



ICADE BUSINESS SCHOOL

**LAS SICAV EN ESPAÑA:
¿CÓMO SE GESTIONAN LAS MÁS
RENTABLES?**

Autor: Manuel Martínez Sánchez

Director: Juan Rodríguez Calvo

Madrid
Julio 2016

Manuel
Martínez
Sánchez



LAS SICAV EN ESPAÑA: ¿CÓMO SE GESTIONAN LAS MÁS RENTABLES?

0. RESUMEN

La finalidad de este trabajo de investigación es analizar a las Sociedades de Inversión de Capital Variable en España. Para ello, se hará un repaso general tanto de su condición de Institución de Inversión Colectiva, su definición y objeto, así como de su marco legal, regulatorio y fiscal. Tras repasar su concepto, se tratará de identificar, haciendo uso de las estadísticas disponibles, el tipo de gestión que llevan a cabo las sociedades más rentables en nuestro país, principalmente en lo que se refiere a la distribución patrimonial.

ÍNDICE

0. RESUMEN.....	0
1. INTRODUCCIÓN	4
2. LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN DE CAPITAL VARIABLE (SICAV)	5
2.1. La SICAV como Institución de Inversión Colectiva (IIC)	5
2.1.1. Concepto de IIC	5
2.1.2. Comparativa entre SICAV y Fondo de Inversión	6
2.2. Definición y objetivo	8
2.3. Principales ventajas de las SICAV	9
2.3.1. Fiscalidad.....	9
2.3.2. Gestión y seguridad	9
2.3.3. Diversificación.....	10
2.3.4. Liquidez	11
2.3.5. Otras ventajas financieras.....	11
2.4. Marco regulatorio y requisitos de las SICAV: Constitución, obligaciones y restricciones	12
2.4.1. Marco regulatorio legal	12
2.4.2. Constitución.....	13
2.4.3. Obligaciones y restricciones.....	14
2.5. Estructura y principales intervinientes.....	15
2.5.1. Consejo de administración	15
2.5.2. Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC)....	16
2.5.3. Depositario	17
2.6. Régimen fiscal de las SICAV	18
2.6.1. Tributación de las SICAV	18
2.6.2. Tributación de los accionistas	18
3. GESTIÓN DE LAS SICAV MÁS RENTABLES	20

3.1. Las SICAV más rentables	20
3.2. Distribución del patrimonio	22
3.2.1. Cartera interior	23
3.2.2. Cartera exterior	24
3.3. ¿Cómo se gestionan las SICAV más rentables?	25
4. EVOLUCIÓN HISTÓRICA, SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE LAS SICAV	27
4.1. Número de sociedades	27
4.2. Número de accionistas	28
4.3. Patrimonio social	29
4.4. Rentabilidad	32
4.5. Situación actual y perspectivas	33
4.5.1. Polémica y amenaza política	35
5. CONCLUSIONES	37
6. BIBLIOGRAFÍA.....	38
7. ANEXOS.....	42

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

Tabla 2.1: Comparativa entre las principales características de las SICAV y los FI.....	7
Cuadro 2.2: Estructura organizativa de las SICAV	15
Tabla 3.1: Las SICAV españolas más rentables de 2015.....	21
Gráfico 3.2: Distribución de la cartera de inversión de las SICAV más rentables de 2015.....	23
Gráfico 3.3: Distribución de la cartera interior de inversión de las SICAV más rentables de 2015.....	24

Gráfico 3.4: Distribución de la cartera exterior de inversión de las SICAV más rentables de 2015.....	25
Gráfico 3.5: Comparativa entre la distribución del patrimonio de la media de las SICAV en España y la de las más rentables.....	26
Gráfico 4.1: Evolución del número de SICAV en España.....	27
Gráfico 4.2: Evolución del número de accionistas de las SICAV en España.....	28
Gráfico 4.3: Evolución del patrimonio social de las SICAV en España.....	30
Gráfico 4.4: Evolución de las carteras de inversión de las SICAV en España.....	30
Gráfico 4.5: Evolución de la rentabilidad de las SICAV en España.....	32
Gráfico 4.6: Evolución de la rentabilidad de las SICAV, los FI y el IBEX 35.....	33
Tabla 4.7: Las SGIIC con mayor número de SICAV en España.....	34
Gráfico 4.8: Localización de las SICAV en España.....	35

1. INTRODUCCIÓN

Este trabajo tiene como fin realizar un análisis detallado sobre las Sociedades de Inversión de Capital Variable (en adelante, SICAV) en España para un posterior análisis sobre el tipo de gestión patrimonial llevado a cabo por las sociedades más rentables. Para esto, primero es necesario situar a este tipo de vehículos de inversión dentro del sistema financiero de nuestro país.

En general, el sistema financiero español está compuesto por todas aquellas instituciones, medios y mercados, que tienen como objetivo final la canalización del ahorro hacia los inversores. En este sentido, las SICAV forman parte de las denominadas Instituciones de Inversión Colectiva. Este tipo de instituciones tienen como objeto la captación pública de fondos, bienes o derechos para invertirlos y gestionarlos de conjuntamente en activos financieros, o no financieros. En el caso particular de las SICAV, se trata de una forma de inversión colectiva con el mismo objeto que las instituciones previamente comentadas pero con la diferencia de que éstas lo harán en valores mobiliarios y otros activos de carácter financiero.

Con el fin de realizar el estudio de una manera ordenada, en primer lugar se hará un repaso general sobre el concepto de SICAV, esto es: su definición, objetivo, ventajas, marco legal y regulatorio, estructura y régimen fiscal, en ese orden. En segundo lugar se encuentra el objetivo fundamental del trabajo, este es el análisis de la gestión llevada a cabo por las sociedades más rentables de nuestro país durante el pasado año. Para la realización de dicho análisis se utilizará como muestra representativa de las sociedades de inversión más rentables a las 20 mejores SICAV del año 2015 en España, en lo que a rentabilidad se refiere. Por último, se examinará la evolución histórica, situación actual y perspectivas de futuro de estos vehículos de inversión en nuestro país.

2. LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN DE CAPITAL VARIABLE (SICAV)

2.1. La SICAV como Institución de Inversión Colectiva (IIC)

Para ofrecer una definición clara y objetiva sobre las SICAV, resulta imprescindible entender el concepto de Institución de Inversión Colectiva (en adelante, IIC). A continuación se va a definir el concepto de IIC y se va a desarrollar una comparativa entre los dos principales grupos en los que se divide este tipo de instituciones; los Fondos de Inversión (en adelante, FI) y las SICAV.

2.1.1. Concepto de IIC

Las IIC se definen en el artículo 1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre de 2003, como aquellas instituciones que “tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos”, y por lo tanto no podrán constituirse como IIC aquellas entidades cuyo fin sea distinto del descrito y establecido en la Ley.

Por lo general, la inversión colectiva se diferencia de la individual en el mero hecho de que, como su propio nombre indica, en ella participan conjuntamente una cantidad múltiple de inversores. Otra característica diferencial frente a la inversión individual está en el tipo de gestión de las inversiones dado que en el caso de las colectivas, esta responsabilidad la asumen organismos profesionales y especializados. De este modo los particulares buscan obtener rentabilidad pero de forma segura, gracias a la capacidad de diversificación que ofrecen este tipo de instituciones.

Adicionalmente, la inversión colectiva se puede dividir en distintos tipos, ya sea en función de su forma jurídica o según su finalidad de inversión. De este modo, por un lado su forma jurídica puede ser de Fondo o de Sociedad de Inversión, y por otro lado la finalidad de su inversión puede ser de carácter financiero o de carácter no financiero.

En primer lugar, los FI son patrimonios colectivos separados, pertenecientes a una multitud de inversores, que carecen de personalidad jurídica propia y que por tanto

necesitan un representante legal que se encargue de su gestión. Dicha labor le corresponde a una Sociedad Gestora que ejercerá labores de administración sin ser propietaria del fondo. De igual manera, será necesario el concurso de un Depositario que custodie el patrimonio del fondo. Posteriormente se hará una descripción más detallada de las Sociedades Gestoras y Depositarias en el contexto de las SICAV.

En segundo lugar, las Sociedades de Inversión adoptan la forma de sociedad anónima, tienen sus propios órganos de administración y representación, y sus inversores son accionistas, en lugar de partícipes como en los FI, dado que adquieren una parte alícuota del capital social de la sociedad.

Por último, dejando de lado el marco jurídico y poniendo el foco en la finalidad de la inversión, las IIC se pueden clasificar en función de si tienen carácter financiero o no financiero. Por un lado, las de carácter financiero son aquellas que tienen por objeto la inversión en activos o instrumentos financieros. Mientras que las de carácter no financiero son aquellas que realizan sus inversiones principalmente en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento. Es por tanto importante destacar que las SICAV tienen carácter financiero y se enmarcan dentro del formato jurídico de las Sociedades de Inversión.

2.1.2. Comparativa entre SICAV y Fondo de Inversión

La principal diferencia que existe entre las SICAV y los FI se encuentra, tal y como se ha explicado previamente, en su forma jurídica. Las primeras son sociedades de inversión en las que el inversor se convierte en accionista, mientras que en los FI el ahorrador se convierte en partícipe de una cartera de inversión compuesta y gestionada por profesionales. Es por esto que las SICAV, a diferencia de los FI, pueden tanto autogestionarse como delegar dicha responsabilidad a una sociedad gestora. No obstante, cabe destacar ciertas diferencias entre las principales características de cada vehículo de inversión.

Tabla 2.1: Comparativa entre las principales características de las SICAV y los FI

Características	SICAV	FI
Personalidad Jurídica	Si	No
Forma Jurídica	Sociedad Anónima	Patrimonio colectivo
División del capital	Acciones	Participaciones
Capital mínimo legal	Si (2,4 M€)	Si (0,3 M€)
Capital máximo	Si (Estatutario x10)	No
Cotización	Si (MAB)	No
Gastos de constitución	Mayores	Menores
Gestión	Autogestión/Gestora	Gestora
Junta General de accionistas	Si	No
Política de inversión	Flexible	Restringida
Restricciones a la inversión	Si	Si
Valor liquidativo	Diario	Diario
Liquidez diaria	Si	Si
Tributación en Impuesto de Sociedades	1%	1%
Exención tributación por operaciones	Si	Si
Posibilidad de traspaso sin tributar	Si	Si
Tributación por plusvalía venta acciones	IRPF	IRPF

Fuente: Elaboración propia. Ley 35/2003.

Las SICAV, al contrario que los FI, ofrecen la posibilidad de comprar o vender acciones en cualquier momento dado que cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil (en adelante, MAB). Dichas acciones podrán ser adquiridas por cualquier particular desde cualquier entidad financiera. Por otro lado, las SICAV pueden variar el tamaño de su capital, es decir aumentarlo o reducirlo, hasta diez veces permitiendo así gestionar las necesidades o excedentes de tesorería. Debido a esto, el capital inicial deberá ser fijado en sus estatutos. Sin embargo los FI no tienen fijado ningún límite de capital. Ambos instrumentos de inversión requieren de un número mínimo de cien partícipes, o accionistas en el caso de las SICAV. Aunque compartan esta característica, los FI pueden comenzar a operar con tan solo 300.000 euros en comparación con las SICAV

que necesitarán 2,4 millones de euros. Con respecto a los gastos de constitución, los FI gozan de menores costes que las SICAV. Por último, las SICAV disfrutan de una política de inversión más flexible dado que gozan de menores limitaciones para gestionar la cartera de inversión. Esto se debe a que en este tipo de sociedades los accionistas mantienen una relación más estrecha con los gestores y por tanto disponen de mayor capacidad de decisión que los partícipes de un FI.

