



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

# **INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: LA SITUACIÓN ACTUAL DE LAS SICAV EN ESPAÑA**

Autor: Jaime Enguita Cuesta  
Director: Luis Garvía Vega

MADRID | Abril 2019



## **RESUMEN**

El presente Trabajo de Fin de Grado tiene como objetivo estudiar la situación actual de las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV) en España. Estos vehículos de inversión se encuentran en profundo declive; por tanto, es necesario determinar las causas que motivan tal situación, pese a su consideración como un vehículo atractivo de inversión. Este tipo de sociedades están enmarcadas dentro de las Instituciones de Inversión Colectiva. En primer lugar, se partirá de una visión general de las Instituciones de Inversión Colectiva para, posteriormente, ahondar en la figura de las SICAV; se realizará un análisis exhaustivo de la normativa aplicable que determina su funcionamiento y se establecerán sus características y ventajas tanto económico-financieras como fiscales, que las hacen más atractivas con respecto a métodos alternativos de inversión. Una vez determinados sus aspectos fundamentales, se realizará un estudio de la volátil e inestable trayectoria histórica de las SICAV en España, tomando como período de referencia desde la década de los 90, momento en el cual comienza el verdadero despegue de estas sociedades en España, hasta la actualidad, momento en el cual la situación política está desembocando en un éxodo masivo de estas sociedades: se analizará cómo han experimentado tanto épocas de gran auge y crecimiento como momentos de depresión e impopularidad, como es el caso actual, y se determinarán las causas que han generado este comportamiento. Se hará énfasis en la gran controversia y polémica que siempre han generado, al ser concebidas como “instrumentos al servicio de las grandes fortunas españolas para la gestión de su patrimonio”. A continuación, se observará como todos estos hitos quedan perfectamente plasmados en la evolución del número de sociedades registradas, su patrimonio, la composición de su cartera interior y exterior, y se analizarán las expectativas futuras de este tipo de sociedades en nuestro país.

## **PALABRAS CLAVE**

Instituciones de Inversión Colectiva, Sociedad de Inversión de Capital Variable, características económico-financieras, régimen fiscal, trayectoria histórica, declive, grandes fortunas españolas.

## **ABSTRACT**

The present End-of-Degree Project pursues the goal of conducting a thorough analysis of the current situation of Investment Companies with Variable Capital in Spain. These investment instruments currently experience a relevant depression; therefore, we need to determine the drivers of this shift. These companies are considered as a specific type of Collective Investment Schemes. Therefore, a general overview of Collective Investment Schemes will be provided in order to develop, hereunder, a deep analysis of Investment Companies with Variable Capital; we will study the applicable regulation which determines their performance, as well as establishing their characteristics and their tax, economic and financial advantages, which make them attractive instruments against other investment options. Once their fundamental features have been determined, we will proceed to study their volatile and unstable track record in Spain between the 90's, period in which these societies experience their relevant growth, and present years; currently, these societies suffer a massive outflow due to the political framework: we will analyze how Investment Companies with Variable Capital have experienced both periods of expansion and slump, as is happening currently, and we will determine the driving forces that have caused these changes. We will make emphasis on the strong controversy they have always generated due to their conception of "tools serving great Spanish fortunes with the aim of managing their wealth". Then, we will observe how all these milestones are perfectly exemplified in the changes of the number of registered societies, their equity, their both inner and outside portfolio's composition, as well as we will analyze the future expectations of these societies' development in our country.

## **KEY WORDS**

Collective Investment Schemes, Investment Companies with Variable Capital, economic and financial characteristics, tax regulation, track record, depression, great Spanish fortunes.

## ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>4</b>
<b>2. LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA</b> .....	<b>7</b>
<b>2.1 CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS</b> .....	<b>7</b>
<b>2.2 TIPOS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA</b> .....	<b>10</b>
<b>3. FONDOS DE INVERSIÓN</b> .....	<b>13</b>
<b>4. SOCIEDADES DE INVERSIÓN DE CAPITAL VARIABLE</b> .....	<b>17</b>
<b>4.1 DEFINICIÓN</b> .....	<b>17</b>
<b>4.2 MARCO REGULATORIO LEGAL</b> .....	<b>18</b>
<b>4.3 CARACTERÍSTICAS ECONÓMICO-FINANCIERAS DE LAS SICAV</b> ....	<b>18</b>
<b>4.5 CARACTERÍSTICAS ESPECIALES: RÉGIMEN FISCAL O DE</b> <b>TRIBUTACIÓN</b> .....	<b>26</b>
<b>4.6 SUJETOS INTERVINIENTES ESPECIALES</b> .....	<b>29</b>
<b>4.6.1º LA SOCIEDAD GESTORA</b> .....	<b>29</b>
<b>4.6.2º EL DEPOSITARIO</b> .....	<b>30</b>
<b>4.7 PROCESO DE CREACIÓN Y CONSTITUCIÓN</b> .....	<b>31</b>
<b>4.8 PROCEDIMIENTO DE NEGOCIACIÓN DE LAS ACCIONES</b> .....	<b>32</b>
<b>4.8.1º ANTECEDENTES: LA COTIZACIÓN COMO REQUISITO PARA EL</b> <b>RÉGIMEN ESPECIAL DEL IS EN LA LEY 46/1984</b> .....	<b>32</b>
<b>4.8.2º LA REGULACIÓN EN LA LIIC 35/2003 Y EL RIIC 1082/12 COMO</b> <b>MECANISMO RESOLUTORIO</b> .....	<b>32</b>
<b>4.9 EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB)</b> .....	<b>35</b>
<b>5. EVOLUCIÓN DE LAS SICAV EN ESPAÑA</b> .....	<b>39</b>
<b>5.1 POLÉMICA HISTÓRICA: LAS SICAV COMO INSTRUMENTOS AL</b> <b>SERVICIO DE LAS GRANDES FORTUNAS ESPAÑOLAS</b> .....	<b>39</b>
<b>5.2 ANÁLISIS DE SU TRAYECTORIA HISTÓRICA</b> .....	<b>40</b>
<b>5.2.1º TRAYECTORIA HISTÓRICA: AÑOS 90-2008</b> .....	<b>40</b>
<b>5.2.2º TRAYECTORIA HISTÓRICA: 2008-2015</b> .....	<b>42</b>
<b>5.2.3º TRAYECTORIA HISTÓRICA: 2016 HASTA LA ACTUALIDAD</b> .....	<b>43</b>

<b>5.3 EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE SICAV REGISTRADAS .....</b>	<b>46</b>
<b>5.4 EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO .....</b>	<b>48</b>
<b>5.5 EVOLUCIÓN DE LA CARTERA INTERIOR .....</b>	<b>50</b>
<b>5.6 EVOLUCIÓN DE LA CARTERA EXTERIOR .....</b>	<b>52</b>
<b>6. RENTABILIDAD DE LAS SICAV .....</b>	<b>54</b>
<b>7. PERSPECTIVAS DE FUTURO: PREDICCIÓN PARA LAS SICAV EN 2019</b>	<b>59</b>
<b>8. CONCLUSIONES .....</b>	<b>61</b>
<b>9. BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>63</b>
<b>10. ANEXOS.....</b>	<b>68</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICOS, TABLAS Y ANEXOS

<b>GRÁFICO I: EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE SICAV REGISTRADAS (1993-2018)</b> .....	<b>47</b>
<b>GRÁFICO II: EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO (1994-2018)</b> .....	<b>48</b>
<b>GRÁFICO III EVOLUCIÓN DE LA CARTERA INTERIOR (2008-2018)</b> .....	<b>50</b>
<b>GRÁFICO IV: COMPOSICIÓN DE LA CARTERA INTERIOR (2008)</b> .....	<b>51</b>
<b>GRÁFICO V: COMPOSICIÓN DE LA CARTERA INTERIOR (2018)</b> .....	<b>51</b>
<b>GRÁFICO VI: EVOLUCIÓN DE LA CARTERA EXTERIOR (2008-2018)</b> .....	<b>52</b>
<b>GRÁFICO VII COMPOSICIÓN DE LA CARTERA EXTERIOR (2008)</b> .....	<b>53</b>
<b>GRÁFICO VIII: COMPOSICIÓN DE LA CARTERA EXTERIOR (2018)</b> .....	<b>54</b>
<b>TABLA I: CICLO COMPLETO DE UNA SICAV ESTÁNDAR (MAB)</b> .....	<b>38</b>
<b>TABLA II: VARIACIÓN DEL PATRIMONIO, CARTERA INTERIOR, EXTERIOR Y TESORERÍA (2001-2014)</b> .....	<b>48</b>
<b>TABLA III: RENTABILIDAD DE LAS SICAV CON MÁS DE 500 PARTÍCIPES (2018)</b> .....	<b>55</b>
<b>TABLA IV: SICAV MÁS RENTABLES EN 2017</b> .....	<b>56</b>
<b>TABLA V: SICAV MÁS RENTABLES EN 2018</b> .....	<b>57</b>
<b>ANEXO I: TABLA COMPARATIVA DE LA TRIBUTACIÓN DE ICC EN EUROPA</b> .....	<b>68</b>
<b>ANEXO II: EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE SICAV REGISTRADAS Y DE SU PATRIMONIO (1993-2018)</b> .....	<b>69</b>
<b>ANEXO III: EVOLUCIÓN DE LA CARTERA INTERIOR Y LA CARTERA EXTERIOR (2008-2018)</b> .....	<b>70</b>

## 1. INTRODUCCIÓN

Las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) y específicamente dentro de éstas, las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV) se encuadran dentro del denominado sistema financiero español. De manera general, el sistema financiero de un país se compone de instituciones, medios y mercados, cuyo objetivo es canalizar el ahorro generado por las unidades de gasto con superávit, hacia los prestatarios o unidades de gasto con déficit, con el objetivo de conseguir el crecimiento económico de un país (Calvo et al, 2010).

En consonancia con este objetivo, las IIC buscan la canalización del ahorro hacia la inversión productiva, bien de forma directa, bien desintermediada y, en la mayoría de los casos, vinculada a entidades de crédito y a la protección de inversores (Contreras, 1993). Concretamente, las SICAV se erigen como un vehículo de inversión especialmente atractivo para llevar a cabo tales fines debido a sus grandes ventajas tanto económico-financieras como fiscales: acceso a mercados financieros obteniendo altas rentabilidades en función de los resultados colectivos, gestión independiente del inversor, diversificación del riesgo y baja tributación (Gambau-Suelves, 2016).

Las SICAV han experimentado una trayectoria muy volátil en España. Las causas de esta inestabilidad no se atribuyen únicamente a los ciclos económicos, como fue la crisis financiera global de los años 2007-2008, y que supuso el freno de un crecimiento constante de las SICAV desde la década de los 90; la tradicional polémica y controversia que siempre han generado, materializada en la concepción de éstas como “instrumentos al servicio de las grandes fortunas españolas para la gestión de su patrimonio” ha desembocado en numerosas medidas e iniciativas políticas con el objetivo de poner freno a estas sociedades. Si bien en un primer momento parece que si fueron utilizadas de manera abusiva por los “ricos”, debido a sus claras ventajas fiscales frente a métodos alternativos de inversión colectiva, las regularizaciones fiscales llevadas a cabo durante el Gobierno de José Luis Rodríguez Zapatero para paliar dicha situación no supusieron una fuga masiva de capitales (pues, aun así, las SICAV siguen gozando de un muy beneficioso régimen fiscal); pese a que dicha situación generó cierta impopularidad y

desapego por las SICAV, éstas pronto comenzaron una época de auge que tocó techo en los años 2015-2016.

De esta manera, las grandes ventajas tanto económico-financieras como fiscales de las SICAV se superpusieron para erigir estas sociedades como uno de los vehículos más populares y preferidos por los inversores españoles, pareciendo desvirtuar su utilización, únicamente, por las grandes fortunas españolas, alcanzando grandes rentabilidades en el mencionado período.

Sin embargo, y pese a su gran atractivo como vehículo de inversión, las SICAV están sufriendo en los últimos años un éxodo masivo; tanto el número de SICAV registradas como el número de accionistas, su patrimonio y su rentabilidad están cayendo estrepitosamente, habiendo cerrado el año 2018 con cifras desoladoras.

Por tanto, mediante el presente trabajo vamos a **analizar el actual declive de las SICAV en España, pese a su consideración como un vehículo atractivo de inversión**, tanto por sus ventajas económico-financieras como fiscales.

