. (2018). La obligación de negociación de las acciones de las SOCIMIs. Mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación. Requisitos aplicables a la admisión y obligaciones recurrentes en materia de cumplimiento normativo. En D. Calzada y J.L. Chinchilla (dirs.), *Tratado de la SOCIMI* (153-196). Aranzadi.
- O' Callaghan, X. (2016). Código civil comentado y con jurisprudencia (8ªed.). *La Ley*.
- Pastor, S., Segurado, A., Massó, G. e Iglesias S. (2018). Una aproximación al mercado inmobiliario en España. En D. Calzada y J.L. Chinchilla (dirs.), *Tratado de la SOCIMI* (453-500). Aranzadi.
- Paternain, S. y Montejo B. (2018). El siguiente paso: una propuesta de flexibilización del modelo de SOCIMI a la luz del derecho comparado. En D. Calzada y J.L. Chinchilla (dirs.), *Tratado de la SOCIMI* (381-396). Aranzadi.
- Ribón, E. (2019). Derecho Bancario y protección del consumidor. En F. Zunzunegui (Dir.), *Regulación financiera y Fintech* (211-262). Aranzadi.
- Román, M.J. (2020). Mercado de renta variable (I). En R. Martín, y I. Pra, (coords.), *El asesoramiento financiero en Europa tras la MiFID II (I)* (225-253). Pirámide.
- Sánchez, Bravo y Conde. (2018). Requisitos de inversión. En D. Calzada y J.L. Chinchilla (dirs.), *Tratado de la SOCIMI* (117-152). Aranzadi.
- Viñuales, L.M. (2018). Los REITS: introducción desde una perspectiva fiscal. En D. Calzada y J.L. Chinchilla (dirs.), *Tratado de la SOCIMI* (47-62). Aranzadi.

Wechsler, S. (2018). Entrevista: Los REITs en Estados Unidos. En D. Calzada y J.L. Chinchilla (dirs.), *Tratado de la SOCIMI* (629-650). Aranzadi.

5.3.2. Artículos jurídicos

Álvarez, S. (2020). Aspectos legales de la financiación en masa. *Revista de Derecho del Mercado Financiero*. Disponible en <http://www.rdmf.es/2020/11/aspectos-legales-la-financiacion-masa-crowdfunding/>

Ashurst. (2022). Regulación de las socimis y consideraciones prácticas. *Update legal Ashurst*. Disponible en <https://www.ashurst.com/es-es/news-and-insights/legal-updates/legal-regime-for-spanish-reit-socimi/>

CEF. (2021). Novedades introducidas en el Impuesto sobre Sociedades por la Ley del fraude (Ley 11/2021). Disponible en <https://www.fiscal-impuestos.com/modificaciones-lis-ley-impuesto-sociedades-regimenes-especiales-medidas-prevencion-lucha-fraude-11-2021.html#:~:text=Se%20modifica%20el%20apartado%201,15%25%20o%20el%2019%20%25>

Gila. (2021). Crowdfunding en Europa: el nuevo reglamento ya se aplica. *Pinsent Masons Outlaw*. Disponible en <https://www.pinsentmasons.com/es-es/out-law/analisis/crowdfunding-en-europa-el-nuevo-reglamento-ya-se-aplica>

Maldonado Ramos, I. (2023). El crowdfunding inmobiliario, ¿colectivización de la propiedad?. *El notario del siglo XXI*. Disponible en <https://www.elnotario.es/index.php/opinion/opinion/8667-el-crowdfunding-inmobiliario-colectivizacion-de-la-propiedad>

Oliver de la Lastra, C. (2019). Balance de los diez años de la SOCIMI en España. *Actualidad Jurídica Aranzadi*. 958. Disponible en <https://www.perezllorca.com/actualidad/articulo/balance-diez-anos-socimi/>

Pérez de Madrid, V. (2013). La nueva regulación de las SOCIMIS. *El Notario del Siglo XXI*. 48. Disponible en <https://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-48/116-la-nueva-regulacion-de-las-socimis-0-2905314278700682>

Rodríguez-Ramos, L. y Heras, A. (2019). Modificaciones previstas en el régimen fiscal de las socimis. *Ramón y Cajal Abogados*. Disponible en <https://www.ramonycajalabogados.com/es/modificaciones-previstas-en-el-regimen-fiscal-de-las-socimis>

Serrano, P., García de Enterría, J., Benavides A., Fernández L. (2012). Nuevo régimen jurídico-fiscal de las SOCIMIS. *Clifford Chance*. Disponible en <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2012/09/nuevo-regimen-juridicofiscal-de-las-socimis.pdf>

Zunzunegui, F. (2015). Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding). *Revista de Derecho del Mercado Financiero*. Working Paper 3/2015. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2628249

5.4. Otros recursos

Armanext. (2023). VII Estudio SOCIMI 2022. Disponible en https://armanext.com/wp-content/uploads/2023/02/VII-Estudio-SOCIMI-2022__ARMANEXT.pdf

BBVA. (2022). Qué es el “crowdfunding” inmobiliario: ventajas y desventajas como inversión. *Planificación financiera*. Disponible en <https://www.bbva.com/es/salud-financiera/que-es-el-crowdfunding-inmobiliario-ventajas-y-desventajas-como-inversion/>

Benedito, I. y Arroyo, R. (2020). Socimis y gestoras de viviendas lamentan las medidas “populistas” que “castigan” al sector. *Expansión*. Disponible en <https://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2020/04/01/5e8391e9e5fdeaf7708b45dd.html>

- CFA Institute. (2023). Private capital, real estate, infrastructure, natural resources and hedge funds. En *Fixed income, derivatives, alternative investments and portfolio management. CFA Program Curriculum Level I*, vol 5 (429-498).
- EPRA. (2022). EPRA Global REIT Survey 2022: a comparison of the major REIT regimes around the world. Disponible en <https://www.epra.com/public-affairs/global-reit-survey>
- García-Vaquero, V. y Roibás, I. (2020). Evolución reciente de las SOCIMI en España. *Boletín Económico. Banco de España*. Disponible en <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/20/T3/descargar/Fich/be2003-art26.pdf>
- Hernández, L.A. (2022). Las socimi en España: qué son, ranking de socimis y análisis de la situación actual. Disponible en <https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde-cero/4368846-socimi-espana-que-son-ranking-socimis-analisis-situacion-actual>
- Housers. (2023). Información básica para el inversor. En *Web de Housers*. Disponible en <https://www.housers.com/es/informacion-basica-inversor>
- Nareit. (2023). History of REITs & Real Estate Investing. Disponible en <https://www.reit.com/what-reit/history-reits>
- Simón Ruiz, A. (2023). El Gobierno estudia que las socimis puedan comprar fincas agrícolas. *El País*. Disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2023/01/04/companias/1672860568_321953.html