2.2. Definición y objetivo

La definición de SICAV se encuentra en el artículo 32 de la Ley 35/2003 de IIC. Se definen como aquellas IIC de carácter financiero que adoptan la forma jurídica de sociedad anónima, por lo que poseen personalidad jurídica.

Como Sociedades de Inversión de carácter financiero, tienen el objetivo de invertir en activos e instrumentos financieros que se encuentren de acuerdo a las prescripciones definidas en el artículo 30 de dicha Ley. En este sentido, podrán invertir en valores negociables e instrumentos financieros admitidos a cotización en bolsas o en otros mercados o sistemas organizados de negociación, siempre que se cumplan los requisitos expuestos a continuación: que sean mercados con un funcionamiento regular; que ofrezcan una protección igual a la de los mercados oficiales establecidos en España; y que tengan reglas de transparencia, funcionamiento, acceso y admisión a negociación semejantes a las de los mercados secundarios oficiales. Por lo tanto, las SICAV como el resto de IIC tienen como objetivo captar fondos, bienes o derechos del público para llevar a cabo una gestión colectiva de dichos recursos mediante su inversión en instrumentos financieros como los mencionados previamente para finalmente asignar colectivamente, y por igual entre los accionistas, los resultados de la gestión.

Las SICAV pueden solicitar, y la inmensa mayoría lo hacen, la admisión a negociación en Bolsa de sus acciones en el MAB. Habitualmente, las SICAV basan su funcionamiento en incrementar y disminuir su capital, siempre dentro de los límites establecidos en sus estatutos, mediante la venta o compra de estas acciones por parte de la propia sociedad en operaciones al contado, bien mediante oferta pública de adquisición o venta de sus acciones.

2.3. Principales ventajas de las SICAV

2.3.1. Fiscalidad

Aunque posteriormente se llevará a cabo un análisis más detallado sobre el régimen fiscal de las SICAV, esta es una de las principales ventajas que poseen este tipo de sociedades. En primer lugar cabe destacar que el ahorrador que invierte en una SICAV no tiene que tributar por las ganancias que esta haya obtenido procedentes de una posible venta de activos, cobro de intereses, dividendos, o cualquier otro tipo de operación que genere ingresos. De este modo, los gestores gozan de mayor flexibilidad en la gestión. Por otro lado, las SICAV, al igual que cualquier IIC, tributan anualmente un 1% en el Impuesto de Sociedades, una cifra muy inferior al 25% a la que están sometidas generalmente el resto de sociedades.

En cuanto a la tributación de los accionistas, lo harán exclusivamente cuando obtengan una plusvalía por la venta de sus acciones. En ese caso, tributarán en la base imponible del ahorro a un tipo que será desde el 19% al 23% del rendimiento obtenido, dependiendo del importe.

Asimismo, tampoco tributarán por los traspasos o movimientos efectuados para invertir el capital en otras IIC. Con la condición de que cuando se trate de transmisiones de acciones de sociedades de inversión se cumplan conjuntamente las siguientes condiciones: que el número de socios de la IIC de la que se traspasen las acciones sea mayor a 500; y que el contribuyente no haya participado en más de un 5% del capital de la IIC durante los 12 meses previos a la fecha de transmisión.

No obstante, la mayor ventaja de la que gozan las SICAV no es la fiscalidad sino la operatividad.

2.3.2. Gestión y seguridad

Otras ventajas importantes que ofrecen las SICAV son: el control sobre la gestión de la sociedad; y la seguridad que proporcionan en términos de información y transparencia.

Por un lado, este tipo de vehículos de inversión al ser sociedades anónimas y gozar de personalidad jurídica propia, contarán con un Consejo de Administración que asimismo

tendrá potestad para seleccionar sus propios órganos de gestión, ya sea otorgándole dicha responsabilidad a una sociedad gestora, o bien gestionándose por sí misma dado que, a diferencia de los FI, las SICAV tienen la posibilidad de autogestionarse. De todos modos, los accionistas tendrán un cierto nivel de control sobre la inversión a través del Consejo de Administración. En aquellos casos en los que la sociedad lleva a cabo una política de autogestión, el control que tendrá el accionista sobre la inversión será lógicamente muy superior a cuando se opte por delegar la responsabilidad en una sociedad gestora especializada. Pero en este segundo caso, la ventaja no tendrá tanto que ver con el nivel de control sobre la SICAV, sino con la calidad en la gestión de la misma. Esto se debe a que las decisiones serán tomadas por profesionales que tratarán de efectuar las mejores inversiones posibles, siempre en beneficio de los accionistas que seguirán teniendo el control de la sociedad. Por lo tanto, se puede concluir que los accionistas tendrán la ventaja de poder desarrollar una estrategia de inversión a medida.

Por otro lado cabe destacar que, al estar controladas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV), los inversores tendrán garantizada la transparencia en la gestión y la seguridad de que se realiza un control y seguimiento exhaustivos. Adicionalmente, gozarán también de la confianza que supone que las SICAV, al igual que todas las IIC, contraten a un auditor que controle sus operaciones y de fe.

2.3.3. Diversificación

Las SICAV ofrecen al accionista la posibilidad de diversificar y controlar mejor los riesgos. De este modo, el inversor tiene la capacidad de invertir en una cartera de valores muy extensa a la que posiblemente no tendría la posibilidad de acceder en caso de invertir de forma individual, logrando así un ahorro de costes importante correspondiente a las economías de escala generadas, manteniendo siempre un cierto control sobre su inversión. Adicionalmente, podrá realizar inversiones en valores extranjeros o de alta complejidad de una manera más fácil y económica. En último lugar, indicar que las SICAV tienen la obligación de cumplir con ciertas restricciones legales de inversión correspondientes a la diversificación de inversiones. En cualquier caso, dichas restricciones legales se encuentran detalladas en el apartado 2.4.

2.3.4. Liquidez

Estas sociedades son vehículos de inversión muy líquidos dado que tienen múltiples opciones para dotar de liquidez a sus acciones. Por lo general, existen tres procedimientos diferentes: la admisión de negociación en Bolsa de Valores de sus acciones; la incorporación a otros mercados o sistemas organizados de contratación de valores; y por último la adquisición y venta de acciones fuera de Bolsa, mercados o sistemas organizados de negociación.

Entre todas las opciones posibles, la que destaca por encima del resto de manera clara es, la mencionada anteriormente en segundo lugar, de que sus acciones coticen en el MAB y tengan así un valor liquidativo diario. De este modo, cuando el accionista quiera vender su participación en la SICAV tan solo tendrá que efectuar la venta de las acciones que desee y en un periodo máximo de dos días hábiles tendrá el dinero a su disposición. En línea con lo anterior, para que un inversor pueda vender sus acciones no necesita que exista otro que quiera comprarlas puesto que la SICAV puede comprar títulos propios, estando obligada a hacerlo en caso de ser la única opción de compra.

Por último, es importante destacar que, al igual que ocurre con la diversificación, existen ciertas restricciones legales que obligan a las SICAV a mantener un coeficiente mínimo de liquidez.

2.3.5. Otras ventajas financieras

Además de las ventajas financieras señaladas anteriormente, existen también otras características financieras ventajosas para este tipo de instrumentos de inversión.

En primer lugar, la política de inversión de las SICAV es muy flexible dado que, a diferencia de los FI, pueden tener como objeto de inversión cualquier tipo de activos e instrumentos financieros. De este modo, la sociedad gestora y el Consejo de Administración tienen mayor libertad para modificar su estrategia con el fin de adaptarla a la situación del mercado y la coyuntura económica.

En lo que se refiere a la tesorería, tal y como se ha señalado con anterioridad, las SICAV tienen la posibilidad de incrementar o reducir hasta diez veces su capital inicial, posibilitando así gestionar las necesidades o excedentes de tesorería.

Por otro lado, otra de las ventajas que atesoran este tipo de sociedades tiene que ver con su accesibilidad debido a que éstas se encuentran al alcance de todo el mundo. Es decir, cualquier inversor tiene la oportunidad de adquirir una acción de la inmensa mayoría de las SICAV.

Finalmente, cabe mencionar la rentabilidad como una de sus principales ventajas financieras. Esto se debe a que en los últimos años, las SICAV han obtenido, por lo general, unos niveles de rentabilidad muy elevados, por encima de los conseguidos por los FI (véase Gráfico 4.6). No obstante, dichos niveles de rentabilidad se deben también en gran medida al riesgo que asumen este tipo de sociedades. En cualquier caso, más adelante se va a realizar un análisis detallado sobre la rentabilidad de las SICAV, haciendo especial alusión a las más rentables del año 2015 y al tipo de gestión que han seguido para obtener dichos rendimientos.

2.4. Marco regulatorio y requisitos de las SICAV: Constitución, obligaciones y restricciones

Las SICAV están bajo la tutela y control de la CNMV y la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. Asimismo, este tipo de sociedades deben cumplir con una serie de requisitos para llevar a cabo su constitución, y posteriormente tendrán también ciertas obligaciones y restricciones. A continuación se entra en detalle del marco regulatorio de estas sociedades, sus requisitos para constituirse, y sus obligaciones y restricciones a la inversión.

2.4.1. Marco regulatorio legal

Actualmente, la regulación jurídica de las SICAV en España se sustenta en las siguientes Leyes, Directivas, Reglamentos y Circulares por parte de la CNMV:

- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, reguladora de las IIC, modificada por Ley 22/2014, de 12 de noviembre.

- Reglamento de Desarrollo de la Ley 35/2003 de las IIC, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, y que deroga el anterior Real Decreto 1309/2005 de noviembre.
- Texto refundido de Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.
- Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (en adelante, IS).
- Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (en adelante, IRPF), revisada por la Ley 26/2014, de 27 de noviembre.
- Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, que modifica la Directiva 2009/65/CE.
- Ley de Mercado de Valores, 24/1988.
- Circulares emitidas por la CNMV.

2.4.2. Constitución

Como se ha explicado previamente, las SICAV requieren de autorización administrativa previa por parte de la CNMV para constituirse. Tal y como recoge la Ley de IIC, existen ciertos requisitos mínimos que se les exige a este tipo de sociedades para obtener dicha autorización. Los principales requerimientos son expuestos a continuación:

- Capital mínimo inicial desembolsado de 2.400.000 euros, que deberá estar suscrito en su totalidad desde el momento de constitución de la sociedad.
- El capital estatutario máximo no deberá superar en más de diez veces dicho capital inicial.
- Debido a su naturaleza de IIC de carácter financiero, su finalidad será la de captar fondos, bienes o derechos de los inversores para gestionarlos e invertirlos en aquellos activos que permita la Ley de IIC.
- Deberán tener un número mínimo de cien accionistas, sin contar a aquellos que tengan una participación superior al 25%.
- Honorabilidad de los componentes del Consejo de Administración, así como experiencia y reconocida formación financiera y empresarial de los mismos.

Tras cumplir esta serie de requisitos, la CNMV estará preparada para dar su aprobación o revocación a dicha autorización, debiendo dar una respuesta en un plazo máximo que será de tres meses. Además, en caso de no cumplir con alguno de estos requisitos, la CNMV lo deberá notificar para, de este modo, corregir los errores que se haya cometido. Por tanto, si se corrigen dichos errores se obtendrá la autorización y, por el contrario, en caso de no hacerlo la autorización será denegada. Del mismo modo, cabe la posibilidad de que la CNMV no responda, siendo este el caso, pasado un plazo de cinco meses se asumirá como aceptada la autorización.