Este objetivo general se concreta mediante los siguientes objetivos específicos:

- Realizar una aproximación al concepto de Instituciones de Inversión Colectiva y la incursión de las SICAV dentro del contexto de estos vehículos de inversión.
- Aportar un análisis exhaustivo del concepto, funcionamiento y características de las SICAV. Mediante una revisión de su normativa aplicable se justificarán las grandes ventajas económico-financieras y fiscales de las que gozan este tipo de sociedades y que las configuran como un vehículo atractivo de inversión.
- Realizar un recorrido por la trayectoria histórica de las SICAV en España. Para ello, se tomará como primer período de referencia la década de 1990, época en la que comienza la verdadera y gran proliferación de estas sociedades, hasta la actualidad, momento en el que sufren un importante declive.

- Determinar las causas que, a pesar de su gran atractivo como vehículo de inversión, están motivando la salida masiva de las SICAV hacia países extranjeros.
- Analizar cómo este declive se plasma en datos específicos relativos al número de sociedades registradas, su patrimonio, su número de accionistas, la composición de su cartera interior y exterior, y su rentabilidad.

De cara a cumplir con los mencionados objetivos, emplearemos la siguiente metodología:

De cara a cumplir con el plano teórico, realizaremos una revisión de la literatura; empleando manuales financieros, legislación aplicable, artículos y revistas científicas, así como publicaciones de profesionales especializados: la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO).

De cara a cumplir con el plano práctico, realizaremos análisis de gráficas y tablas extraídas de la web corporativa y datos publicados por la CNMV, Morningstar, y prensa especializada del sector financiero como Expansión, Funds People o El Confidencial.

## 2. LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

### 2.1 CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS

Las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) encuentran su definición tanto en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (LIIC 35/03), como en el Reglamento de desarrollo de la misma, aprobado por Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio (RIIC 1082/12). El art. 1 de dicha ley considera IIC a 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.”

Las IIC presentan, por tanto, tres elementos definitorios que podemos extraer de esta definición:

1. La captación de fondos, bienes o derechos del público.
2. Su gestión e inversión en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, independientemente de su carácter financiero o no financiero.
3. Rendimiento establecido, para cada inversor, en función de sus resultados colectivos.

Esta definición recogida en la LIIC 35/03 promulga con el espíritu de la Directiva 85/611/CEE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (Directiva UCITS<sup>1</sup>), la cual define los OICVM (equivalentes en la legislación europea a nuestras IIC) como aquellos organismos que deben cumplir determinados requisitos (Uría, 2007):

---

<sup>1</sup> Las siglas UCITS hacen referencia a *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, traducido como *Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios* o OICVM, asemejables a las IIC españolas.

1. Su objetivo exclusivo ha de ser la inversión colectiva en valores mobiliarios de los capitales obtenidos del público y/o en otros activos líquidos.
2. Su funcionamiento ha de regirse por el principio de reparto de riesgos.
3. Sus acciones o participaciones son compradas de nuevo, o reembolsadas, a cargo de los activos de estos organismos.

Volviendo a la definición propuesta por la LIIC 35/03, ésta tiene, a su vez, una vertiente negativa (Uría, 2007), indicando que todas las actividades que no reúnan los 3 citados requisitos no serán consideradas de inversión colectiva. Además, únicamente podrán constituirse como IIC aquellas que satisfagan los requisitos del régimen jurídico aplicable a estas instituciones. Finalmente, esta definición debería añadir el requisito de que la inversión se produzca en el marco de una política ordenada de diversificación de la inversión (Caño, 2004), tal y como reconoce el art. 23 como uno de los principios de política de la inversión. Este tipo de instituciones busca, pues, en síntesis, la canalización del ahorro hacia la inversión colectiva, bien de forma directa, bien desintermediada y, en la mayoría de los casos, vinculada a entidades de crédito y a la protección de inversores (Contreras, 1993).

Cuando hablamos de características económico-financieras de las IIC, nos referimos, precisamente, a las ventajas que permiten frente a otras modalidades alternativas de inversión (Uría, 2007), (Manchado, 2017):

- Gestión profesional: El patrimonio de los inversores de IIC es gestionado por especialistas dedicados, exclusivamente, a tal fin, y cuentan con medios y experiencia para conocer, en cada momento, la situación de cada valor en su mercado correspondiente, adoptando, de un modo inmediato, necesidades oportunas de inversión. Estos especialistas cuentan, a su vez, con medios para averiguar el riesgo de las carteras, estudios de analistas sobre evolución de empresas y tendencias de los sectores y economías tanto nacionales como internacionales.

- Liquidez: El valor teórico o liquidativo de las acciones o participaciones se fija con una periodicidad determinada que consta en el folleto informativo de la IIC. Esto permite al inversor recuperar la inversión en un plazo breve de tiempo.
- Diversificación del riesgo: Las IIC diversifican sus inversiones en distintos bienes y mercados. Dicha diversificación está asegurada por límites legales de inversión en bienes emitidos o avalados por un mismo emisor o por empresas correspondientes a un mismo grupo. Además, los mercados deben reunir ciertos requisitos. Con carácter general, deben ser abiertos y supervisados, con las operaciones de compra y venta realizadas bajo las condiciones de mercado.
- Reducción de costes: Las IIC requieren, para operar, unos patrimonios con una dimensión mínima determinada. Esto permite obtener unas comisiones de gestión, corretaje y depósito inferiores a las que debería pagar un particular que realiza la inversión directamente o que encargase, directamente, la gestión de su patrimonio.
- Régimen fiscal diferente: Las IIC tributan a un tipo muy reducido: 1%. El inversor no tributa hasta que no reembolse o venda sus acciones o participaciones en la IIC, salvo que ésta reparta beneficios. De esta manera, el inversor puede operar cuando lo considere conveniente, pues el impacto fiscal que supone la rotación de la cartera no será de gran relevancia.
- Supervisión administrativa: Las IIC han de constituirse con autorización y su funcionamiento es supervisado por la CNMV<sup>2</sup>.
- Transparencia en el valor de la cuota de participación o acción (se publica el valor con una periodicidad determinada, normalmente diaria).

---

<sup>2</sup> Sin embargo, el Gobierno de Pedro Sánchez pretende otorgar a la Agencia Tributaria esta competencia. Así se ha confirmado en la presentación de los Presupuestos Generales del Estado en 2019. La CNMV ostentaba esta función desde el año 2005.

- Revitalización del mercado de alquiler de vivienda (en el caso de IIC de carácter no financiero).
- Canalización del ahorro de los particulares hacia el ahorro institucional a largo plazo, con su consiguiente repercusión en la economía general.
- Dinamización de los mercados financieros.
- Posibilidad de mayor rendimiento en comparación a una inversión directa (llegando a mercados más complejos no al alcance de un inversor medio) y ausencia de necesidad de grandes capitales para invertir.

## 2.2 TIPOS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

La tipología jurídica básica utiliza dos criterios de clasificación de las IIC. Estos dos criterios, recogidos tanto en la LIIC 35/03 y en el RIIC 1082/12 distinguen las IIC en función de su *forma jurídica* y en función de los *activos en que invierten*. Existen más criterios de clasificación, pero por motivos de extensión nos centraremos en los dos anteriores.

En cuanto a su *forma jurídica*, podemos distinguir entre **Fondos de Inversión** o **Sociedad de inversión**:

- 1) **Fondos de Inversión (FI)**: Se trata de un peculio, un patrimonio sin personalidad jurídica, cuya gestión integral se realiza por una Sociedad Gestora (SG) y sus activos son custodiados por una Entidad Depositaria (ED) quien, asimismo, supervisa la actuación de la SG. (Uría, 2007). Se constituyen, pues, como una especie intermedia entre comunidad de bienes y una sociedad, que se plasma de cara a los partícipes en un *derecho de copropiedad desvirtuado* (Caño, 2004), donde la SG y la ED se interponen entre partícipes y activos. Los fondos de inversión serán objeto de un breve análisis en el Apartado 3.

- 2) **Sociedad de inversión (SI):** Son IIC que adoptan la forma de Sociedad Anónima (SA) y cuyo objeto social se limita, exclusivamente, a la captación del ahorro del público para gestionarlo e invertirlo en activos, financieros o no, de modo que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos. Se regulan por un régimen especial, de aplicación preferente, recogido en la LIIC 35/03. En lo no dispuesto en el mismo se regulan por el régimen jurídico general de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), aprobada por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y su dirección corresponde a la Junta de Accionistas y al Consejo de Administración, pudiendo aquélla nombrar una Sociedad Gestora. Las SI pueden ser de capital variable (SICAVS), si son de carácter financiero, o de capital fijo, si son de carácter inmobiliario (SII).

En cuanto a los *activos en que invierten*, podemos distinguir entre IIC de **carácter financiero** e IIC de carácter **no financiero** (INVERCO):

- 1) **IIC de carácter financiero:** Son aquellas que tienen como actividad principal la inversión o gestión de activos financieros. Dentro de estas IIC podemos encontrar diversas modalidades:
- Fondos de Inversión (FI).
  - Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV).
  - IIC de Inversión Libre (IICIL) o Hedge Funds: Se trata de un tipo especial de IIC con mayor flexibilidad inversora y destinado a inversores que, por su mayor formación y experiencia financieras, requieren menor protección.
  - IIC de IIC de Inversión Libre (IICIICIL) o IIC de Hedge Funds: Son IIC que invierten, al menos, el 60% de su patrimonio en una única IICIL, y permite el acceso a pequeños inversores.

- IIC principal y subordinada: La IIC principal es aquella que recibe, como inversión, el 85% del patrimonio de otra IIC, denominada subordinada. La IIC principal debe tener, por tanto, entre sus partícipes o accionistas, al menos, una IIC subordinada, no puede ser una ICC subordinada y no puede poseer acciones o participaciones en una IIC subordinada. La creación de estructuras principal-subordinada puede ser transfronteriza a nivel europeo.
  - IIC que invierten, mayoritariamente, en otras IIC: La definición va implícita en la misma.
  - IIC cuyo objeto consiste en desarrollar una política de inversión que replique, tome como referencia o reproduzca un índice: Esta modalidad de IIC utiliza un índice bursátil o de renta fija representativo de uno o varios mercados, o de valores negociados en ellos. En esta categoría podemos encontrar los Fondos de Inversión Cotizados o *Exchange Traded Funds* (ETF) y las SICAV Índice Cotizadas.
- 2) **IIC de carácter no financiero**: Son aquellas que operan sobre activos de una naturaleza ajena a la financiera. En esta categoría nos encontramos con:
- IIC de Inversión Inmobiliaria: Su objetivo fundamental es la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento. Pueden adquirir la forma jurídica de Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) o Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII).
  - Otras IIC de carácter no financiero: La LIIC 35/03 posibilita la creación de IIC no financieras distintas de las inmobiliarias, las cuales quedarán sujetas a dicha ley y a las disposiciones especiales que se aprueben.

### **3. FONDOS DE INVERSIÓN**

La LIIC 35/03 dedica el Capítulo I de su Título I a introducir la reglamentación jurídica básica de los fondos de inversión que, por no ser éstos el objeto de nuestro trabajo, abordaremos de manera general para conocer las características de esta forma particular que puede adoptar una IIC, así como su clasificación general atendiendo al criterio de vocación inversora.

La LIIC 35/03 introduce, en su art. 3, la definición de fondos de inversión. Los fondos de inversión son “IIC configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y cuyo objeto es 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.”

Las características fundamentales de los fondos de inversión las podemos encontrar en los arts 4,5,7,9 y 10 de la LIIC 35/2003:

El fondo se constituye mediante una o varias aportaciones iniciales, una vez obtenida la autorización preceptiva. Ello queda documentado en el contrato constitutivo del fondo, que se celebra entre la sociedad gestora y el depositario. Debido a que los fondos carecen de personalidad, este contrato constitutivo cumple la función de norma interna generadora de la actividad del fondo y reguladora de su vida jurídica. Además, contiene las menciones mínimas para que el fondo pueda ser identificado en el tráfico, como pueden ser la denominación, objeto y patrimonio del fondo.

Junto al contrato constitutivo, el fondo debe contar con un reglamento de gestión. Para hacernos una idea de la función del reglamento, éste es a los fondos de inversión como los estatutos sociales a las sociedades mercantiles.

El patrimonio de un fondo se divide en partes alícuotas, denominadas participaciones. Lo más característico de estas participaciones es que no tienen valor nominal, a diferencia de las acciones u obligaciones, pero sí tienen la condición de valores negociables, y por ello pueden representarse mediante certificados nominativos o anotaciones en cuenta.

Resulta interesante destacar que las participaciones presentan, en nuestro sistema, una extraordinaria liquidez. Prueba de ello es la abstracción del conjunto de derechos que representa la participación en un fondo del título en el que están documentadas junto a la posibilidad de anotaciones en cuenta. Esto ha llevado a consolidar a las participaciones de IIC como un instrumento fundamental de la canalización del ahorro en la economía española (Uría, 2007).

Las aportaciones sucesivas al fondo podrán realizarse en la forma de suscripción pública de participaciones mediante la actuación de la sociedad gestora y el depositario, los cuales deberán ser autorizados previamente a la constitución del fondo. Se trata de un control administrativo fundamentado por *“la conveniencia de supervisar férreamente quién va a administrar el patrimonio que se vaya captando del público antes de la gestión de los activos”* (Uría, 2007).

Los titulares de las aportaciones realizadas al patrimonio común que forma el fondo de inversión se conocen como partícipes. Éstos responden, únicamente, por las deudas del fondo hasta el límite de lo aportado. Consecuentemente, el patrimonio de los fondos de inversión no responderá por las deudas de los partícipes, sociedades gestoras o depositarios (Uría, 2007).

En función de su vocación inversora, los fondos de inversión siguen el siguiente criterio de clasificación (INVERCO):

- Monetario a corto plazo: Su objetivo es mantener el principal y obtener una rentabilidad acorde con los tipos del mercado monetario. Sus inversiones se destinan a instrumentos financieros de elevada calidad crediticia. Deben aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente. La duración media de

la cartera debe ser menor o igual a 60 días, su vencimiento medio menor o igual a 120 días y un vencimiento legal residual de los activos menor o igual a 397 días. No está expuesto a materias primas, ni a renta variable, ni al riesgo de divisa.

- Monetario: Presenta prácticamente las mismas características que el fondo monetario a corto plazo. Únicamente difiere de aquel en la duración media de la cartera (menor o igual a 6 meses), en el vencimiento de la misma (menor o igual a 12 meses) y en el vencimiento legal residual de los activos (menor o igual a 2 años siempre y cuando el plazo para la revisión del tipo de interés sea menor o igual que 397 días).
- De gestión pasiva: Replican o reproducen un índice, incluyendo los fondos cotizados, así como aquellos con un objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.
- Garantizado de rendimiento fijo: Presentan garantía de un tercero y aseguran la inversión más un rendimiento fijo.
- Garantizado de rendimiento variable: Presentan garantía de un tercero y aseguran la recuperación de la inversión inicial más una cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa, u otro activo.
- De garantía parcial: Tienen el objetivo concreto de rentabilidad a vencimiento, ligado a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa, u otro activo, para el que existe garantía de un tercero y que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial.
- De retorno absoluto: Tienen el objetivo de conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica, siguiendo técnicas de valor absoluto. No están garantizados.

- De renta fija (euro/internacional), renta fija mixta (euro/internacional), renta variable mixta (euro/internacional) y renta variable (euro/internacional): Estos fondos difieren en su exposición a renta variable y al riesgo de divisa.
- Global: Fondos cuya política de inversión no encaja en ninguna de las señaladas anteriormente.

## **4. SOCIEDADES DE INVERSIÓN DE CAPITAL VARIABLE**

### **4.1 DEFINICIÓN**

Procedemos ahora, por fin, a abordar las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV), verdadero objeto del presente trabajo. Las SICAV surgen, por vez primera, con el Decreto-Ley 7/64, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión (Manchado, 2017). El mismo las definía como “Instituciones que pueden aumentar en forma flexible su capital para admitir en cualquier momento nuevas participaciones y permitir en consecuencia, a los accionistas o partícipes el reembolso inmediato de los títulos representativos de su aportación.”

Actualmente se regulan en la LIIC 35/2003. De un análisis conjunto de los arts. 1, 9, 29 y 32 podemos definir las SICAV como “IIC de carácter financiero que adoptan la forma societaria”, específicamente, de “sociedad anónima”, que tengan por objeto social “la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos financieros siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.”

Como podemos apreciar, las SICAV adoptan la forma jurídica de Sociedad Anónima, lo que las dota de personalidad jurídica, diferenciándose, así, de los fondos de inversión. Como apuntábamos anteriormente, debido a su carácter societario las SICAV cuentan con órganos de administración y gestión de la sociedad (Consejo de Administración) y accionistas (que controlan la sociedad a través de la Junta de Accionistas). El nombramiento de una Sociedad Gestora es potestativo. En la práctica, sin embargo, cuando así lo prevean sus estatutos sociales, la Junta General o, por su delegación, el Consejo de Administración, podrán acordar que la gestión de sus activos, en su totalidad o en parte, se encomiende a una o varias Sociedades Gestoras, o a una o varias entidades habilitadas para realizar en España el servicio de inversión (INVERCO).

## **4.2 MARCO REGULATORIO LEGAL**

Actualmente, la regulación jurídica de las SICAV queda amparada en los siguientes instrumentos normativos:

- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.
- Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.
- Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014.
- Circulares de la CNMV.

## **4.3 CARACTERÍSTICAS ECONÓMICO-FINANCIERAS DE LAS SICAV**

Las características principales de las SICAV las podemos encontrar en los arts. 50, 51, 80 a 84 del RIIC 1082/12 y 9 y 32 de la LIIC 35/03:

- 1) Son instituciones de inversión colectiva de carácter financiero.

Resulta fundamental, debido a la caracterización de las SICAVS como IIC de carácter financiero, explicar en este punto los activos e instrumentos financieros en los que este tipo de instituciones puede invertir. Debido a las características de extensión del presente trabajo, únicamente nos referiremos a algunos de estos activos financieros.

El art. 30 de la LIIC 35/03, con remisión al art. 2 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (LMV), nos ofrece la respuesta.

Las IIC de carácter financiero podrán invertir en los siguientes activos e instrumentos financieros:

- a) Valores negociables, entendiéndose como tales cualquier derecho de contenido patrimonial susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero: acciones de sociedades y otros valores equiparables, bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada (incluyendo, en ambos casos, los recibos de depositario) y los demás valores que den derecho a adquirir o vender tales valores negociables o que den lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas.
- b) Instrumentos del mercado monetario, siendo éstos las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario: letras del Tesoro, pagarés u otros efectos comerciales, entre otros, excluidos los instrumentos de pago.
- c) Participaciones y acciones en IIC, así como de las entidades de capital-riesgo y las IIC de tipo cerrado.

- d) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), acuerdos de tipos de interés a plazo, contratos a plazo y otros contratos de derivados relacionados tanto con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, derechos de emisión u otros instrumentos derivados, índices financieros, medidas financieras, materias primas y estadísticas económicas oficiales, que puedan liquidarse mediante entrega física o en efectivo.
- e) Instrumentos derivados para la transferencia del riesgo del crédito.
- f) Contratos financieros por diferencias.
- g) Valores e instrumentos negociables mencionados respecto de los cuales esté solicitada su admisión a negociación en alguno de los mercados o sistemas explicados a continuación.
- h) Otros activos e instrumentos financieros.

Estos instrumentos financieros deben estar admitidos a cotización en bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación, cualquiera que sea el Estado en que se encuentren. Se deben cumplir los siguientes requisitos, en todo caso:

- Que se trate de mercados que tengan un funcionamiento regular.
  - Que ofrezcan una protección equivalente a los mercados oficiales radicados en territorio español.
  - Que dispongan de reglas de funcionamiento, transparencia, acceso y admisión a negociación similares a las de los mercados secundarios oficiales.
- 2) Adoptan siempre la forma societaria, específicamente, de sociedad anónima.
  - 3) Están sometidas a la supervisión y control por parte de la CNMV.
  - 4) Podrán constituirse SICAVS por compartimentos. A cada compartimento se le aplicará, individualmente, todas las previsiones de la LII C35/03 con las

especificidades previstas en el RIIC 1082/12. Los compartimentos son unidades patrimoniales diferenciadas dentro de una misma sociedad.

5) En cuanto a sus accionistas:

- Se requiere un número mínimo de 100, sin perjuicio de un umbral distinto establecido reglamentariamente, atendiendo a los distintos tipos de activos en que la sociedad materialice sus inversiones, la naturaleza de los accionistas o a la liquidez de la sociedad.
- Los compartimentos exigen un número mínimo de 20 accionistas, si bien es imprescindible que la sociedad sume, entre todos los compartimentos, un número mínimo de 100 (Uría, 2007).

6) En cuanto a sus Estatutos Sociales, deberán contener:

- La designación del depositario.
- La cifra de capital inicial y del capital estatutario máximo. En ambos casos se deberá expresar el número de acciones y, en su caso, las series en que esté dividido el capital social y su valor nominal.
- La designación de los órganos de gestión y representación de la sociedad.

7) En cuanto a su Capital Social:

- Habrá de estar íntegramente suscrito y desembolsado desde su constitución. El capital mínimo desembolsado será de 2.400.000 euros. Si la cifra de capital descendiese y transcurriese más de un año sin reestablecer el capital mínimo desembolsado, la SICAV entra en causa de disolución en virtud del art. 16 RIIC 1082/12.
- El capital estatutario máximo no podrá superar en más de diez veces el capital inicial.
- Se representará mediante acciones, dado su carácter de sociedad anónima.

- En caso de que la SICAV se constituya por compartimentos, cada uno debe tener un capital mínimo desembolsado de 480.000 euros sin que, en ningún caso, el capital total mínimo desembolsado sea inferior a 2.400.000 euros.
- Estará compuesto, exclusivamente, por aportaciones realizadas en dinero, valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial u activos financieros que resulten aptos para la inversión o para dar cumplimiento al principio de liquidez.
- La disminución o aumento del capital mínimo y el aumento o disminución del capital estatutario máximo, dado su carácter societario, se acordará por la Junta General, con los requisitos de la LSC.
- Deberá reducirse obligatoriamente, así como el valor nominal de las acciones en circulación, cuando el patrimonio social hubiere disminuido por debajo de las dos terceras partes de la cifra del capital en circulación, siempre que haya transcurrido el plazo de un año sin que se haya recuperado el patrimonio. Las acciones en cartera se reducirán en igual proporción.

8) En cuanto a sus acciones:

- Aquellas representativas del capital estatutario máximo que no estén suscritas, o las que posteriormente adquiriera la sociedad, se mantendrán en cartera hasta que sean puestas en circulación por los órganos gestores. Las acciones en cartera deberán estar en poder del depositario.
- Podrán emitirse en series diferentes. Las acciones de una misma serie tendrán mismo valor nominal y otorgan los mismos derechos a sus accionistas.
- Se emitirán y recomprarán, por la propia sociedad, a solicitud de cualquier interesado, en función del valor liquidativo que corresponda a la fecha de solicitud. Éstas pueden ser objeto de comercialización por la sociedad, de forma directa o a través de intermediarios habilitados, o en bolsa de valores.
- Si no existieren suficientes acciones propias adquiridas por la sociedad para atender a la obligación de vender sus propias acciones, se deberán poner en circulación acciones por la sociedad, en el plazo que se establezca, hasta alcanzar el capital estatutario máximo.

- La adquisición, por la sociedad, de acciones propias, entre su capital inicial y el estatutario máximo, no está sujeta a las limitaciones sobre adquisición derivativa de acciones propias establecidas en la LSC. La sociedad podrá adquirir acciones por debajo de su capital mínimo con los requisitos establecidos en la LSC.
- Podrán ser puestas en circulación con un precio inferior a su valor nominal. No están sometidas, por tanto, en este aspecto a la LSC.
- No otorgan a sus accionistas, en ningún caso, del derecho de suscripción preferente en la emisión o puesta en circulación de nuevas acciones.
- No están sometidas a la aplicación del art. 60 LMV, en lo que respecta a las ofertas públicas de adquisición de valores.
- En cuanto a su valor liquidativo será de aplicación, con carácter general, lo dispuesto sobre el cálculo liquidativo de IIC (Uría, 2007).

Éste resultará de dividir el patrimonio de la sociedad correspondiente a la serie a la que pertenezca por el número de acciones en circulación correspondiente a esa serie. A efectos de suscripción y recompra por la sociedad, se calculará con la periodicidad que se establezca reglamentariamente, en función de las diferentes políticas de inversión y características de los accionistas.