Una vez obtenida la autorización de la CNMV, la SICAV debe llevar a cabo su constitución en escritura pública, como Sociedad Anónima, ante un notario. Posteriormente, podrá efectuar su presentación e inscripción en el Registro Mercantil de la ciudad en la que se sitúe su domicilio social. Además, en caso de solicitar admisión a negociación de sus acciones en Bolsa o en mercados organizados de valores, deberá realizar una solicitud de admisión a cotización e inscripción en el Registro de IIC de la CNMV, al igual que recibir la aprobación, y posterior admisión, por la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores, o en la mayoría de los casos, del MAB.

En definitiva, para llevar a cabo su constitución, una SICAV deberá, fundamentalmente, cumplir con los requisitos exigidos por ley, así como con las restricciones y obligaciones de las políticas de inversión expuestas a continuación.

2.4.3. Obligaciones y restricciones

Las SICAV, al igual que sucede con cualquier tipo de sociedad, tienen que cumplir con ciertas obligaciones. En primer lugar, tienen la obligación de publicar un folleto que contenga la información necesaria y los datos fundamentales para el inversor. Además del folleto, deberán publicar un informe anual, semestral y trimestral para que el inversor sea plenamente consciente de todos los movimientos que realiza la sociedad, así como publicar los hechos relevantes que puedan influir en la estimación del valor del patrimonio y en las perspectivas futuras de la misma.

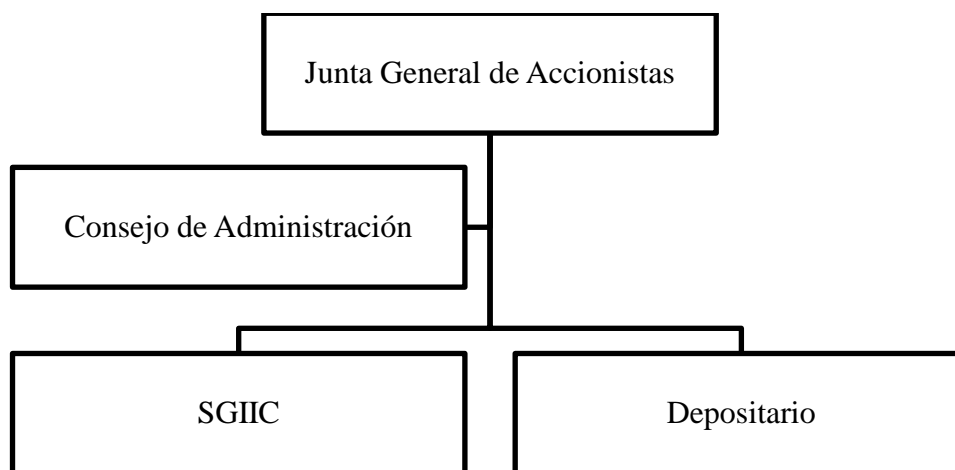
A parte de obligaciones, las SICAV también cuentan con una serie de restricciones legales a la inversión que tienen como finalidad ofrecer una mayor seguridad y protección al accionista que invierta en ellas. Dichas restricciones son las siguientes:

- Coeficiente de control: No más del 5% de los valores deben ser emitidos o avalados por una misma entidad.
- Coeficiente de inversión: Al menos el 90 % del activo estará invertido en valores mobiliarios admitidos a cotización en mercados organizados reconocidos oficialmente.
- Coeficiente de diversificación: No más del 5 % de su activo invertido en valores de una misma sociedad. Este límite queda ampliado al 10 %, siempre que el total de las inversiones de la SICAV, en valores en los que se supere el 5 %, no exceda del 40 % del activo de la misma.
- Coeficiente de liquidez: Deberán tener un mínimo del 3%.

2.5. Estructura y principales intervinientes

La estructura de las SICAV, de un modo muy general, se puede definir de la siguiente manera:

Cuadro 2.2: Estructura organizativa de las SICAV



Fuente: Elaboración propia.

2.5.1. Consejo de administración

Del mismo modo que cualquier otra sociedad, la SICAV debe contar con un Consejo de Administración. Dicho órgano de gobierno deberá estar compuesto por al menos tres

personas autorizadas por la CNMV, con el fin de garantizar que dichas personas cumplen ciertos requisitos de honorabilidad profesional o empresarial y de formación y experiencia financiera. Entre otras funciones, debe asumir la responsabilidad de representar, administrar y gobernar la sociedad. Asimismo, este órgano de gobierno tiene como principales funciones la definición de la estrategia de inversión, la supervisión de su calidad y por tanto la protección de los intereses de los accionistas.

2.5.2. Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC)

La presencia de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, SGIIC) resulta primordial para la existencia de las IIC. Se trata de sociedades anónimas, también sujetas a la Ley 35/2003 y cuyo principal objetivo consiste en administrar, representar y gestionar las inversiones al igual que gestionar las suscripciones, traspasos de acciones, conversiones y reembolsos de las SICAV en este caso. De este modo, se puede afirmar que son las encargadas de su funcionamiento, si bien no son las propietarias de la sociedad.

Para poder operar, las SGIIC necesitan recibir autorización del Ministerio de Economía a petición de la CNMV para posteriormente constar en el Registro Mercantil al igual que en el correspondiente registro de la CNMV. Asimismo, podrán recibir autorización para desarrollar las siguientes actividades:

- Gestión discrecional e individualizada de carteras de inversiones, incluidas las pertenecientes a fondos de pensiones.
- Administración, gestión, representación y comercialización de fondos de capital riesgo.
- Asesoramiento de inversiones.
- Administración y custodia de las participaciones de los FI o, en este caso, de las acciones de las sociedades de inversión.

Adicionalmente, las sociedades gestoras deberán actuar en beneficio de los accionistas de las SICAV en este caso cuyos activos administren y las comisiones que reciban de dichos accionistas tendrán unos límites establecidos. De este modo, la gestora será responsable frente a los accionistas de los perjuicios causados por la desobediencia o

incumplimiento de sus obligaciones legales, por lo que deberá contar con un servicio de atención al cliente.

2.5.3. Depositario

Las entidades depositarias son aquellas encargadas de realizar funciones de depósito y custodia de valores y, en general, de todas las inversiones llevadas a cabo por la IIC. Adicionalmente, deberán ejercer funciones de vigilancia y supervisión de la gestión realizada por las SGIIC, o en su caso de los administradores de la SICAV. De este modo, deben elaborar un informe semestral para la CNMV correspondiente al cumplimiento de dichas funciones de vigilancia y supervisión. Por lo tanto, estas entidades tienen esencialmente las siguientes funciones:

- Recibir y custodiar los activos líquidos de la SICAV.
- Vigilancia y supervisión de la gestión llevada a cabo por las SGIIC y administradores.
- Realizar el pago de beneficios a los accionistas.
- Ejecutar el proceso de adquisición y venta de acciones y cobrar sus respectivos intereses y dividendos.

Las sociedades depositarias son por lo general entidades bancarias. Si bien estas también pueden ser cajas de ahorro, incluida la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA), cooperativas de crédito, sociedades y agencias de valores, siempre que cumplan ciertas condiciones: participar en los sistemas de liquidación, compensación y registro de los mercados en los que vaya a operar; tener su domicilio social, o en su ausencia una sucursal, en España; y la entidad no podrá ser simultáneamente gestora y depositaria de una misma IIC, salvo en casos excepcionales.

Por último, los depositarios, al igual que las SGIIC necesitan la autorización de la CNMV e inscribirse en el correspondiente registro de la misma.

2.6. Régimen fiscal de las SICAV

2.6.1. Tributación de las SICAV

Debido a su condición de sociedad anónima con personalidad jurídica propia y de carácter financiero, la tributación de las SICAV está sujeta a la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del IS. Cabe mencionar que la base imponible del IS en el caso de las SICAV se calcula conforme a la normativa general, y vendrá determinada por el resultado contable.

Respecto a su tipo impositivo, las SICAV tributan a un tipo reducido del 1%, a diferencia del tipo impositivo general del 25% al que, por lo general, lo deben hacer el resto de sociedades en nuestro país. En el apartado 4 del artículo 29 de la Ley mencionada anteriormente se especifica que “las sociedades de inversión de capital variable reguladas por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, siempre que el número de accionistas requerido sea, como mínimo, el previsto en su artículo 9.4.” tributarán a un tipo de gravamen del 1%. Asimismo, en el artículo 52 de esta misma Ley se dictamina que las SICAV no podrán acogerse a las bonificaciones y deducciones fiscales, recogidas por la ley que regula el IS, en términos de doble imposición.

2.6.2. Tributación de los accionistas

Los accionistas de una SICAV pueden ser tanto personas físicas, generalmente cualquier ahorrador particular, como personas jurídicas, es decir cualquier entidad o sociedad con personalidad jurídica propia. De este modo, dependiendo de su personalidad, los primeros estarán sujetos al IRPF, mientras que los últimos lo estarán al IS.

Respecto a los accionistas sujetos al IS, según lo dispuesto en el artículo 53 de la Ley del IS, deben incluir en su base imponible aquellas rentas obtenidas por la transmisión de acciones o participaciones o su reembolso, al igual que por los dividendos obtenidos. El tipo impositivo sobre estas ganancias será, generalmente, del 25%.

Por otro lado, los accionistas sujetos al IRPF, según lo establecido en el artículo 94 de la Ley del IRPF, deben integrar en su base imponible del ahorro las ganancias y pérdidas patrimoniales. En caso de que dicha base sea positiva, los accionistas tributarán al a un tipo impositivo que dependerá de la cantidad obtenida, tal y como se muestra a continuación:

- Hasta 6.000€, tributarán al 19%.
- Desde 6.001€ hasta 50.000€, tributarán al 21%.
- Más de 50.001€, tributarán al 23%.

Cabe recordar que, debido a la actualización del IRPF llevada a cabo en 2014 y hecha efectiva en enero de 2015, no gozarán de exención los primeros 1.500€ por el cobro de dividendos.

Adicionalmente, en referencia a la movilización de fondos patrimoniales entre IIC, en la Ley 35/2006 del IRPF se establece que “cuando el importe obtenido como consecuencia del reembolso o transmisión de participaciones o acciones en instituciones de inversión colectiva se destine, de acuerdo con el procedimiento que reglamentariamente se establezca, a la adquisición o suscripción de otras acciones o participaciones en instituciones de inversión colectiva, no procederá computar la ganancia o pérdida patrimonial, y las nuevas acciones o participaciones suscritas conservarán el valor y la fecha de adquisición de las acciones o participaciones transmitidas o reembolsadas”. En definitiva, se podrán llevar a cabo este tipo de movilizaciones sin necesidad de pagar impuestos. Si bien, esto solo se podrá aplicar en las siguientes ocasiones:

- En los reembolsos de participaciones en IIC que estén consideradas FI.
- En las transmisiones de acciones de IIC con forma societaria, si se cumplen las siguientes condiciones:
 - Que la IIC cuyas acciones se vayan a transmitir tenga un número de accionistas superior a 500.
 - Que el contribuyente no haya participado en más del 5% del capital de la IIC en algún momento dentro de los doce meses previos a la fecha de la transmisión.

Asimismo, el régimen de diferimiento previamente mencionado no se aplicará cuando “por cualquier medio, se ponga a disposición del contribuyente el importe derivado del

reembolso o transmisión de las acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva”.