Consecuentemente, el RIIC 1082/12, en su art. 78, indica que el valor liquidativo se calculará diariamente por la sociedad gestora. En este caso, el valor liquidativo aplicable a las suscripciones y reembolsos será el del mismo día de su solicitud o el del día hábil siguiente. Sin embargo, este artículo prevé que la sociedad establezca otro plazo cuando así lo exijan las inversiones previstas. En este caso, el valor liquidativo podrá ser calculado, al menos, quincenalmente, y el valor liquidativo que se aplique a las suscripciones y reembolsos será el primero que se calcule con posterioridad a la solicitud de la operación.

En relación al carácter de cotización o no de las SICAV, cuando las acciones estén admitidas a negociación en bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación, éstas se valorarán a los precios de mercado del día a

que se refiera el cálculo de valor liquidativo. En caso contrario, se valorarán conforme a su valor efectivo.

Finalmente, el art. 78 RIIC 1082/12 concluye estableciendo la posibilidad de que la CNMV pueda establecer reglas específicas para el cálculo del valor liquidativo.

9) En cuanto a las limitaciones a la capacidad de inversión:

- La inversión en activos e instrumentos financieros emitidos o avalados por un mismo emisor no podrá superar el 5% del patrimonio de la SICAV, para cumplir con el **principio de diversificación del riesgo**. Este límite se aumentará cuando reglamentariamente así se determine.
- De manera similar al punto anterior, la inversión en activos e instrumentos financieros emitidos o avalados por un mismo emisor, las posiciones frente a él en productos derivados y los depósitos que la SICAV tenga en dicha entidad, no podrá superar el 20% del patrimonio de la propia SICAV.
- La inversión en acciones o participaciones emitidas por una única IIC no podrá superar el 20% del patrimonio de la SICAV.
- Deberán mantener un coeficiente mínimo de liquidez del 1% de su patrimonio. Además, para cumplir con el **principio de liquidez**, los activos deberán poder venderse con rapidez y los reembolsos han de ser atendidos en los plazos establecidos.

Al igual que analizamos anteriormente las características económico-financieras entendidas como ventajas de las IIC, podemos ahora aplicar las mismas, con una visión más específica y centralizada, a las SICAV (Uría, 2007), (Manchado,2017):

- Gestión profesional y control de la gestión: Las SICAV pueden, vía Consejo de Administración, debido a sociedades anónimas que son, elegir la forma en la que van a ser gestionadas. En la práctica, la mayoría de las SICAV cuentan con una Sociedad Gestora, si bien también pueden optar por constituirse como SICAV

autogestionadas. Una gran particularidad de las SICAVes que, tanto en un caso como en otro, el accionista está tomando decisiones y, por tanto, participando en el control de la inversión, mientras que en los fondos de inversión el participe simplemente aporta capital, sin tener control sobre él ni influencia en la inversión del mismo. Además, el accionista puede solicitar a la Sociedad Gestora una estrategia de inversión a medida que se adapte a sus necesidades y características como inversor.

- Capacidad de decisión: Los accionistas, mediante la Junta General de Accionistas y el Consejo de Administración, pueden evaluar y decidir sobre la continuidad de la Sociedad Gestora o la Sociedad Depositaria.
- Plena accesibilidad para inversores: En la práctica, y como veremos posteriormente, la gran mayoría de las SICAV negocia sus acciones en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). La gran particularidad de este sistema es que cualquier inversor puede acceder a él fácilmente, pues la exigibilidad mínima de compra de acciones es de 1 acción. Ello se traduce en que las SICAV se convierten en un vehículo de inversión perfectamente accesible y disponible para cualquier tipo de inversor, permitiéndole el acceso a valores a los cuales no podría acceder si optase por una política de inversión individual.
- Información transparente: Como apuntábamos anteriormente, las SICAV, al menos todavía, están bajo la supervisión y control de la CNMV. Ello asegura a los accionistas una gestión y control transparente de la misma: los valores liquidativos de las SICAV se publican diariamente. Este principio de transparencia está directamente contenido en la Exposición de Motivos de la LIIC 35/03; las SICAV deben proporcionar información, además del valor liquidativo, del patrimonio y del número de accionistas, con la periodicidad establecida por la CNMV o, en su caso, mediante aquella determinada en los Estatutos de la sociedad. Además, deberá proporcionar informes completos y simplificados trimestral, semestral y anualmente. Finalmente, las SICAV deben estar sometidas a auditoría para un mayor control de sus operaciones.

- Financiación: El Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública prevé, en el Capítulo II, sobre acuerdos de compensación contractual y garantías financieras, la posibilidad de pignoración de las acciones de las SICAV como método de los accionistas para obtener financiación.
- Liquidez: Como veremos posteriormente, las SICAV se configuran como un vehículo de inversión muy líquido debido a la amplia variedad de opciones que tiene para dotar de liquidez a sus acciones. El particular caso del MAB permite a los accionistas, como veremos, negociar con gran rapidez y eficacia acciones de las SICAV. Además, la propia SICAV tiene la facultad de adquirir sus propias acciones. Todo ello permite al accionista que lo desee obtener su dinero correspondiente a la participación en la SICAV de una manera casi inmediata.

#### **4.5 CARACTERÍSTICAS ESPECIALES: RÉGIMEN FISCAL O DE TRIBUTACIÓN**

La fiscalidad se configura como un factor clave a la hora de representar el desarrollo de las SICAV en España (Manchado, 2017), si bien éste ha seguido una trayectoria asimétrica; su crecimiento se veía frenado en mayor medida cuando la fiscalidad ha sido desfavorable que fomentado cuando ha sido favorable (Nazir, 1999).

Es por ello que, desde la ya derogada Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC 46/84), se ha pretendido desarrollar el crecimiento de las mismas, además de con una adecuada regulación de sus aspectos jurídico-privados, con una normativa de adaptación de obligaciones tributarias a sus características y peculiaridades, para estimularlas fiscalmente (Caño, 2004).

Las SICAV presentan un régimen de tributación diferente y, sin duda, mucho más ventajoso con respecto a las demás sociedades propias de su tipología (recordemos, sociedades anónimas). La doctrina ha manejado, desde la implantación de las SICAV en

nuestro país, diferentes concepciones, generando una gran controversia y confrontación a cerca del fin último de esta especial tipología de tributación.

Algunos autores (Nazir, 1999), (Caño, 2004) consideran que el régimen fiscal de las SICAV se ha configurado, de facto, como una medida de política económica atípica de contención del ahorro interno. Se trataría de evitar, así, la deslocalización del ahorro hacia países con legislaciones fiscales más beneficiosas, como podría ser Luxemburgo (que presenta una legislación fiscal muy laxa, lo que le ha convertido en uno de los destinos preferidos por los inversores de IIC de los países europeos). En definitiva, sería una política de corte fiscal, renunciando a ingresos tributarios a cambio de no deslocalizar.

Otros autores (Luque y Luque, 2014), (Alcañiz, 2014) opinan que el régimen fiscal de las SICAV constituye un instrumento para canalizar la inversión de los grandes patrimonios, de las grandes fortunas españolas, que se benefician de su singular régimen tributario. De esta manera, se trataría de una vía utilizada por los “ricos” para no pagar impuestos y las SICAV se configurarían, en ocasiones, como instituciones que suponen un fraude de ley y buscan el ahorro tributario al margen de su verdadero objeto, la inversión colectiva.

El régimen fiscal de las SICAV se configura de la siguiente manera, siendo, prácticamente, el mismo que las demás IIC (El Derecho):

La Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (LIS) establece en su art. 29.4 el tipo de gravamen: las SICAV tributarán al 1%, siempre y cuando su número de accionistas sea, como mínimo, de 100. En caso de que el número de accionistas sea inferior a 100, tributarán conforme al tipo general de gravamen para las sociedades: 25%.

Recordemos que, al amparo del art.9.4 LIIC 35/03, el umbral mínimo de 100 accionistas puede ser modificado reglamentariamente atendiendo a los distintos tipos de activos en los que la SICAV materialice sus inversiones, así como a la naturaleza de sus accionistas o partícipes y a su liquidez. De esta manera, las SICAV que tengan un número inferior de accionistas al amparo reglamentario también podrán aplicar el régimen fiscal especial, así

como aquellas que cumplan con los requisitos reglamentarios sobre distribución del capital social entre los accionistas.

Las SICAV no tendrán derecho a la exención de rentas derivadas de participaciones en el capital de otras entidades (art. 21 LIS) ni a las deducciones para evitar la doble imposición internacional (arts 31 y 32 LIS). En caso de aumento del capital, o de fusión o extinción de la SICAV, la operación estará exenta del impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados. Además, no están obligadas a efectuar pagos fraccionados ni a presentar la correspondiente declaración.

En caso de que la autorización concedida por la CNMV sea revocada o suspendida, las SICAV perderán el régimen especial de tributación a partir del propio período impositivo período impositivo en que se produce esta circunstancia, pasando, así, a tributar conforme al régimen general. Así lo dispone la Disposición Adicional 3ª de la Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso de la productividad (Ley 23/05).

En cuanto a sus accionistas, también gozan de un régimen fiscal favorable. Lo encontramos en los arts. 21,31,32 y 53 LIS y el art. 94 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio (LIRPF):

Tributarán de acuerdo con las normas generales del impuesto que les corresponda (si el accionista es una sociedad, conforme al IS; si es una persona física, conforme al IRPF) con las siguientes peculiaridades:

Si el accionista es una sociedad, integrará en la base imponible los dividendos distribuidos por IIC y las rentas derivadas de la transmisión de acciones o participaciones o del reembolso de estas. No pueden aplicar la excepción de rentas derivadas de participaciones en el capital de otras entidades ni las deducciones para evitar la doble imposición internacional.

Si el accionista es una persona física, el 100% del dividendo percibido, incluida la retención practicada, se integra en la base imponible del ahorro. Los perceptores de los dividendos pueden deducir en su impuesto personal la renta soportada. La transmisión y reembolso de acciones y participaciones, y las ganancias y pérdidas patrimoniales, se integrarán y compensarán en la base imponible del ahorro conforme a lo establecido en la LIRPF.

En el gráfico contenido en el ANEXO I podemos observar una tabla comparativa del diferente tratamiento fiscal de las IIC en el IS en diferentes países europeos, así como del patrimonio de las IIC de dichos países y su porcentaje respecto al patrimonio total europeo. Podemos apreciar como, en la mayoría de países europeos, las IIC están exentas de tributación, lo cual supone una clara desventaja para las SICAV españolas:

#### **4.6 SUJETOS INTERVINIENTES ESPECIALES**

Además de una Junta de Accionistas y un Consejo de Administración, figuras inherentes a todas las sociedades anónimas, las SICAV cuentan con dos figuras especiales de gran trascendencia, debido a su carácter de IIC: la Sociedad Gestora y el Depositario. Ambas encuentran su regulación tanto en la LIIC 35/03 como en el RIIC 1082/12:

##### **4.6.1° LA SOCIEDAD GESTORA**

Siguiendo a INVERCO, la Sociedad Gestora se configura como un sujeto determinante en el funcionamiento, no únicamente de las SICAV, sino de las IIC en general, cuyo objeto social consiste en administrar, representar y gestionar las inversiones, suscripciones, traspasos de acciones y reembolsos de las SICAV. Revisten, de la misma manera que las sociedades que gestionan, la forma jurídica de sociedad anónima. De acuerdo con las condiciones establecidas en la LIIC 35/03 y en el RIIC 1082/12, las Sociedades Gestoras podrán recibir autorización, por parte de la CNMV, para realizar:

- Gestión discrecional e individualizada de carteras de inversiones, incluidas las de los fondos de pensiones.
- Administración, representación, gestión y comercialización de fondos de capital riesgo.
- Asesoramiento sobre inversiones.
- Custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión.

Además, las Sociedades Gestoras asumen determinadas obligaciones de información a la CNMV y a los accionistas de las SICAV que gestionen y actuarán siempre en interés de los mismos.

#### **4.6.2° EL DEPOSITARIO**

Siguiendo el contenido de la normativa aplicable, las Entidades Depositarias se configuran como aquellas encargadas de realizar funciones de depósito y custodia de valores e inversiones llevadas a cabo por las SICAV y las IIC en general. Además, se erigen como las instituciones que asumen funciones de vigilancia y supervisión de la gestión encomendada a las Sociedades Gestoras o, en caso de que las SICAV opten por la autogestión, de los administradores de la misma. A estos efectos, el Depositario debe elaborar, semestralmente, un informe para la CNMV acreditando el cumplimiento de dichas funciones. El Depositario ostentará, además, las siguientes funciones específicas:

- Realizar el pago de beneficios a los accionistas.
- Ejecutar el procedimiento de adquisición y venta de acciones, así como cobrar los intereses y dividendos correspondientes a las mismas.
- Garantizar el control de los flujos de tesorería.
- Comprobar que el cálculo del valor liquidativo se realiza de conformidad con la normativa aplicable y con los documentos constitutivos de las SICAV.