Por último, en el año 2010 se llevaron a cabo dos leyes modificadoras (Ley 39/2010 y Ley 40/2010) del artículo 94 de la Ley del IRPF. En ellas se dictamina que los accionistas de una SICAV deben integrar en la base imponible del ahorro aquellas rentas derivadas de reducciones de capital con devolución de aportaciones y/o distribuciones de prima de emisión. En aquellas operaciones de reducción de capital con devolución de aportaciones, tan solo se deberá integrar, como rendimiento del capital mobiliario, la revalorización del valor liquidativo de las acciones durante el tiempo de posesión o el importe de los beneficios distribuidos, mientras que, con las primas de emisión, se integraría el importe total percibido.

3. GESTIÓN DE LAS SICAV MÁS RENTABLES

A continuación se procede a realizar un análisis sobre el tipo de gestión, en términos de distribución patrimonial, que han llevado a cabo las SICAV más rentables de nuestro país en el año 2015. Para ello, se examinará la gestión de la cartera de inversión de las mismas, mostrando especial atención a como han distribuido su patrimonio, tanto de la cartera interior como la de exterior, y de este modo, ver si se puede llegar a alguna conclusión sobre si realmente existe una diferencia entre la gestión de las SICAV más rentables en comparación con la media de todas las SICAV en España.

3.1. Las SICAV más rentables

Con el fin de analizar la gestión patrimonial de las SICAV más rentables, se va a utilizar como muestra representativa a las 20 mejores SICAV de nuestro país, en términos de rentabilidad anual, del año 2015. Así, en la Tabla 3.1 se muestra un listado de las mismas.

Tabla 3.1: Las SICAV españolas más rentables de 2015

Posición	Nombre	Gestora	Rentabilidad
1	Kersio Capital	Bankinter Gestión de Activos	26,14%
2	Algar Capital	Renta 4 Gestora	23,13%
3	Eurocartera 600	Gestifonsa	20,16%
4	Belgravia Beta	Belgravia Capital	19,97%
5	Munda Valor Investments	Tressis Gestión	19,28%
6	Dragón de Aragón	GVC Gaesco Gestión	18,98%
7	Lierde	Mercados y Gestión de Valores AV SA	18,63%
8	Uro Inversiones	Santander Private Banking Gestión	18,32%
9	Cartera Tofi	March Asset Management	18,25%
10	Inversión Columbus 75	Tressis Gestión	18,21%
11	Meñaler	BBVA Asset Management	18,19%
12	Global Sagos	Bankinter Gestión de Activos	18,13%
13	Eurobolsa Selección	Andbank Wealth Management	17,93%
14	Berman Inversiones Fin.	Bankinter Gestión de Activos	16,87%
15	Eresma Bolsa	BBVA Asset Management	16,55%
16	Argulls Financiera	Credit Suisse Gestión	16,20%
17	Romero Inversiones Mob.	Santander Private Banking Gestión	16,19%
18	Cedre du Liban	Credit Suisse Gestión	15,99%
19	Belgravia Delta	Belgravia Capital	15,72%
20	Actimaaf Acciones Ibérica	Renta 4 Gestora	15,62%

Fuente: Fundspeople. Datos Morningstar Direct. Rentabilidad anual.

Estas 20 sociedades de inversión han obtenido unos niveles de rentabilidad muy por encima de la media durante el año 2015, tanto en comparación con la de las SICAV

como con la de los FI o con el índice de referencia de nuestro país, el IBEX 35 (véase ANEXO 6, 7 y 8).

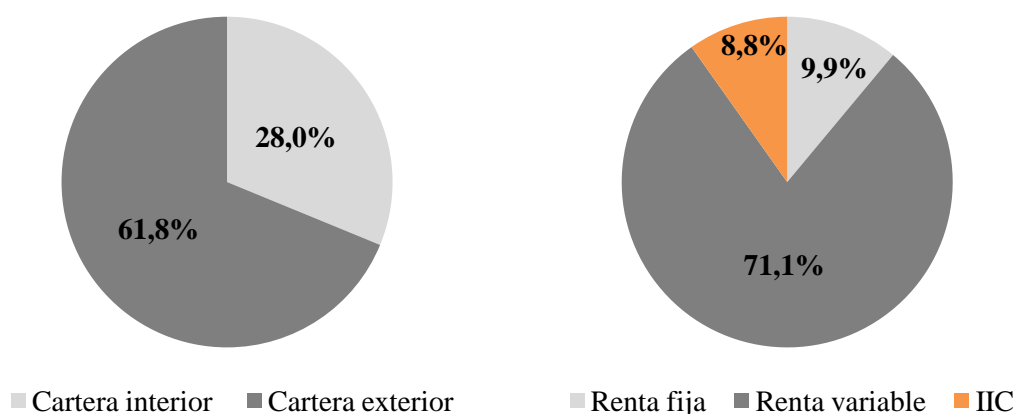
Por esto, es necesario realizar un análisis de su gestión, con el objetivo de encontrar los factores que hayan podido ser claves para la obtención de dichos resultados. Para esto, se ha examinado la distribución patrimonial de cada una a través de la información pública periódica que reportan estas sociedades a la CNMV, en este caso la del ejercicio 2015. Adicionalmente, en dichos informes, se ha podido observar que estas 20 SICAV asumen unos niveles de riesgo muy elevados, ya que de media tienen un Perfil de Riesgo de 6,5, en una escala del 1 al 7 (siendo 1 la de menor riesgo). De este modo, parece lógico que, para obtener una rentabilidad tan elevada, estas sociedades han tenido que gestionar su patrimonio de una manera más arriesgada.

3.2. Distribución del patrimonio

Las SICAV, con el fin de obtener un rendimiento de su patrimonio, cuentan con una SGIIC que, siguiendo las directrices impuestas por los accionistas mediante la Junta de Accionistas y el Consejo de Administración, administra y gestiona dicho patrimonio a través de la cartera de inversión, y siempre dejando una porción del patrimonio como tesorería para proporcionar un nivel apropiado de liquidez.

En el caso de las SICAV más rentables de nuestro país durante el año 2015, su cartera de inversión se distribuye tal y como muestra el Gráfico 3.2.

Gráfico 3.2: Distribución de la cartera de inversión de las SICAV más rentables de 2015



Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV e Informes periódicos. Media de la inversión de las 20 SICAV más rentables de 2015 sobre el total de su patrimonio.

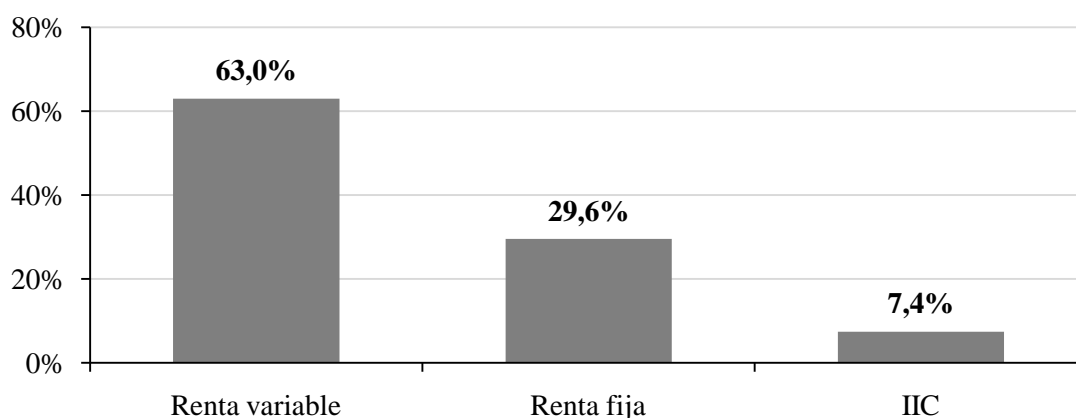
Con los datos obtenidos sobre la distribución patrimonial de la cartera de inversión de las 20 SICAV mencionadas anteriormente se ha realizado una media que muestra como, las sociedades de inversión más rentables han apostado, al igual que el resto, por invertir en activos e instrumentos financieros extranjeros, representando su cartera exterior de inversión más de un 60% del patrimonio total de estas sociedades, doblando la cantidad invertida en la cartera interior.

Por otro lado, destaca claramente la inversión en instrumentos de patrimonio, o renta variable, ya que se puede observar como estas sociedades han distribuido de media más del 70% del patrimonio a este tipo de inversiones. Asimismo, es muy inferior la cantidad invertida en valores representativos de deuda, o renta fija, y en otras IIC, ambas representando, de media, menos del 10% del patrimonio.

3.2.1. Cartera interior

Aunque, de media, las SICAV más rentables de nuestro país durante el año 2015 tan solo hayan invertido entre el 25% y el 30% del patrimonio en activos o instrumentos financieros nacionales, es interesante analizar el modo en el que se ha distribuido la inversión en esta cartera.

Gráfico 3.3: Distribución de la cartera interior de inversión de las SICAV más rentables de 2015



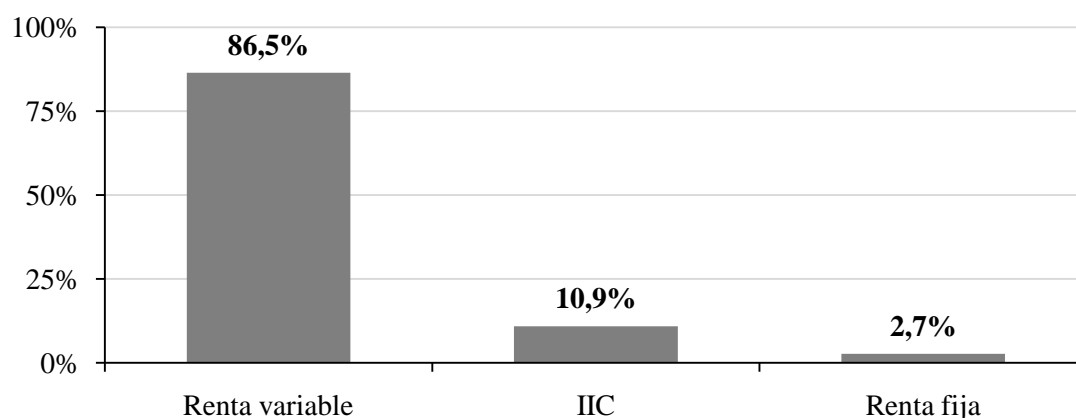
Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV e Informes periódicos. Porcentaje sobre el total de la cartera interior.

De este modo, el Gráfico 3.3 revela que, dentro de la cartera interior, aunque sigue predominando la inversión en instrumentos de renta variable, la inversión en renta fija nacional tiene un peso muy por encima del que representa sobre el total del patrimonio.

3.2.2. Cartera exterior

Dado que, tanto las más rentables como las SICAV en general, desde hace varios años, dedican mayor parte de su patrimonio a la cartera exterior de inversión, es importante analizar cómo distribuyen el patrimonio de dicha cartera.

Gráfico 3.4: Distribución de la cartera exterior de inversión de las SICAV más rentables de 2015



Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV e Informes periódicos. Porcentaje sobre el total de la cartera exterior.