Las entidades que asumen la figura del Depositario pueden ser bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, sociedades y agencias de valores. Todas ellas deberán ostentar la

condición de entidad participante en los sistemas de compensación, liquidación y registro en los mercados en los que vayan a operar, sea como tal, o a través de otra entidad participante; deberá tener su domicilio social o, en su caso, una sucursal en España. Finalmente, una misma entidad no podrá constituirse como Sociedad Gestora y Entidad Depositaria de una misma SICAV, salvo casos excepcionales.

#### **4.7 PROCESO DE CREACIÓN Y CONSTITUCIÓN**

El proceso de creación y constitución de las SICAV es similar al ya explicado anteriormente sobre los fondos de inversión. Éste se compone de 3 pasos, según explica el art. 8 del RIIC 1082/12:

- 1) Obtención de la CNMV la previa autorización del proyecto de constitución de la sociedad. Dicha solicitud debe incorporar una memoria, la acreditación de honorabilidad y profesionalidad de quienes vayan a ejercer cargos de administración y dirección de la sociedad, así como los estatutos sociales de la misma. El plazo de notificación de la autorización por la CNMV tras la recepción de la solicitud varía en función del nombramiento o no de una sociedad gestora por parte de la SICAV (2 meses si la SICAV ha designado una sociedad gestora y 3 meses si no la ha designado, en cuyo caso, además, se deberá presentar la estructura organizativa de la SICAV con la solicitud de autorización).
- 2) Constitución de la SICAV con la forma de sociedad anónima, mediante otorgamiento de escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil.
- 3) Inscripción en el Registro administrativo correspondiente de la CNMV y registro del folleto informativo de la SICAV. Varios autores (Tapia, 1998) consideran este paso el realmente constitutivo de una SICAV.

## **4.8 PROCEDIMIENTO DE NEGOCIACIÓN DE LAS ACCIONES**

### **4.8.1° ANTECEDENTES: LA COTIZACIÓN COMO REQUISITO PARA EL RÉGIMEN ESPECIAL DEL IS EN LA LEY 46/1984**

La ya derogada Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC 46/84) se caracterizaba por un excesivo rigor a la hora de establecer los requisitos para disfrutar del régimen fiscal favorable de las SICAVS. Su art. 34 condicionaba el acceso a dicho régimen a la cotización oficial en Bolsa de sus acciones. Ello, unido a los requisitos previstos en la legislación sobre el Impuesto de Sociedades para aplicar a las SICAV el tipo del 1% en lugar del tipo general, en lo relativo a las condiciones de negociación de sus acciones en Bolsa, dio lugar a que se cuestionase *“la viabilidad de esta figura como instrumento de captación y canalización del ahorro”* (Uría, 2007).

### **4.8.2° LA REGULACIÓN EN LA LIIC 35/2003 Y EL RIIC 1082/12 COMO MECANISMO RESOLUTORIO**

Para poner solución a estos problemas, la LIIC 35/2003 prevé tres regímenes facultativos de negociación de acciones (y, por supuesto, dotación de liquidez) sin que se vea afectada, en el tipo aplicable, la base imponible sujeta al IS de las SICAVS (Uría, 2007) y elimina los requisitos de la anterior LIIC 46/84. Así queda de manifiesto en la exposición de motivos: *“Se suprime la obligación de negociación en bolsa que preveía la ley anterior, que queda como una de las opciones posibles para dar liquidez a las acciones de las SICAV.”*

Estos tres regímenes son desarrollados por el RIIC 1082/12 en sus arts. 82 a 84:

#### **1) Admisión de las acciones a negociación en Bolsa.**

Las SICAVS podrán solicitar la admisión a negociación en bolsa de valores de sus acciones, sujetas a determinadas reglas especiales:

- Deberán presentar la correspondiente escritura de constitución, debidamente inscrita en el Registro Mercantil y, en su caso, de certificación literal del acuerdo de emisión correspondiente.
  
- Cuando el precio de adquisición o venta de sus acciones propias sea, respectivamente, inferior o superior a su valor liquidativo, deberán comprar o vender sus acciones propias en operaciones de contado, sin aplazamiento de liquidación, ya sea en la contratación normal o mediante oferta pública de adquisición o venta de sus acciones. Esta situación se dará cuando:
  - a) La diferencia entre el valor liquidativo y la cotización oficial sea superior al 5% de aquel durante tres días consecutivos, hasta que la diferencia se sitúe por debajo de dicho porcentaje.
  
  - b) Existan posiciones compradoras o vendedoras que no hayan sido atendidas durante el número de días que determine el Ministerio de Economía y Competitividad y que es, actualmente, de 7 días consecutivos.

Estas operaciones de adquisición y venta sobre las propias acciones de la sociedad deberán realizarse a un precio desconocido e imposible de estimar de forma cierta, pero sin suponer desviaciones sensibles respecto de su valor liquidativo. Los resultados imponderables de estas operaciones sólo podrán repartirse cuando el patrimonio sea superior al capital social desembolsado.

- Si las acciones resultaren excluidas de negociación en Bolsa, la SICAV garantizará al accionista que quiera realizar las mismas el reintegro de su valor liquidativo, fijado en función de los cambios medios del último mes de cotización. Ello se hará mediante una oferta pública dirigida a todos los accionistas, por un precio igual al valor liquidativo del día en que el reintegro se ejecute.

- Quedará sin efecto la admisión a negociación de acciones en Bolsa de las acciones de las SICAV cuando sean dadas de baja en el registro administrativo correspondiente de la CNMV.

## **2) Incorporación de las acciones a un mercado o sistema organizado de contratación de valores.**

Las SICAV podrán solicitar la incorporación de sus acciones a un mercado o sistema organizado de contratación de valores, los cuales deberán incluir las facilidades necesarias para que las SICAV puedan cumplir con sus obligaciones previstas. Además, las SICAV comprarán o venderán sus propias acciones cumpliendo con las reglas operativas o de *trading* ya explicadas, en el caso de admisión a negociación en Bolsa.

En la práctica, la mayoría de las SICAV cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), el cual es objeto de explicación en el apartado 4.9.

## **3) Adquisición y venta de las acciones fuera de Bolsa y mercados o sistemas organizados de contratación de valores.**

Si una SICAV no solicita la admisión a negociación de sus acciones en Bolsa, ni su incorporación a un mercado o sistema organizado de contratación de valores, tendrá la obligación de adquirir y vender sus acciones desde el momento en que se solicite por los interesados a un precio igual al valor liquidativo que corresponda a la fecha de solicitud.

La SICAV podrá realizar estas operaciones directamente o a través de intermediarios habilitados, pudiendo percibir comisiones o descuentos a favor de ella. Previamente a dichas operaciones, deberá presentar ante la CNMV una declaración de actividades que refleje su intención, junto a una memoria explicativa de su forma de ejecución y justificativa de su capacidad para cumplir con los requisitos que establece la CNMV.

#### 4.9 EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB)

Como ya explicamos anteriormente, la mayoría de SICAV eligen como medio para dotar de liquidez a sus acciones la incorporación al Mercado Alternativo Bursátil (MAB). La web corporativa de Bolsas y Mercados Españoles (BME) ofrece una explicación sobre el mismo que se acopla, de manera muy acertada, a las demandas del presente trabajo:

El MAB surge como respuesta a la nueva LIIC 35/03 y su supresión, ya comentada, de la exigencia de cotización en bolsa a las SICAV. Se trata de un Sistema Organizado de Negociación (SON) a iniciativa del grupo BME y autorizado por el Gobierno, al amparo del art. 31 LMV.

Su objetivo es el diseño y la implementación de un nuevo sistema de negociación, compensación y liquidación que se adecúe a las SICAV y a otros valores de pequeña y mediana capitalización que requieren de un tratamiento singularizado, dadas sus especiales características. El MAB utiliza como plataforma electrónica el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), lo cual aporta unas características de mayor inmediatez, transparencia e incremento de liquidez para los partícipes.

Para incorporarse al MAB, las SICAV deben encontrarse registradas en la CNMV. Además, deben haber designado como entidad encargada del registro a Iberclear o alguno de los Servicios de Compensación y Liquidación de las Bolsas de Barcelona, Bilbao o Valencia, que habrán de contar con los adecuados sistemas de comunicación con Iberclear. Alternativamente, aquellas SICAV admitidas a cotización en Bolsa podrán incorporarse al MAB.

El MAB tiene, básicamente, dos modalidades de negociación de las acciones. Ambas son complementarias, si bien los principios, normas, horarios y agentes que intervienen en ambas modalidades son distintos. La primera modalidad se denomina **negociación mediante fijación de precios únicos o “fixing”** y la segunda es la **modalidad “Valor Liquidativo”**.

1) Modalidad de negociación mediante fijación de precios únicos o “fixing”:

Esta modalidad permite una fijación de precios eficiente sin necesidad de esperar la recepción del valor liquidativo. Se configura un libro de órdenes y su sistema de contratación se basa en subastas: períodos en los que se introducen, modifican y cancelan órdenes pero no se ejecutan negociaciones hasta el final de dichas subastas al último precio de equilibrio calculado (asignación de títulos). Las órdenes tendrán como plazo de validez único el día. La libre confluencia de la oferta y la demanda determina el precio de equilibrio a través de dos subastas al día:

- Subasta de apertura: Desde las 8:30h hasta las 12h (con un cierre aleatorio de 30 segundos).
- Subasta de cierre: Desde el final de asignación de la primera subasta hasta las 16h (con un cierre aleatorio de 30 segundos).

Si no existiese precio de equilibrio, se mostraría el mejor precio de compra y venta con volúmenes y órdenes asociados. Cuando existe el precio de equilibrio, los miembros reciben información de la ejecución total o parcial de sus órdenes una vez finalizada la asignación de títulos (también denominada cruce o case de operaciones al último precio de equilibrio). Después de la misma, el mercado es informado del precio, volumen y hora de negociación, así como de la identidad de los miembros contratantes.

2) Modalidad valor liquidativo:

Esta modalidad permite introducir posiciones y realizar operaciones al valor liquidativo que informan las sociedades gestoras de cada SICAV. A diferencia de la modalidad “fixing”, aquí no se utiliza un libro de órdenes. Los miembros del MAB introducen posiciones que quedan en espera de un precio, equivalente al valor liquidativo que envía la sociedad gestora, al cual se cruzarán las operaciones.

Este valor liquidativo se envía 1 día (SICAV Estándar), 2 días (SICAV no Estándar 2) o 3 días (SICAV no Estándar 3) más tarde, dependiendo del tipo de SICAV.

El funcionamiento para los distintos tipos de SICAV es muy similar, variando, como hemos mencionado, en el envío del valor liquidativo por parte de la sociedad gestora:

Los miembros del MAB introducen posiciones a valor liquidativo a lo largo de la sesión en curso (sesión D, de 8:30h a 16:00 h). Dichas posiciones informan únicamente de los títulos y no del precio. Una vez introducidas las posiciones en el día D, éstas quedan en espera de que se informe del valor liquidativo por parte de la sociedad gestora (hasta las 15:00h del día D+1, para las SICAV Estándar; hasta las 15:00h del día D+2, para las SICAV no Estándar 2; hasta las 15:00h del día D+3, para las SICAV no Estándar 3) a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, viajando posteriormente al SIBE.

A partir de las 16:00h del día D+1, para las SICAV Estándar; de las 16:00h del día D+2, para las SICAV no Estándar 2; y de las 16:00h del día D+3, para las SICAV no Estándar 3 se cruzarán las operaciones cuyo precio es el valor liquidativo informado atendiendo a las posiciones introducidas en la sesión D.

Como contrapartida a estas posiciones actúan los miembros compensadores: Miembros de mercado del MAB (Sociedades de Valores, Agencias de Valores y Entidades Financieras) y Entidades participantes (Sociedades Gestoras o SICAV autogestionadas).

En la página siguiente, podemos ver un esquema representante de un ciclo completo para una SICAV estándar:

**TABLA I: CICLO COMPLETO DE UNA SICAV ESTÁNDAR (MAB)**

Día D	Día D+1			
8:30 a 16:00	8:15	8:30 a 16:00	15:00	a partir de las 16:00
	Lectura del Valor Liquidativo del día D, aunque enviado en el día D+1 (esta recepción puede realizarse hasta las 8:15 o alternativamente hasta las 15:00).		Lectura del Valor Liquidativo del día D, aunque enviado en el día D+1 (esta recepción puede realizarse hasta las 8:15 o alternativamente hasta las 15:00).	Cruce de operaciones cuyo precio es el Valor Liquidativo enviado a las 8:15 (ó 15:00) y cuyas órdenes son las posiciones introducidas en el día D. Como contrapartida a esas órdenes, actúan los miembros compensadores.
Introducción de posiciones a Valor Liquidativo sobre la SICAV "S1971". Estas órdenes se introducen en D, y se negociarán al Valor Liquidativo enviado en D+1.				

Fuente: BME, 2013.

## **5. EVOLUCIÓN DE LAS SICAV EN ESPAÑA**

### **5.1 POLÉMICA HISTÓRICA: LAS SICAV COMO INSTRUMENTOS AL SERVICIO DE LAS GRANDES FORTUNAS ESPAÑOLAS**

Antes de abordar la trayectoria histórica que han seguido las SICAV en nuestro país, es necesario analizar la tradicional concepción en España sobre estas sociedades; está ampliamente consolidada la opinión de que se tratan de instrumentos al servicio de las grandes fortunas españolas para gestionar su patrimonio sirviéndose de sus privilegios (Alcañiz, 2014). Siguiendo este argumento supondrían, pues, un fraude de ley, pues su verdadero objeto sería el ahorro tributario, al margen de la inversión colectiva (Luque y Luque, 2014).

Recordemos ahora uno de los requisitos para la constitución de una SICAV: un número mínimo de 100 accionistas. La realidad es que, en la práctica, en muchas ocasiones la mayoría de acciones pertenecen a un solo titular y funcionan, de facto, como sociedades personales, y no como sociedades abiertas a una pluralidad indeterminada de inversores (Martín, 2012). A este respecto, es frecuente que el 99% del capital permanezca en manos de un grupo familiar y los restantes accionistas posean una participación inferior al 1%. Es decir, determinadas personas, sin vocación inversora (normalmente introducidos por la Sociedad Gestora de la SICAV) actúan para cumplir los requisitos formales relativos a la concurrencia de los 100 accionistas (Luque y Luque, 2014). A estos accionistas “de paja” comúnmente se les denomina, en la jerga financiera, “mariachis”. En este sentido, resulta relevante indicar que la mitad de las SICAV tienen menos de 150 accionistas (CNMV).

A modo de ejemplo, en el ejercicio de 2015 Torrenova de Inversiones, de la familia March, era la mayor SICAV española, gestionada por Banca March, con un patrimonio de 1.280 millones de euros y una rentabilidad del 2,31%. La segunda SICAV en dicho ejercicio, Morinvest, pertenecía a la familia Koplowitz, con un patrimonio de 507 millones de euros y una rentabilidad del 7,59%. Otro ejemplo son Allocation y Chart, SICAV de la familia Del Pino, máximos accionistas de Ferrovial, cuyo patrimonio conjunto alcanza los 615 millones de euros (El País, 2016).

## **5.2 ANÁLISIS DE SU TRAYECTORIA HISTÓRICA**

En el presente epígrafe trataremos de sintetizar las causas que justifican la evolución temporal de las SICAV en España desde los años 90 hasta la actualidad. Si bien las SICAV aparecieron anteriormente, no es hasta finales de los años 90 cuando comienza su verdadero despegue en España; de ahí que tomemos este período de referencia.

Finalmente procederemos a analizar, en varios gráficos con datos numéricos específicos, cómo estas causas han influido sobre la trayectoria del número de SICAV registradas, el patrimonio total y la cartera interior y exterior.

### **5.2.1º TRAYECTORIA HISTÓRICA: AÑOS 90-2008**

A continuación, procedemos a explicar los motivos que explican la evolución de las SICAV desde los años 90 hasta el año 2008 (Cozas, 2011):

El primer hito de especial importancia tiene lugar incluso antes de que España entrase a formar parte de la Unión Europea (UE): el 20 de diciembre de 1985<sup>3</sup>, la Comisión de la Unión Europea aprobó la Directiva UCITS. Este primer intento de armonización facilitó la comercialización de las IIC en el ámbito comunitario, a diferencia de las Non-UCITS o No armonizadas, las cuales requerían su autorización correspondiente.

La inversión colectiva en general, y las SICAV en particular, alcanzan durante la década de los 90 la mayoría de edad en el mercado de valores español desde el punto de vista normativo. Su evolución debe su éxito a las modificaciones del régimen fiscal de los años 90 y 91 que, en la práctica, supusieron la explosión definitiva en el mercado español como instrumento financiero de gran difusión. Junto a las SICAV, experimentaron un notable crecimiento los fondos de inversión y las IIC extranjeras armonizadas, registradas en España para su comercialización.

---

<sup>3</sup> Si bien Felipe González ya había firmado el 12 de junio de 1985 el Acta de Adhesión de España a la Unión Europea, cuya entrada en vigor fue el 1 de enero de 1986.

Junto al atractivo régimen fiscal aplicable, se erigen como otros factores dinamizadores la desintermediación que se producía, por aquel entonces, en el sistema financiero español, así como las primeras campañas publicitarias que se realizaban, tanto de las SICAV como de otras IIC de carácter financiero, dirigidas al público minorista.

Durante la propia década de los 90 se aprueban numerosas disposiciones normativas: un nuevo reglamento, Decretos, Órdenes Ministeriales y Circulares de la CNMV. Junto a esta numerosa normativa aparecen tres tipos de documentos, hasta ahora inexistentes en el sistema español: Cartas, Cartas-Circulares y Resoluciones. Si bien estos textos no alcanzaban carácter normativo pleno, influyeron de manera decisiva en la regulación de diversos aspectos de las SICAV: prueba de ello fue la desaparición de la página web de la CNMV de la Carta Circular fechada el 31/03/1997 y las incertidumbres que en el sector provocó en el año 2000.

Las modificaciones normativas introducidas en la década de los 2000 permitieron abrir el mercado a nuevas figuras de inversión colectiva y flexibilizar la creación y operativa de las SICAV para hacerlas más competitivas frente a las existentes en otros mercados, especialmente europeos. Prueba de ello es el Real Decreto 91/2001, que permitía a las Sociedades Gestoras, entre otros, subcontratar la gestión de activos extranjeros con otra SG española o con una entidad domiciliada en otro estado miembro de la OCDE, comercializar directamente las acciones que administren, o actuar por medio de agentes y apoderados.

A partir del año 2000 comienza la mayor época de desarrollo, tanto normativo como operativo, y se instauran los principios básicos del funcionamiento de las SICAV con la LIIC 35/03 y su desarrollo reglamentario con el Real Decreto 1309/2005. Ambos instrumentos normativos, junto con la transposición de las Directivas denominadas como UCITS III, completaron la consolidación de las SICAV y las demás IIC de carácter financiero en el mercado único de servicios financieros, principalmente, al otorgar el pasaporte comunitario a las sociedades gestoras y ampliar los tipos de activos e instrumentos financieros en que podían invertir.

## **5.2.2° TRAYECTORIA HISTÓRICA: 2008-2015**

Seguimos ahora recorriendo la trayectoria histórica de las SICAV en España con un análisis de su situación de 2008 a 2014 (Luque y Luque, 2014):

El primer período de bonanza de las SICAV culmina con dos hitos que marcan el declive en nuestro país entre 2008 y 2014: por un lado, la crisis financiera global. Por otro lado, las medidas fiscales adoptadas por el Gobierno español de José Luis Rodríguez Zapatero en el año 2010.

Previamente a esta reforma fiscal, las SICAV se beneficiaban de un régimen más beneficioso que el resto de IIC: los accionistas, con el objetivo de obtener liquidez sin necesidad de vender sus acciones, utilizaban un instrumento artificioso de manera abusiva, consistente en reducciones de capital y “devolución de aportaciones en concepto de prima de emisión”, eludiendo así el pago que hubiese correspondido por reparto de beneficios. Esto es debido a que, por aquel entonces, cuando el movimiento del dinero era considerado una “desinversión”, no debían tributar por ello. Esta desinversión era, en realidad, beneficios camuflados, generados por la sociedad, por los que debían tributar.

Para poner solución a estas actuaciones, la Ley de Presupuestos Generales del Estado de 2010 y la reforma de la LIRPF regularizaron la situación: los accionistas pasaron a tributar por todo el dinero que retiraban o recibían de la sociedad, independientemente de que se tratase de capital desinvertido o de beneficios, pues todos se calificaban como rendimiento del capital mobiliario. Precisamente, a partir de entonces se produce un incremento sustancial en la recompra de acciones (2794 millones de euros en los años 2011 y 2012) en comparación con la cifra de distribución de beneficios, la cual no alcanzó los 30 millones de euros. La consecuencia, tanto de la crisis financiera global como de la nueva regulación fiscal, es clara: huida de capitales al extranjero a zonas cuyo régimen sea más beneficioso para los inversores, por ejemplo, Luxemburgo.

Posteriormente, resulta de especial relevancia la amnistía fiscal que el Gobierno llevó a cabo en 2012 mediante el Real Decreto Ley 12/2012, que permitió regularizar la situación de los evasores de impuestos, a cambio de abonar el 10% de las cantidades defraudadas. A partir de la citada amnistía, y unida a la salida de España de la crisis financiera global en 2014, se produjo un fuerte crecimiento patrimonial de las SICAV. Este impulso se basaba tanto en la revalorización de los activos como en la puesta en circulación de nuevas acciones, la recuperación de los principales índices internacionales y una mayor preferencia por las inversiones exteriores. De esta manera, las SICAV alcanzan de nuevo una época de esplendor en 2015, alcanzando cifras muy similares a las previas a la recesión económica en cuanto al número de sociedades registradas, patrimonio social y número de accionistas.

### **5.2.3° TRAYECTORIA HISTÓRICA: 2016 HASTA LA ACTUALIDAD**

El punto de inflexión se alcanza en 2016. Como señala el diario EL País el 22 de febrero de 2016, hasta este momento las SICAV vivían un período de esplendor, cuyo patrimonio había incrementado un 30% desde 2010 (las cifras exactas las podremos analizar, más detalladamente, en los gráficos posteriores). Como ya apuntábamos anteriormente, este éxito se atribuye a la subida de la Bolsa de este período y por la entrada de capital tras la amnistía fiscal aprobada por el Gobierno del Partido Popular. Sin embargo, las SICAV continuaban, progresivamente, limitando su exposición a los activos españoles y su cartera exterior suponía el 59,58% del total en el tercer trimestre de 2015 (cuando en 2010 sólo suponía el 47% del total). La Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva (INVERCO) pronosticaba un crecimiento del 3% (esta predicción, como veremos posteriormente, fue errónea; situaba el patrimonio total de las SICAV a finales de 2016 en 35.100 millones de euros y, como podremos ver, no únicamente no alcanzó dicha cifra, sino que se redujo hasta los 31.870 millones de euros, marcando así el inicio del declive de las SICAV).

El punto de inflexión se inicia con las diferentes propuestas y medidas que introducen los partidos políticos a partir de las elecciones generales de junio de 2016. Como señala el

diario El País, todos los partidos políticos recogieron en sus programas electorales medidas para “meter en cintura” los privilegios de las SICAV.

Según publica el diario El Mundo el 23 de agosto de 2018, Podemos llegó a proponer la supresión de este tipo de sociedades, calificándolas como instrumentos “demonizados” y utilizados de manera perniciosa por las grandes fortunas españolas; PP y Ciudadanos proponían elevar al 0,55% el capital exigido como porcentaje mínimo para que un accionista compute entre los 100 necesarios para la constitución de las SICAV; PSOE propuso tres medidas para aumentar el control sobre ellas: fijar un porcentaje de participación máxima y mínima para los accionistas de las sociedades, establecer un período máximo de permanencia para las plusvalías acumuladas o dotar de competencias de supervisión a la Agencia Tributaria en lugar de a la CNMV.