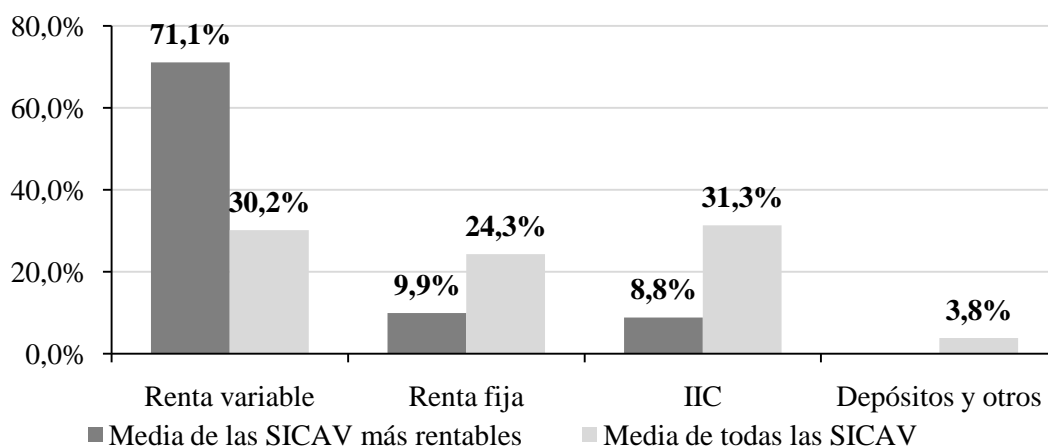
Como se aprecia en el Gráfico 3.4, es claramente en esta cartera en la que, las sociedades que mejor rendimiento han obtenido durante el año 2015, se decantan por la inversión en renta variable extranjera, siendo esta, de media, entre el 85% y el 90% del total de la cartera exterior. De este modo, la proporción restante se distribuye entre la inversión en IIC extranjeras y en valores representativos de deuda, siendo la primera la predominante, con cerca del 10% del total de la cartera.

3.3. ¿Cómo se gestionan las SICAV más rentables?

Tras analizar la gestión de la distribución patrimonial que han llevado a cabo las SICAV más rentables de nuestro país en el año 2015, se puede apreciar como la proporción destinada a la inversión en activos o instrumentos financieros nacionales y extranjeros, es decir la distribución de la cartera de inversión en términos de cartera interior y cartera exterior, es prácticamente igual a la de la media de todas las SICAV en España.

Sin embargo, existe una diferencia bastante significativa en la distribución del patrimonio, en lo que se refiere al tipo de inversión financiera, con respecto a la media del conjunto de sociedades de inversión en nuestro país. Dicha diferencia se muestra claramente a continuación.

Gráfico 3.5: Comparativa entre la distribución del patrimonio de la media de las SICAV en España y la de las más rentables



Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV e Informes periódicos. Datos del año 2015. Porcentaje sobre el total del patrimonio.

Por tanto, es evidente que existe una clara diferencia en la manera de gestionar el patrimonio, en lo que se refiere a la cartera de inversión, entre las SICAV que han obtenido los mejores rendimientos del año y la media de todas estas sociedades. De este modo, las más rentables han dedicado más del doble en inversiones de renta variable. Estas sociedades han invertido, aproximadamente, el 70% de su patrimonio en instrumentos de patrimonio, en su mayoría extranjero.

Por otro lado, la inversión en renta fija por parte de estas sociedades fue muy inferior a la de la media de todas las SICAV en nuestro país, tan solo del 10% frente a cerca de un 25%, respectivamente. Esto tiene mucho que ver con el nivel de riesgo asumido por las sociedades que lograron obtener las rentabilidades más elevadas, dado que, por lo general, cuanto mayor es el riesgo, mayor es el potencial de rendimiento de dicha inversión, y como ya se ha mencionado previamente, el perfil de riesgo de estas sociedades es muy alto.

Además, otro dato significativo entre la gestión de unas y otras tiene que ver con la inversión en IIC. Mientras que las SICAV en España invirtieron, de media, más del 30% en otras IIC, las 20 más rentables lo hicieron de media en menos del 10%. Por último cabe mencionar que ninguna de estas sociedades destino parte de la inversión a depósitos en entidades de crédito, ni siguió ningún índice de referencia en su gestión.

4. EVOLUCIÓN HISTÓRICA, SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE LAS SICAV

Una vez realizado el análisis sobre cómo se han gestionado las SICAV más rentables del año pasado, es momento de hacer un repaso del pasado, la situación actual y las perspectivas de futuro de dichas sociedades.

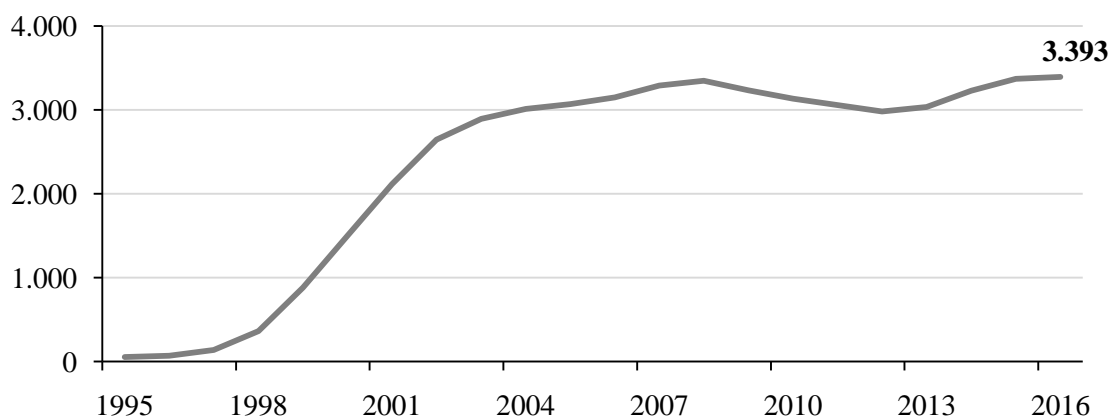
Hay que remontarse más de tres décadas hasta llegar al año de creación de las SICAV en nuestro país. Este tipo de sociedades se crearon por primera vez en España en el año 1983 con el gobierno del Partido Socialista Obrero Español (PSOE), presidido por Felipe González, con el fin de mantener a las grandes riquezas en el país y de este modo evitar posibles fugas de capitales. Sin embargo, es a finales de los años 90, y principios del siglo XXI, la consagración y auge en España de estos vehículos de inversión.

A continuación, se va a tratar de analizar la evolución histórica de las SICAV en España mediante la exposición del número de sociedades y accionistas, el patrimonio social y la rentabilidad.

4.1. Número de sociedades

La evolución en el número de SICAV en España supone, de algún modo, una representación de cómo han evolucionado históricamente este tipo de sociedades en nuestro país, tal y como se muestra en el Gráfico 4.1.

Gráfico 4.1: Evolución del número de SICAV en España



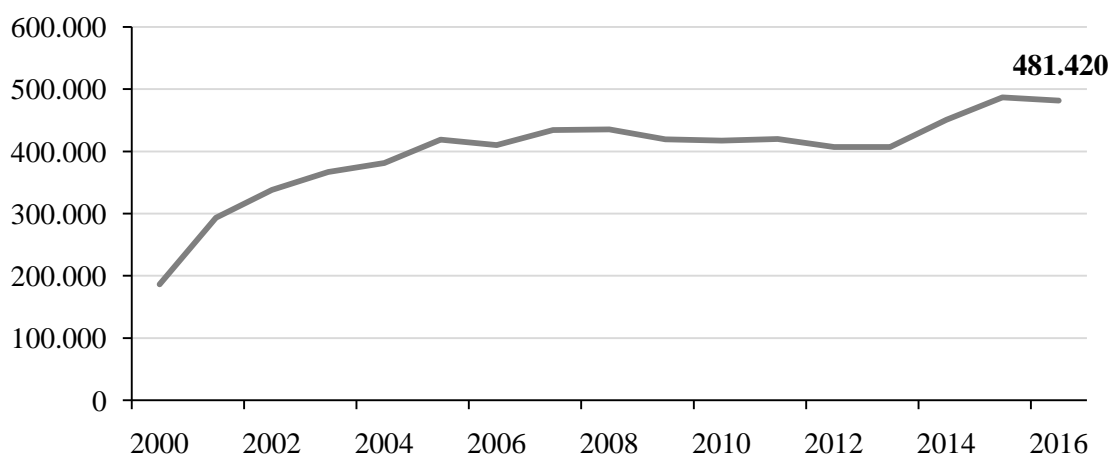
Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV.

En primer lugar cabe destacar el incremento que se produce en el número de sociedades desde finales de los años 90 hasta, aproximadamente, el año 2008. Posteriormente, se produce un frenazo en dicho crecimiento, e incluso se reduce en unas 366 el número de SICAV en España hasta el año 2012, momento en el que vuelven a crearse más sociedades de nuevo. Generalmente, esto se puede achacar a la crisis financiera global que sufrió la economía durante este periodo. Sin embargo, ya en el año 2015 el número de SICAV en España superó la cifra histórica obtenida en 2008, y actualmente se encuentra en su pico más alto.

4.2. Número de accionistas

Lógicamente, la evolución del número de accionistas está directamente relacionada con la del número de sociedades, y por lo tanto su dibujo, como se puede apreciar en el Gráfico 4.2, es muy similar.

Gráfico 4.2: Evolución del número de accionistas de las SICAV en España



Fuente: Elaboración propia. Datos Informe Inverco, 2016.

Del mismo modo que el número de SICAV en España, el número de accionistas sufrió una subida notoria desde, aproximadamente, el año 2000 hasta 2008, quedándose estancados hasta los años 2012-2013 que vuelve a recuperar la tendencia creciente. Por otro lado, cabe destacar el incremento en el número de accionistas hasta el año 2015, incorporándose unos 80.000 nuevos inversores a este tipo de vehículo durante dicho periodo. Por un lado, puede deberse al aumento de la popularidad de este tipo de

sociedades, lo que conlleva a un mayor conocimiento sobre su funcionamiento y atractivo financiero, coincidiendo a su vez con el inicio de la recuperación económica en España.

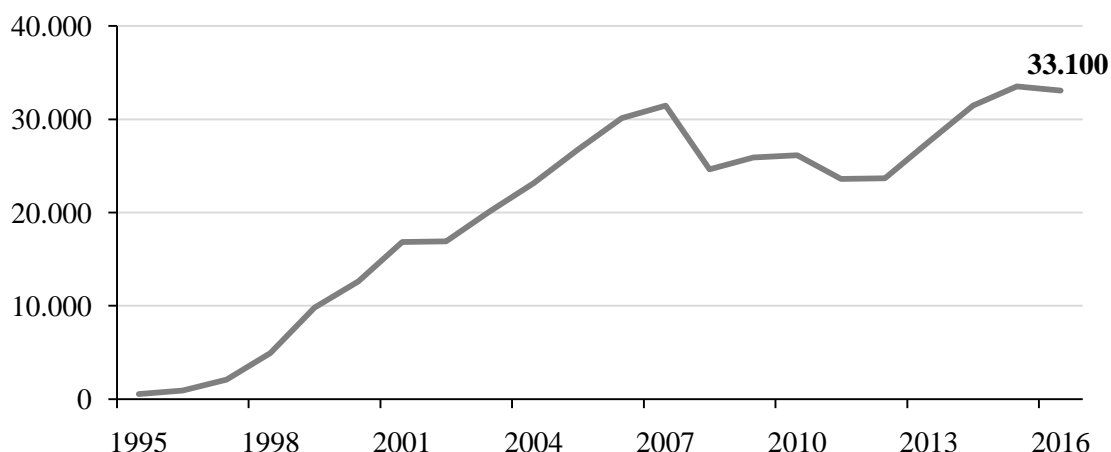
No obstante, el número de accionistas de este tipo de sociedades se ha visto reducido en más de un 1% en lo que va de año. Esto se debe principalmente a la incertidumbre política en la que se encuentra sumergida España desde las elecciones del 20 de diciembre, que ha supuesto un frenazo en la inversión y el crecimiento del país.

4.3. Patrimonio social

A diferencia de lo que ha sucedido con la evolución del número de sociedades y accionistas en España, el crecimiento del patrimonio social de las SICAV se ve frenado en 2007, un año antes que los mencionados previamente. No obstante, el principal motivo es el mismo, la crisis global financiera, que supone un incremento en las desinversiones por parte de los inversores y, sobre todo, una pérdida de valor generalizada de las carteras de inversión. Asimismo, su dibujo es también similar a los dos expuestos anteriormente.

Tal y como se puede apreciar en el Gráfico 4.3, el patrimonio social de estas sociedades sufre, entre los años 2007 y 2008, un descenso superior al 20%, convirtiéndose así en la mayor caída de su historia. Si bien, tras un periodo de estancamiento, directamente relacionado con la crisis, en 2013 vuelve a aumentar el patrimonio de las SICAV, hasta alcanzar su pico en 2015. No obstante, al igual que sucede con el número de accionistas, desde finales de año hasta la actualidad, el patrimonio social de estas sociedades se ha visto reducido por los mismos motivos.

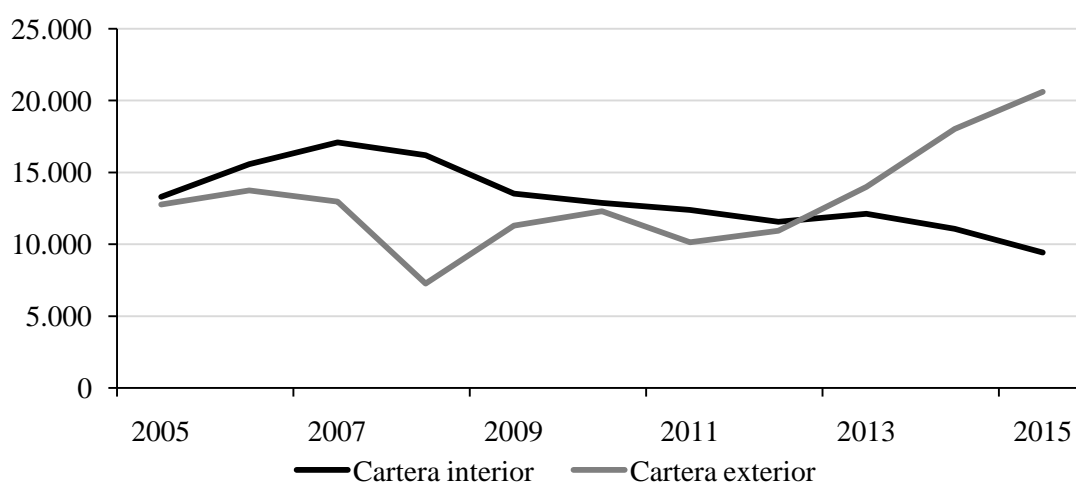
Gráfico 4.3: Evolución del patrimonio social de las SICAV en España



Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV, en millones de euros.

El patrimonio social de las SICAV está compuesto principalmente por la cartera de inversiones, en concreto, a cierre de 2015, la cartera de inversiones de las SICAV ha representado el 89,6% del patrimonio total. A su vez, la cartera de inversiones se divide en dos: la cartera de interior y la de exterior, cuyas evoluciones se exponen conjuntamente en el Gráfico 4.4. Dado su peso en el patrimonio de estas sociedades, es importante analizar su evolución.

Gráfico 4.4: Evolución de las carteras de inversión de las SICAV en España



Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV, en millones de euros.

La evolución de la composición de la cartera de inversiones de las SICAV en España se puede dividir en dos etapas, siendo la crisis económica y financiera global el punto de inflexión entre ambas. En primer lugar se encuentra el periodo que transcurre desde

principios de siglo hasta finales del año 2007 y principios de 2008. Sin embargo, diversos acontecimientos provocan un cambio de tendencia desde ese momento hasta la actualidad.

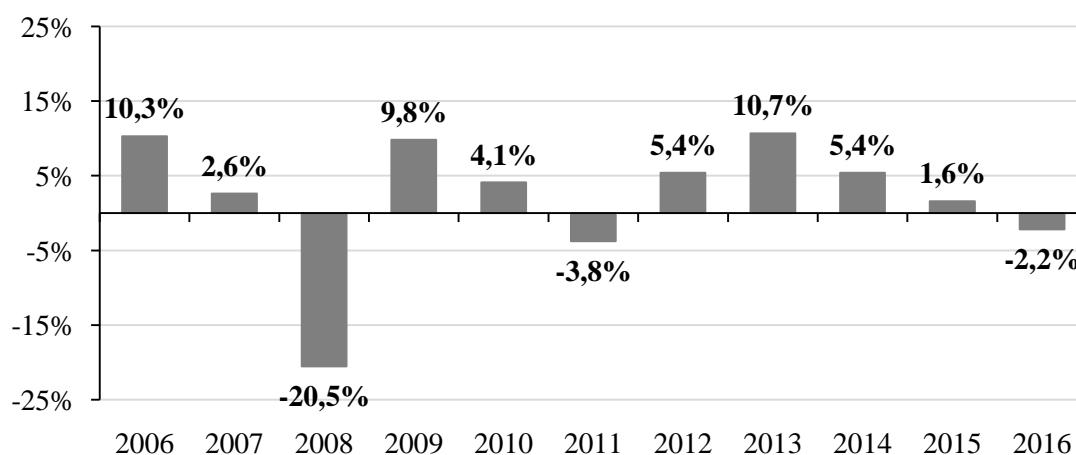
Por un lado, la cartera interior, o en otras palabras, la cartera compuesta por inversiones en activos financieros nacionales, experimenta un nivel de crecimiento sostenido hasta finales del año 2007. Desde este momento, y debido a los motivos explicados anteriormente en relación al patrimonio de las SICAV, la cartera interior está experimentando un decrecimiento sostenido hasta la actualidad. No obstante, es interesante señalar que, en el año 2008, en comparación a lo sucedido con la cartera exterior, estas sociedades apuestan por la inversión en activos nacionales debido principalmente al estallido de la crisis financiera global. Sin embargo, es a partir de ese año (2008) cuando se experimenta claramente el cambio de tendencia. La cartera de interior disminuye más de un 16% y la cartera de exterior se incrementa en más de un 55% del año 2008 a 2009. Esto probablemente se deba a la obtención durante este año de rentabilidades muy negativas (véase el Gráfico 4.5), tras haber apostado fuertemente por la inversión nacional, y por tanto da lugar a un giro en la política de inversión de estas sociedades.

Por otro lado, en lo que se refiere a la cartera exterior, se puede apreciar como hasta el año 2006 sigue una trayectoria creciente, similar a la de la cartera interior. Sin embargo, a partir de este año la cartera exterior se ve reducida, a diferencia de lo que sucede con la cartera interior que lo hace a partir de 2008, probablemente debido a un anticipo de la crisis financiera que estaba por llegar y que se podía prever por la incertidumbre sobre la situación del sistema bancario en Estados Unidos que estaba latente durante ese periodo, hasta que finalmente estalla la crisis en el año 2008 con la caída de Lehman Brothers. No obstante, tal y como se ha comentado anteriormente, esta caída tan solo duraría hasta el año 2009, momento en el que la cartera exterior comienza una dinámica de crecimiento sostenido, a diferencia de lo que sucede con la cartera nacional. Tal ha sido el cambio en la política de inversión de estas sociedades, que actualmente invierten ya más del doble en el extranjero que en activos financieros nacionales, representando así la cartera exterior de las SICAV más del 60% del patrimonio total de las mismas.

4.4. Rentabilidad

Debido a la complejidad que supone determinar la rentabilidad media de las SICAV en nuestro país (a excepción del año 2014, que Morningstar Direct proporciona el dato), y con el fin de poder analizar su evolución histórica, se ha tomado como muestra representativa de todo el conjunto de SICAV a las más populares, definiendo así a aquellas que cuentan con más de 500 accionistas (véase ANEXO 6). De este modo, a través de los Datos Fundamentales para el Inversor (en adelante, DFI) proporcionados por la CNMV, se han obtenido las rentabilidades históricas de dichas sociedades, y se toma la media de sus rentabilidades como una estimación del rendimiento real obtenido históricamente por el conjunto de estos vehículos de inversión. Por tanto, el Gráfico 4.5 muestra, de manera aproximada, la evolución que ha experimentado la rentabilidad de este tipo de sociedades en nuestro país durante los últimos años.

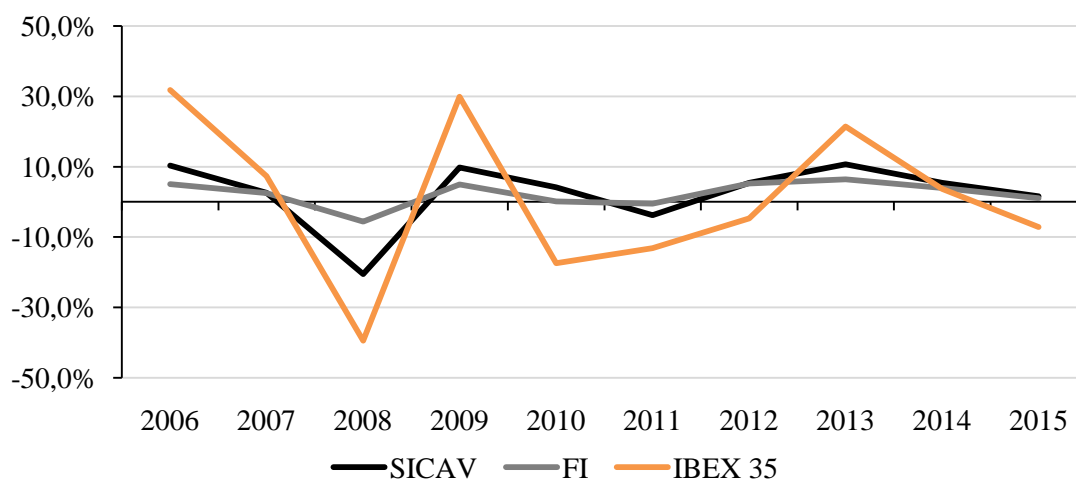
Gráfico 4.5: Evolución de la rentabilidad de las SICAV en España



Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV y Morningstar Direct (2014). Rentabilidad anual. Datos hasta 1T 2016.

A excepción de la pésima rentabilidad obtenida en 2008, fruto de la crisis económico-financiera global, las SICAV en España han demostrado ser capaces de obtener retornos bastante atractivos, salvo el año 2011, en un periodo de bastante volatilidad e incertidumbre tanto económica y, desde finales de 2015, política. De este modo, es interesante comparar su rentabilidad con la de otros instrumentos e índices.

Gráfico 4.6: Evolución de la rentabilidad de las SICAV, los FI y el IBEX 35



Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV y Bloomberg.

Mediante el dibujo expuesto en el Gráfico 4.6, se puede apreciar claramente como las SICAV, en comparación con la cotización del IBEX 35, tienen una volatilidad muy inferior debido principalmente a la política y, sobre todo, a los requisitos de diversificación que sustentan estas sociedades. Esto significa que son vehículos de inversión capaces de ofrecer unos niveles de rentabilidad bastante atractivos respecto al riesgo que asumen. Por otro lado, cabe señalar la correlación de los tres pero sobre todo entre las dos modalidades de IIC, obteniendo niveles de rentabilidad muy similares durante la última década, eso sí, siendo más volátil las SICAV que los FI, esto significa que son capaces de obtener mayor rentabilidad probablemente porque asumen más riesgo.

4.5. Situación actual y perspectivas

Tras examinar la evolución histórica de las SICAV en nuestro país, es momento de analizar cuál es la situación actual en la que se encuentran estas sociedades.