Todas estas medidas tienen, como principal objetivo, regular los atajos legales y los privilegios de los que se sirven las grandes fortunas para canalizar su patrimonio, como ya apuntábamos anteriormente. Numerosas personalidades y entidades como la Asociación de Empresas de Asesoramiento Financiero (ASEAFI) se manifestaron en contra de estas medidas, declarando la demagogia existente en torno a las SICAV y el desconocimiento de los partidos políticos en cuanto a su vocación de institución de inversión colectiva; defendían su carácter de vehículos de inversión democráticos y abiertos a todo el mundo (El Mundo, 2018).

Estas medidas políticas se materializaron, el pasado 14 de enero de 2019, con la presentación por parte del Ejecutivo del Proyecto de Ley de los Presupuestos Generales del Estado. La disposición final decimosexta del mismo pretende devolver a la Administración Tributaria el control y la supervisión de que las SICAV cumplen con el número mínimo de accionistas, control que actualmente ostenta la CNMV (El Confidencial, 2019).

El control por parte de Hacienda se materializaría en garantizar que las SICAV están en manos de accionistas “auténticos”, pretendiendo acabar con la figura del “mariachi”. Si finalmente se aprueban los Presupuestos, aquellas sociedades que no cumplan los

requisitos de control y supervisión de Hacienda sufrirían un “hachazo” fiscal, tributando por su beneficio con el IS, al 25%. Ello podría ser, sin duda, el golpe definitivo que remate un vehículo de inversión cada vez más impopular en España (Inversión & Finanzas, 2019).

Ante esta situación tan alarmante, INVERCO recuerda que las SICAV españolas ya tienen un régimen regulatorio más exigente y, por tanto, sufren de un peor tratamiento; el número mínimo de 100 accionistas no está previsto ni en la Directiva 2009/65/CE ni en la práctica totalidad de países (a excepción de Portugal). La nueva regulación establecida en los Presupuestos únicamente aleja más a las SICAV españolas del régimen europeo, con sus correspondientes efectos negativos sobre la financiación de la economía, recaudación de impuestos y la generación de empleo al desplazar sus inversiones hacia otras jurisdicciones comunitarias. Finalmente, recuerda que las SICAV españolas tienen *“un claro sesgo inversor hacia los activos domésticos”*, invirtiendo 30.832 millones de euros (o lo que es lo mismo, un tercio de su patrimonio) en activos españoles, cuando el peso de España en índices mundiales apenas llega al 2%. Además, son gestionadas y asesoradas por entidades españolas en su mayoría, generando unos ingresos fiscales estimados en 340 millones de euros anuales, y contribuyen, junto con las demás IIC, a generar 30.000 puestos de trabajo altamente cualificados.

Pese a los esfuerzos de INVERCO y demás entidades por promover las SICAV, la potencial situación política y normativa ha generado gran inseguridad entre los inversores y grandes patrimonios, con la consiguiente salida masiva de capitales al exterior a países como Irlanda o Luxemburgo, donde las SICAV ofrecen condiciones más ventajosas. Las gestoras españolas están empezando a domiciliar sus fondos, en su mayoría, en este último país, pues las cuentas ómnibus facilitan en gran medida la comercialización de dichos fondos entre inversores institucionales. Esto se debe a que, en Luxemburgo, la mayoría de vehículos de inversión son SICAV con formato UCIT, también conocido como el pasaporte europeo para la homogeneización de fondos. Además, en Luxemburgo no hay impuesto sobre el beneficio de las SICAV, si bien hay una tasa sobre el patrimonio del 0,05% lo que, en cierta medida supone una desventaja para los accionistas. Aun así,

cada vez más SICAV están en contacto con despachos de abogados para mover ficha y hacer una fusión transfronteriza a Luxemburgo (El Confidencial, 2019).

Consecuencia de todo ello, el número de sociedades registradas y su patrimonio total cae estrepitosamente: el número de sociedades se sitúa, en el tercer trimestre de 2018, en 2735, cifra que no alcanzaba niveles tan bajos desde 2004 (CNMV).

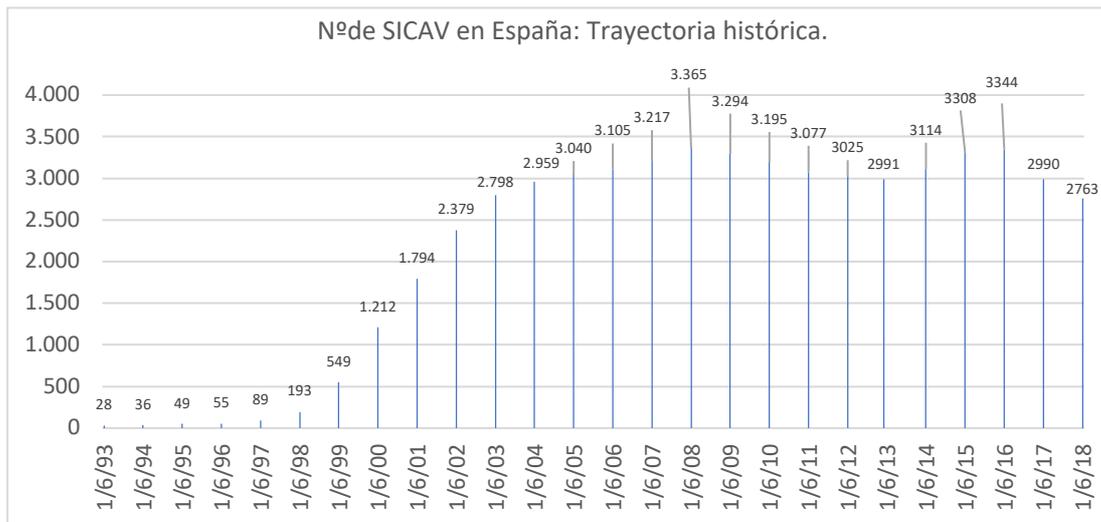
Un ejemplo significativo que representa esta salida masiva es el caso de Kerad 3 Invest, la SICAV de Gerard Piqué. Dicha sociedad ha cursado su baja en el registro de la CNMV recientemente para transformarse en una sociedad de responsabilidad limitada (SL) y ha excluido sus acciones de negociación en el MAB. Su SICAV contaba con un patrimonio bajo gestión de 11,59 millones de euros a finales de 2018 (2,26 millones de euros menos que a finales del 2017), pérdidas este último año del 9,24% con respecto al año pasado, y 114 accionistas, según datos proporcionados por Morningstar. La inestabilidad y el miedo generado por las medidas fiscales incentivadas por el Proyecto de Ley de los Presupuestos Generales del Estado han llevado a Gerard Piqué a dar de baja su SICAV, puesto que éste se constituía como accionista significativo y controlaba el 99,99% del capital. El otro 0,01% estaba en manos de “mariachis” (El Confidencial).

### **5.3 EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE SICAV REGISTRADAS**

Una vez que hemos analizado la trayectoria histórica de las SICAV en nuestro país centrándonos en los hitos más relevantes, procedemos a observar el impacto de éstos mediante cifras exactas en varios gráficos. Comenzaremos por analizar la evolución del número de SICAV registradas en la CNMV.

En el gráfico siguiente podemos observar cómo ha evolucionado el número de SICAV:

## GRÁFICO I: EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE SICAV REGISTRADAS (1993-2018)



Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de CNMV, 2019.

Como podemos observar, las SICAV experimentan un aumento reducido, pero mantenido, desde la década de los 90 hasta la década de los 2000: en el primer semestre de 1993 únicamente existían 28 SICAV en España, hasta las 549 existentes en 1999. Posteriormente, comienza a producirse un aumento considerable y continuo hasta el año 2008, momento en el que existen 3365 SICAV registradas en España.

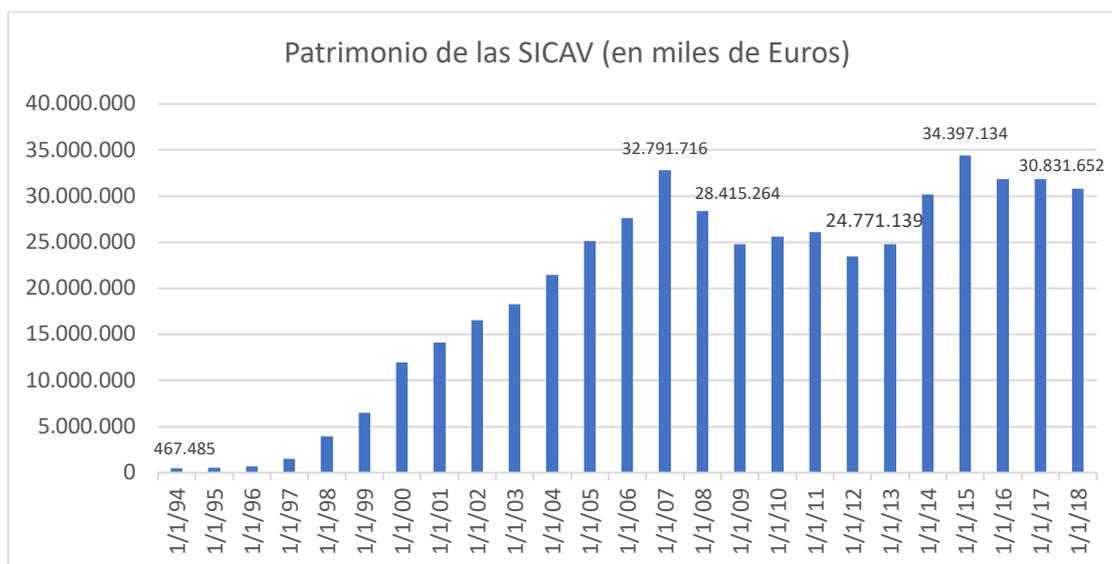
Sin embargo, la crisis financiera global y la reforma fiscal de 2010, supone una caída de las mismas; en el segundo semestre de 2013 hay registradas 2991 SICAV. La recuperación no comienza a producirse hasta 2014, coincidente con la recuperación de la economía española. Entre 2013 y 2015, el número de sociedades registradas aumentó a un ritmo superior a 100 altas por ejercicio. Es en estos momentos, especialmente en 2015, cuando las SICAV experimentan de nuevo una época de esplendor y apogeo en España; se crean 234 SICAV en 2014 y en 2016 alcanzan un número de 3344. Desde 2013, las suscripciones netas alcanzan un valor de 4.522 millones de euros (El País).

Un nuevo cambio de tendencia se aprecia desde 2016 y hasta el presente año 2019, las SICAV están experimentando un preocupante y progresivo declive, debido a la actual situación política en España. De las 3226 SICAV registradas en la CNMV a finales de 2014, hemos pasado a cerrar el primer semestre de 2018 con 2763 SICAV registradas, lo

cual supone un descenso del 15% en 4 años. Los datos exactos, junto con aquellos relativos a la evolución del patrimonio y la composición de la cartera interior y exterior, los podemos ver en los Anexos II y III.

## 5.4 EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO

**GRÁFICO II: EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO (1994-2018)**



Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de CNMV, 2018.

**TABLA II: VARIACIÓN DEL PATRIMONIO, CARTERA INTERIOR, EXTERIOR Y TESORERÍA (2001-2014)**

**Evolución de las SICAV 2001-2014**

	2001-2007	2007-2008	2009-2012	2013-2014	2009-2014
<b>Patrimonio</b>	3,57	-4,64	0,25	4,14	0,93
<b>Cartera Interior</b>	3,49	-1,2	-2,07	0,73	-1,32
<b>Cartera Exterior</b>	3,73	-12,25	2,59	6,91	3,75
<b>Tesorería</b>	2,2	15,89	-0,39	8,95	2,08

Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de Luque y Luque (2014).

Como podemos observar en el primer gráfico, el patrimonio de las SICAV experimenta una trayectoria, en su mayoría, paralela a la evolución en el número de sociedades. El segundo gráfico nos ayudará a analizar tanto este apartado como los relativos a cartera interior y exterior.