Haciendo uso de la información periódica que proporciona Inverco en relación a las IIC, incluyendo SICAV, se sabe que, actualmente en España, el patrimonio gestionado por estas sociedades de inversión supera los 33.000 millones de euros, lo que supone una cifra cercana, pero ligeramente inferior, a con la que cerró el año 2015. Esto mismo sucede con el número de accionistas, que actualmente ronda los 480.000. Ambos se han

visto probablemente afectados por la incertidumbre política, fruto de las elecciones del 20 de diciembre, que ha supuesto una amenaza debido a las distintas propuestas que cada partido político ha añadido en su programa electoral en relación a este tipo de sociedades de inversión. Asimismo, este hecho se puede también apreciar con claridad en la rentabilidad media que han acumulado las SICAV más populares de nuestro país en el primer trimestre de año (-2,2%). Por último, cabe destacar que existen actualmente unas 3.390 SICAV en España, la mayoría de ellas gestionadas por entidades de crédito, tal y como se puede apreciar en la Tabla 4.7.

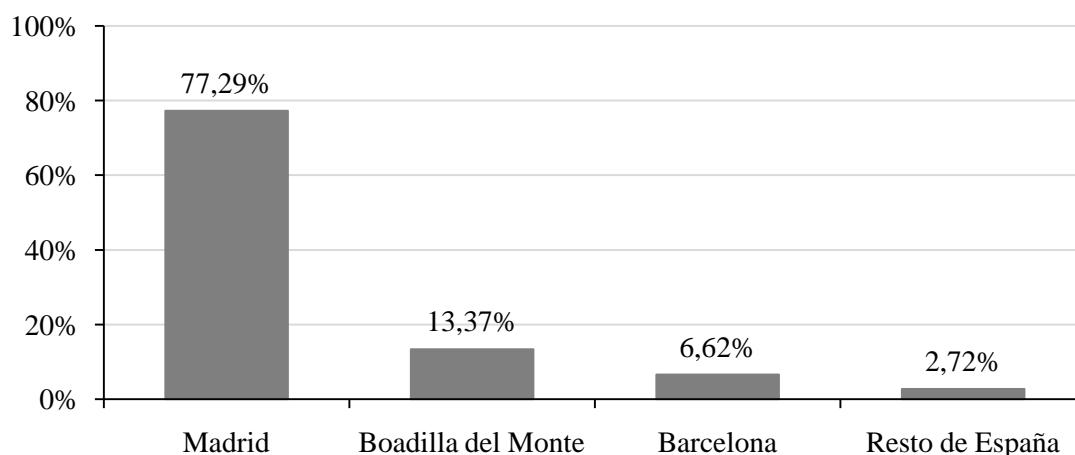
Tabla 4.7: Las SGIIC con mayor número de SICAV en España

Posición	Gestora	Número	% s/ total
1	SANTANDER PRIVATE BANKING	500	14,7%
2	BANKINTER GESTIÓN	468	13,8%
3	BBVA AM	357	10,5%
4	CAIXABANK AM	237	7,0%
5	UBS GESTIÓN	205	6,0%
6	URQUIJO GESTIÓN	201	5,9%
7	CREDIT SUISSE GESTIÓN	192	5,7%
8	MARCH AM	146	4,3%
9	RENTA 4 GESTORA	84	2,5%
10	DEUTSCHE ASSET & WM	80	2,4%

Fuente: Elaboración propia. Datos Inverco, a 30 de abril de 2016.

En lo que se refiere a la localización geográfica de estas sociedades, el Gráfico 4.8 muestra de manera clara que la inmensa mayoría de las SICAV se encuentran localizadas en Madrid, siendo Cataluña la segunda región con más sociedades en su territorio (véase ANEXO 5).

Gráfico 4.8: Localización de las SICAV en España



Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV, a 31 de mayo de 2016.

Por tanto, se puede determinar que existen claramente dos puntos principales en la geografía Española donde se localizan, en su mayoría, las SICAV. Siendo estos dos puntos, Madrid y Cataluña, y destacando el primero de manera clara. Esto se debe principalmente a que ambos representan los dos centros financieros clave de nuestro país, lo que indica que las sedes centrales de las principales instituciones financieras y de crédito están también situadas en estos dos puntos, y como se ha explicado anteriormente, la inmensa mayoría de las SICAV están gestionadas por estas entidades, siendo este un motivo más para explicar su localización.

4.5.1. Polémica y amenaza política

Desde sus inicios hasta la actualidad, las SICAV han sido criticadas por una inmensa mayoría de la población debido a que han sido, y continúan siendo, consideradas como un instrumento financiero utilizado por las grandes fortunas para gestionar su patrimonio tributando a, tan solo, el 1%, como se ha explicado anteriormente. Aunque uno de los requisitos para crear este tipo de sociedades de inversión sea el tener un mínimo de 100 accionistas, es bastante común encontrar sociedades en las que un grupo reducido de accionistas, o tan solo uno, posee el 99% del capital social, mientras que el 1% restante está en manos del resto de accionistas, hasta llegar al número mínimo requerido. A estos accionistas se les denomina como “accionistas de paja” o

“mariachis”. En un artículo de Nicolás Pérez en *El Español* se muestra el modus operandi, por pasos, para crear una SICAV compuestas por mariachis:

- Primer paso: El rico y su patrimonio. Cuando una gran fortuna comienza a acumular patrimonio sin que este genere ningún beneficio, se plantea dónde invertirlo y cuál es la mejor forma de hacerlo.
- Segundo paso: La visita al asesor fiscal. El rico, con su gran fortuna, acude al asesor fiscal para que planifique cuál es la forma de sacar el máximo rendimiento y, además, pagar menos impuestos.
- Tercer paso: Revisión y aprobación. El MAB y la CNMV comprueban que las escrituras estén correctas y dan la aprobación final para que la SICAV se pueda constituir.
- Cuarto y último paso: El banco consigue mariachis. La SICAV llega a la gestora del banco y ésta consigue a los inversores que faltan para llegar a 100. Suele incluir a los empleados del mismo banco para que figuren como inversores con una participación mínima, es decir, inversores de paja.

De este modo, las SICAV han sido fruto de debate desde finales del año 2051, durante el periodo electoral. Así, los cuatro principales partidos políticos de nuestro país han incluido medidas en sus programas electorales en relación a estos vehículos de inversión. Por un lado, el Partido Popular (PP) ha propuesto exigir que, al menos, entre 99 accionistas se deba repartir el 54,5% del capital social. Asimismo, el Partido Socialista Obrero Español (PSOE) ha propuesto fijar un porcentaje de participación máxima para cada inversor, y estudia la posibilidad de fijar un periodo máximo de permanencia de las plusvalías acumuladas sin que éstas tributen. Además, quieren devolver a la Agencia Tributaria las competencias de supervisión e inspección de este tipo de sociedades, una medida respaldada también por Ciudadanos. Y por último, Podemos ha sido más tajante en su programa electoral, donde señalan que “acabaremos con las SICAV tal y como las conocemos: regularemos su régimen para evitar que actúen como pantallas de elusión fiscal de las grandes fortunas”.

Por tanto, se puede concluir que existe incertidumbre sobre el futuro de estas sociedades en nuestro país. No obstante, desde Inverco se advierte sobre el riesgo de deslocalizar la toma de decisión a otros países: “Una modificación de la fiscalidad de las SICAV implicaría una deslocalización de la industria de gestión de activos española hacia

SICAV de la Unión Europea (Irlanda y Luxemburgo), en los que, como en el resto de los países de la Unión Europea, el tipo del IS aplicable a estos instrumentos es 0%: con la reciente transposición de la Directiva UCITS IV, cualquier Gestora de la Unión Europea puede gestionar productos de inversión colectiva (FI y SICAV) de otro país, por lo que la deslocalización de la industria de gestión de activos sería una realidad”. Del mismo modo, informa que “con una eventual modificación fiscal, lo único que se lograría es eliminar un producto de ahorro con un patrimonio de más de 32.000 millones de euros, y trasladar inmediatamente ese patrimonio a otras zonas geográficas, o a otros países de Europa, que tienen igual fiscalidad o mejor que la española para el vehículo, perdiendo el 50% de sus inversiones en España y su gestión. A estos efectos, basta comprobar lo que ha ocurrido en el País Vasco, o más recientemente en Navarra, donde una elevación del tipo de gravamen a las SICAV ha supuesto su cambio de domicilio fiscal”.

5. CONCLUSIONES

En el trabajo de investigación realizado, se ha podido dar una definición clara sobre el concepto general y la situación actual de las SICAV en España, así como de su evolución histórica. Asimismo, el objetivo fundamental de dicho estudio era el de tratar de analizar el tipo de gestión realizada por las sociedades más rentables de nuestro país durante el año 2015.

En primer lugar, se puede confirmar la existencia de diferencias significativas en la manera de gestionar el patrimonio por parte de las SICAV más rentables frente a la media del total de sociedades de inversión de este tipo en nuestro país.

De este modo, se ha podido observar que dicha diferencia en la gestión no viene determinada por la proporción invertida en activos y/o instrumentos financieros nacionales o extranjeros, dado que la distribución media de las respectivas carteras interior y exterior es prácticamente la misma entre las sociedades más rentables y la media del conjunto de todas las sociedades en España. En este sentido, ambas han

destinado alrededor del 60% del patrimonio en la cartera de inversión exterior y un 30% en la interior, correspondiendo el 10% restante a la tesorería de la sociedad.

Por tanto, la diferencia fundamental viene determinada por la distribución patrimonial de la cartera de inversión, no en cuanto al destino (nacional o extranjero), sino al tipo de inversión financiera llevada a cabo. Así, se ha podido observar claramente que, las SICAV más rentables del año pasado en España han obtenido unos rendimientos tan elevados destinando, de media, más del 70% de su patrimonio a inversiones en instrumentos de patrimonio (renta variable), frente al 30% de la media de la industria de este tipo de sociedades. En línea con esto, las SICAV más rentables, según los Datos Fundamentales del Inversor de la CNMV, han asumido unos niveles de riesgo muy elevados que les ha permitido alcanzar dichos rendimientos. Además, han destinado una cantidad muy reducida a inversiones en otras IIC en comparación a la media, y ninguna ha optado por depositar parte de su patrimonio en entidades de crédito ni ha seguido a un índice de referencia en su gestión.

En definitiva, tras realizar el análisis sobre la gestión de la distribución patrimonial llevada a cabo por las SICAV más rentables del año 2015 en España, se llega a la conclusión de que existen diferencias claras entre la manera de distribuir el patrimonio de la cartera de inversión de las más rentables frente a la media del conjunto de SICAV en nuestro país. Así como del nivel de riesgo asumido, y la gestión activa de dicha cartera sin necesidad de seguir un índice de referencia.

6. BIBLIOGRAFÍA

Calvo, A.; Parejo, J.; Rodríguez, L. y A. Cuervo, (2014) *Manual del sistema financiero español*. 25ª edición actualizada. Barcelona, Ariel.

Uría, F., (2007) *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*. Madrid, La Ley.

Luque, V. y M. Luque, (2014) “A vueltas con las SICAV. Reflexiones críticas desde el punto de vista económico-tributario” en *Papeles de Europa*. Vol. 27, número 2, pp. 1-17.

Mardomingo, J., (2012) *Las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero*. Cuatrecasas, Gonçalves Pereira, Abogados. Madrid.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (última modificación: 29 de julio de 2015). «BOE» núm. 265, de 5 de noviembre de 2003.

Disponible en:

<https://www.boe.es/buscar/pdf/2003/BOE-A-2003-20331-consolidado.pdf>

Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (última modificación: 30 de octubre de 2015). «BOE» núm. 285, de 29 de noviembre de 2006. Disponible en:

<https://www.boe.es/buscar/pdf/2006/BOE-A-2006-20764-consolidado.pdf>

Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (última modificación: 30 de octubre de 2015). «BOE» núm. 288, de 28 de noviembre de 2014. Disponible en:

<https://www.boe.es/buscar/pdf/2014/BOE-A-2014-12328-consolidado.pdf>

Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV: *Informes anuales sobre los mercados de valores y su actuación*. Disponible en:

<http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/Informes.aspx>

Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV: *Series estadísticas de las Sociedades de Inversión*. Disponible en:

<http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/SeriesWeb/Inicio.aspx?codrama=1040>

Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV: *Consulta por entidades, Sociedades de Inversión*. Disponible en:

<http://www.cnmv.es/Portal/consultas/busqueda.aspx?id=12>

Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV (2016): *Listado completo de sociedades de inversión de carácter financiero o SICAV armonizadas*. Disponible en:

<http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/MostrarListados.aspx?id=7>

Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV (2016): *Listado completo de sociedades de inversión de carácter financiero o SICAV no armonizadas*. Disponible en:

<http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/MostrarListados.aspx?id=18>

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones – Inverco (2016): *Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones, Informe 2015 y perspectivas 2016*. 15 de febrero 2016. Disponible en:

<http://www.inverco.es/archivosdb/c89-ahorro-financiero-de-las-familias-iics-y-fp-2015.pdf>

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones – Inverco (2016): *Ranking por grupos de sociedades de inversión*. 30 de abril 2016. Disponible en:

http://www.inverco.es//documentos/estadisticas/fondos_inversion/1604_Abril-2016/1604_00-SICAV.pdf

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones – Inverco (2015): *Características esenciales de las SICAV*. Disponible en:

<http://www.inverco.es/archivosdb/2016-04-07-caracteristicas-esenciales-de-las-sicav.pdf>

Funds People (2016): *Las 20 SICAV españolas más rentables de 2015*, es.Fundspeople.com. Disponible en:

<http://es.fundspeople.com/news/las-20-sicav-espanolas-mas-rentables-de-2015>

Morningstar (2016): *Marzo 2016: Rentabilidad de las SICAV más populares*, Fund Times, Morningstar.es. Disponible en:

<http://www.morningstar.es/es/news/148582/marzo-2016-rentabilidad-de-las-sicavs-m%C3%A1s-populares.aspx>

Cinco Días (2015): *Podemos y Ciudadanos cargan contra las SICAV, que están en máximos históricos*, Cincodias.com. Disponible en:

http://cincodias.com/cincodias/2015/10/19/mercados/1445273936_392520.html

El Economista (2015): *El PP quiere cambiar el régimen de las SICAV*, Eleconomista.es. Disponible en:

Las SICAV en España: ¿Cómo se gestionan las más rentables?

<http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/7191070/12/15/Economia-20D-El-PP-obligara-a-que-cada-participe-de-una-Sicav-tenga-al-menos-el-055-del-capital.html>

El Español (2015): *Así funciona el fraude fiscal de las SICAV en España*, *Elespanol.com*. Disponible en:

http://www.elespanol.com/economia/mercados/20151023/73742694_0.html

7. ANEXOS

ANEXO 1: Media de la distribución de la cartera de inversión de las SICAV más rentables de 2015 en España sobre el total del patrimonio.

	Renta fija	Renta variable	IIC	Depósitos	Resto	Total
Cartera interior	8,3%	17,7%	2,1%	0,0%	0,0%	28,0%
Cartera exterior	1,6%	53,4%	6,7%	0,0%	0,0%	61,8%
Total	9,9%	71,1%	8,8%	0,0%	0,0%	89,8%

Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV e Informes periódicos de las 20 SICAV más rentables de 2015.

ANEXO 2: Media de la distribución de la cartera de inversión de las SICAV en España sobre el total del patrimonio

	Renta fija	Renta variable	IIC	Depósitos	Resto	Total
Cartera interior	10,9%	9,2%	4,2%	3,7%	0,1%	28,1%
Cartera exterior	13,3%	21,0%	27,1%	0,0%	0,0%	61,5%
Total	24,3%	30,2%	31,3%	3,7%	0,1%	89,6%

Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV a cierre de 2015. En millones de euros.

ANEXO 3: Número de SICAV, Patrimonio y Accionistas

Fecha	Número de SICAV	Patrimonio (Millones de €)	Accionistas
--------------	------------------------	-----------------------------------	--------------------

2016 (1T)	3.393	33.100	481.420
2015	3.372	33.532	486.749
2014	3.228	31.487	450.900
2013	3.035	27.621	407.341
2012	2.981	23.682	407.185
2011	3.056	23.614	420.114
2010	3.133	26.155	417.635
2009	3.232	25.925	419.606
2008	3.347	24.657	435.382
2007	3.290	31.481	434.156
2006	3.149	30.153	410.403
2005	3.070	26.752	418.920
2004	3.013	23.176	381.300
2003	2.894	20.163	367.110
2002	2.646	16.926	338.076
2001	2.115	16.855	293.660
2000	1.498	12.661	186.735
1999	883	9.832	-
1998	361	4.978	-
1997	137	2.122	-
1996	68	944	-
1995	53	574	-

Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV e Informe Inverco, 2016. Datos a cierre de año, excepto en 2016, a cierre de marzo.

ANEXO 4: Distribución del patrimonio; cartera de inversiones, cartera interior, cartera exterior y tesorería

Fecha	Cartera de inversiones	Cartera interior	Cartera exterior	Tesorería
2015	30.035	9.424	20.608	3.211
2014	29.081	11.064	18.015	2.198
2013	26.106	12.119	13.985	1.302
2012	22.512	11.568	10.940	960

2011	22.522	12.385	10.131	855
2010	25.187	12.880	12.300	832
2009	24.813	13.514	11.294	976
2008	23.447	16.176	7.268	1.021

Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV a cierre de año, en millones de euros.

ANEXO 5: Distribución geográfica de las SICAV en España

Localidad	Número
Madrid	2590
Boadilla del Monte	448
Barcelona	222
Sant Cugat del Vallès	20
Zaragoza	17
Manresa	10
Elche	6
Valencia	6
Málaga	3
Sevilla	3
Almeria	2
Ceuta	2
Figueras	2
La Coruña	2
Logroño	2

Localidad	Número
Pamplona	2
Alicante	1
El Portús (La jonquera)	1
Getafe	1
Gijón	1
Guipuzcoa	1
Majadahonda	1
Oviedo	1
Palma de Mallorca	1
Sabadell	1
Santa Cruz de Tenerife	1
Santander	1
Terrasa	1
Toledo	1
Valladolid	1

Fuente: Elaboración propia. Datos CNMV, a 31 de mayo de 2016.

ANEXO 6: Rentabilidad anual de las SICAV más populares (más de 500 accionistas) en España

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1T 16
Brunara	7,5%	3,2%	-25,0%	20,4%	7,9%	-5,8%	7,3%	9,7%	8,6%	3,7%	-3,3%
Torrenova Inversiones	7,0%	4,7%	-5,4%	4,2%	3,5%	1,8%	8,5%	6,2%	3,5%	2,4%	-0,6%

Las SICAV en España: ¿Cómo se gestionan las más rentables?

Compañía General de Inversiones	19,7%	3,8%	-22,7%	0,3%	2,7%	-7,0%	-4,4%	8,0%	5,4%	3,8%	-3,0%
Cartera Bellver	9,5%	5,0%	-17,1%	8,9%	7,0%	-1,9%	11,1%	9,5%	6,0%	1,3%	-1,3%
Financiera Ponferrada	14,5%	1,8%	-34,8%	-6,9%	-30,9%	-11,9%	-19,7%	7,8%	2,8%	-10,3%	-2,2%
Lluc Valores	10,2%	11,6%	-28,8%	22,7%	12,8%	-9,7%	16,6%	12,3%	6,8%	1,2%	-2,6%
Aragón Portfolio	10,6%	-3,6%	-24,4%	10,0%	-1,0%	-9,1%	-20,6%	4,3%	2,4%	-1,2%	-4,0%
Smart Social	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,7%
Inversiones Herrero	11,2%	-3,2%	-18,5%	11,3%	3,1%	-3,4%	5,2%	5,2%	6,4%	3,2%	-2,8%
PBP Cartera Flexible	-	-	-	13,0%	4,1%	-3,3%	5,3%	14,1%	-0,9%	0,3%	-1,6%
Invermay	15,3%	0,3%	-27,0%	12,1%	-1,9%	-6,2%	10,6%	15,6%	3,7%	6,1%	-4,5%
Aquarium Finanza	3,3%	2,6%	-41,4%	24,4%	11,6%	17,4%	4,0%	0,3%	2,5%	1,1%	-0,1%
Elcano Inversiones Financieras	10,5%	1,8%	-3,7%	1,0%	10,8%	3,8%	10,4%	32,7%	-4,2%	-23,1%	1,7%
Gerlocapital	7,3%	-2,4%	-39,7%	15,7%	16,9%	-9,0%	12,0%	15,7%	12,8%	6,4%	-5,9%
Centaurus 2002	9,1%	4,6%	-22,5%	0,9%	-5,1%	-7,6%	11,9%	10,6%	4,0%	1,2%	-0,9%
Medigestión 02	9,0%	7,7%	-22,8%	13,0%	7,2%	-6,4%	3,9%	2,8%	4,5%	-0,7%	-2,3%
Promocinver	19,5%	2,4%	-4,2%	11,2%	3,7%	-0,2%	8,0%	9,5%	5,0%	4,3%	-5,1%
Élite Renta Fija 1	6,6%	2,9%	-5,6%	7,1%	-0,8%	1,1%	5,7%	4,2%	2,7%	1,0%	1,1%
PBP Dólar Premium	-	-	-	4,5%	0,9%	-2,7%	5,2%	4,3%	13,2%	10,4%	-3,5%
Solventis EOS	-	0,2%	-25,8%	20,4%	9,0%	-17,9%	10,8%	21,3%	7,8%	3,3%	-4,1%
Goivavi	4,0%	3,3%	-0,1%	2,0%	22,0%	0,4%	3,0%	5,3%	4,3%	2,4%	-1,0%
Privandalus Inversiones II	-	-	-	-	2,6%	-1,6%	6,9%	5,9%	2,0%	1,6%	-1,8%
Lierde	-	-	-	-	-	-	16,4%	27,4%	-0,1%	19,3%	-3,6%
AF Dobra	-	-	-	-	-	-	6,0%	13,2%	1,8%	-1,4%	-6,4%
RENTABILIDAD MEDIA	10,3%	2,6%	-20,5%	9,8%	4,1%	-3,8%	5,4%	10,7%	4,4%	1,6%	-2,2%

Fuente: Elaboración propia. Datos Fundamentales para el Inversor de la CNMV y Morningstar Direct (2014). Datos hasta 1T 2016.

ANEXO 7: Rentabilidad media de los Fondos de Inversión en España

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
RENTABILIDAD MEDIA	5,0%	2,5%	-5,6%	4,9%	0,1%	-0,5%	5,2%	6,4%	3,9%	1,0%

Fuente: “Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 2000-2015.” Datos Inverco.

ANEXO 8: Variación/ rentabilidad anual del IBEX 35

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VARIACIÓN/ RENTABILIDAD	31,8%	7,3%	-39,4%	29,8%	-17,4%	-13,1%	-4,7%	21,4%	3,7%	-7,2%

Fuente: Elaboración propia. Datos Bloomberg. Variación interanual.