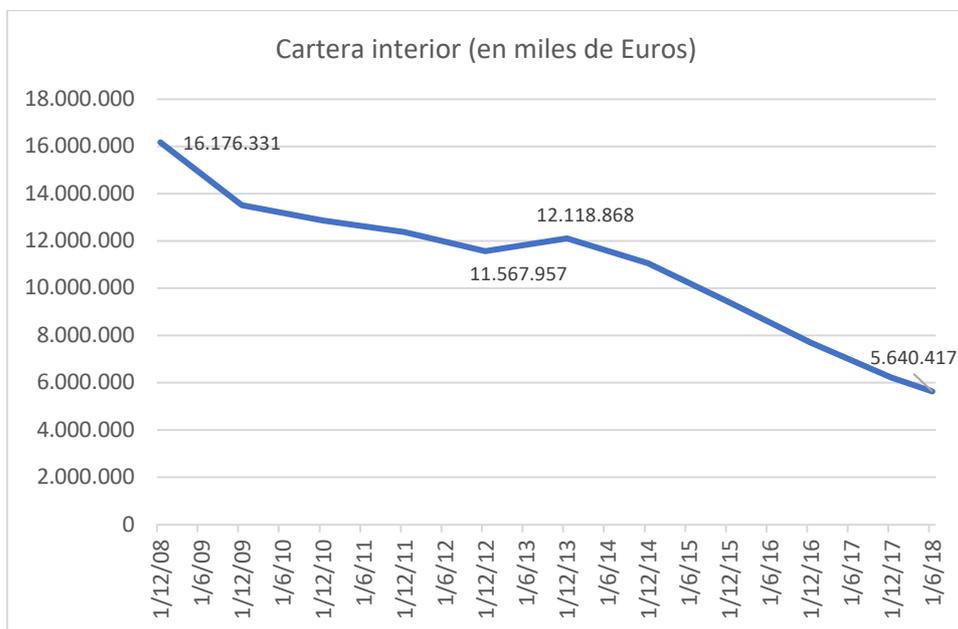
El patrimonio crece, desde finales de los 90 hasta 2007, a un ritmo del 1,88% trimestral, el cual pasa de 467 millones de euros a 32.791 millones de euros. Sin embargo, el crecimiento del patrimonio social se ve frenado en 2007, un año antes que el declive del número de SICAV. Aun así, el motivo es el mismo: la crisis financiera global, materializada en un incremento progresivo de las desinversiones de los accionistas, así como una pérdida de valor generalizada y cuantitativa de las carteras de inversión: el patrimonio de las SICAV cae un 8,66% de 2007 a 2008. La reforma fiscal de 2010 es también causante de este declive.

Paralelamente al número de SICAV, el patrimonio de estas sociedades comienza a experimentar una recuperación sustancial a partir de 2014 con la salida de la crisis. La amnistía fiscal también deja intuir leves efectos de la recuperación. Las SICAV experimentan un incremento patrimonial de 6.500 millones de euros entre 2013 y el primer semestre de 2014, debido a la puesta en circulación de acciones, como explicamos anteriormente, por un valor de 2.838 millones.

En 2015, año de apogeo de las SICAV en España, se alcanza un patrimonio total de casi 35.000 millones euros. El punto de inflexión comienza en 2016; el patrimonio cae hasta los 31.869 millones de euros, reduciéndose a 30.831 millones de euros a finales del primer semestre de 2018. A finales de 2018, el número de SICAV caía un 8,57% y su patrimonio un 5,78% en comparación a principios de año (El Economista, 2018), con unas pérdidas totales de 2.966 millones de euros (Inversión & Finanzas, 2019).

## 5.5 EVOLUCIÓN DE LA CARTERA INTERIOR

GRÁFICO III EVOLUCIÓN DE LA CARTERA INTERIOR (2008-2018)



Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de CNMV, 2019.

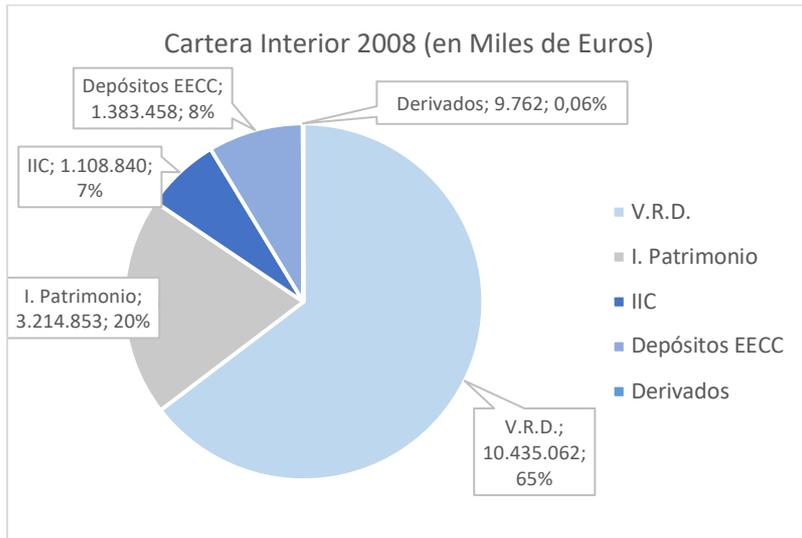
La cartera interior está compuesta, principalmente, por valores representativos de deuda, instrumentos de patrimonio, inversiones en IIC, depósitos en entidades de crédito e instrumentos derivados (CNMV).

Si observamos su evolución, la inversión en activos españoles presenta su valor máximo en 2008 (16.176 millones de euros) Siguiendo a Luque y Luque (2014), a partir de la crisis financiera (2007-2008), se contrae a una tasa media de variación trimestral equivalente al -1,2%. La causa de esta disminución de la cartera es, principalmente, la caída de valoración de activos, alcanzando su mínimo en 2012, con 11.567 millones de euros. Con la salida de la crisis, la cartera interior experimenta una muy leve recuperación (0,73% en el período 2012-2013, hasta alcanzar los 12.188 millones de euros).

Sin embargo, vemos como, y a diferencia de la recuperación que experimentan las SICAV en cuanto a su número y patrimonio, alcanzando picos en 2015, la cartera interior desciende progresivamente desde 2014, hasta alcanzar mínimos en 2018, con un valor de

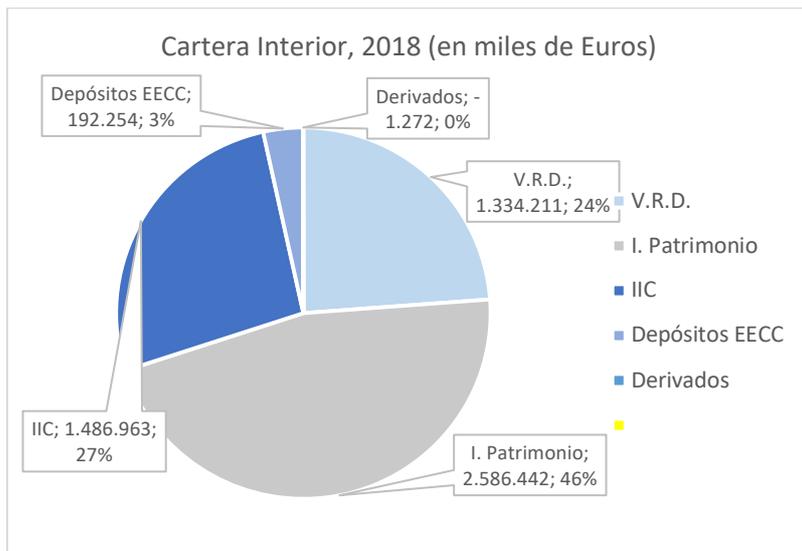
5.640 millones de euros, y un porcentaje sobre el total de la inversión del 17,52% (Funds People, 2019), debido a la falta de confianza en los activos españoles. A continuación, podemos observar una comparativa de los instrumentos que componen la cartera interior de las SICAV, entre el año 2008 y el año 2018:

#### GRÁFICO IV: COMPOSICIÓN DE LA CARTERA INTERIOR (2008)



Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de CNMV, 2019.

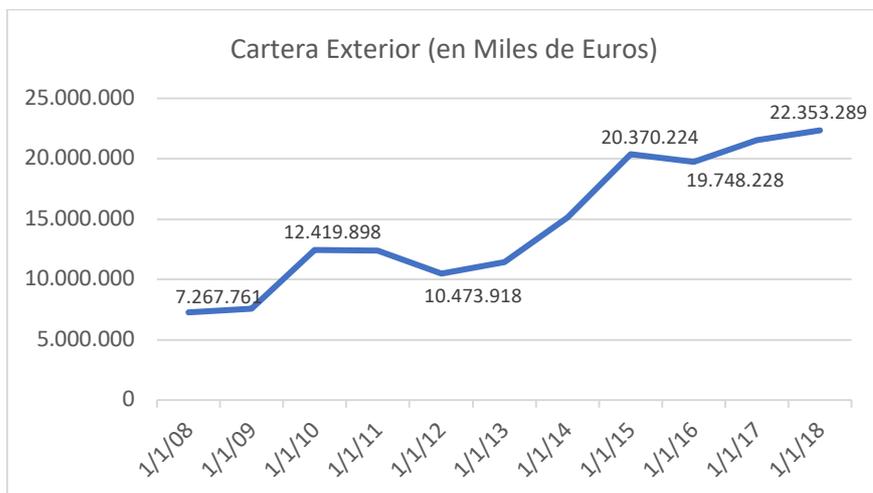
#### GRÁFICO V: COMPOSICIÓN DE LA CARTERA INTERIOR (2018)



Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de CNMV, 2019.

## 5.6 EVOLUCIÓN DE LA CARTERA EXTERIOR

**GRÁFICO VI: EVOLUCIÓN DE LA CARTERA EXTERIOR (2008-2018)**



Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de CNMV, 2019.

La cartera exterior está compuesta, principalmente, e igualmente que la cartera interior, por valores representativos de deuda, instrumentos de patrimonio, inversiones en IIC, depósitos en entidades de crédito e instrumentos derivados (CNMV) si bien, como veremos gráficamente, al cierre de 2018 las SICAV ya no presentan inversiones en depósitos de entidades de crédito.

Como podemos observar, la cartera exterior muestra una tendencia completamente contraria a la cartera interior; las SICAV invierten cada vez con mayor frecuencia en activos financieros extranjeros. Siguiendo a Luque y Luque (2014), la cartera exterior, en el período 2007-2008<sup>4</sup> se contrae a un ritmo del -12,25%, debido a las mismas causas que apuntábamos en el caso de la cartera interior. Prueba de ello es la preferencia por la liquidez de este período, materializada en un incremento del 15,89%. A partir de entonces, sin embargo, crece a un ritmo muy elevado (tasa media de variación trimestral

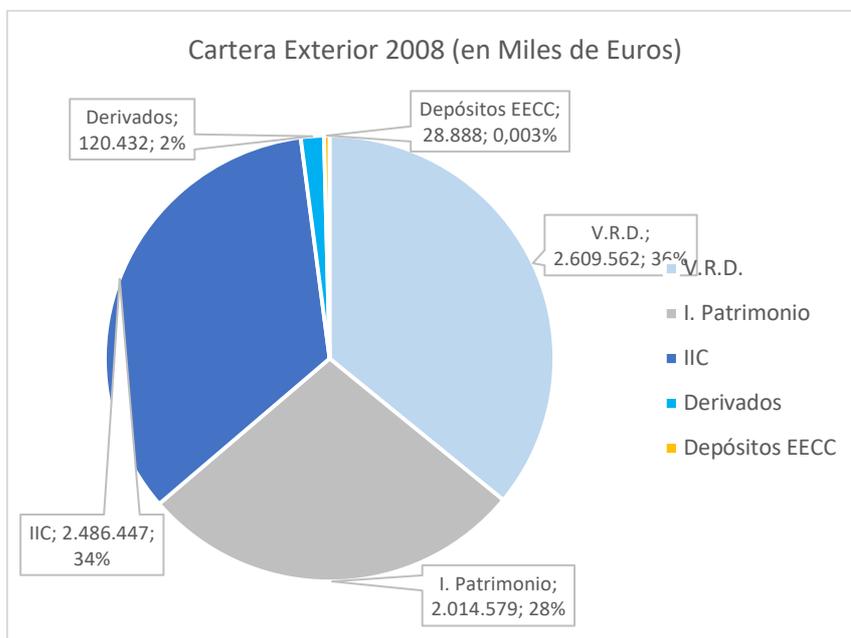
---

<sup>4</sup> No presentamos este período en el gráfico debido a la imposibilidad de obtener dicho rango a partir de las estadísticas de la web corporativa de la CNMV.

del 3,85%, en el período 2009-2014) debido a la preferencia y mayor confianza en activos financieros extranjeros. Salvo un pequeño decrecimiento en el período 2015-2016, donde pasó de 20.370 a 19.748 millones de euros, la cartera exterior ha continuado creciendo hasta alcanzar los 22.353 millones de euros al cierre de 2018, constituyendo el 73,23% de su patrimonio (CNMV).

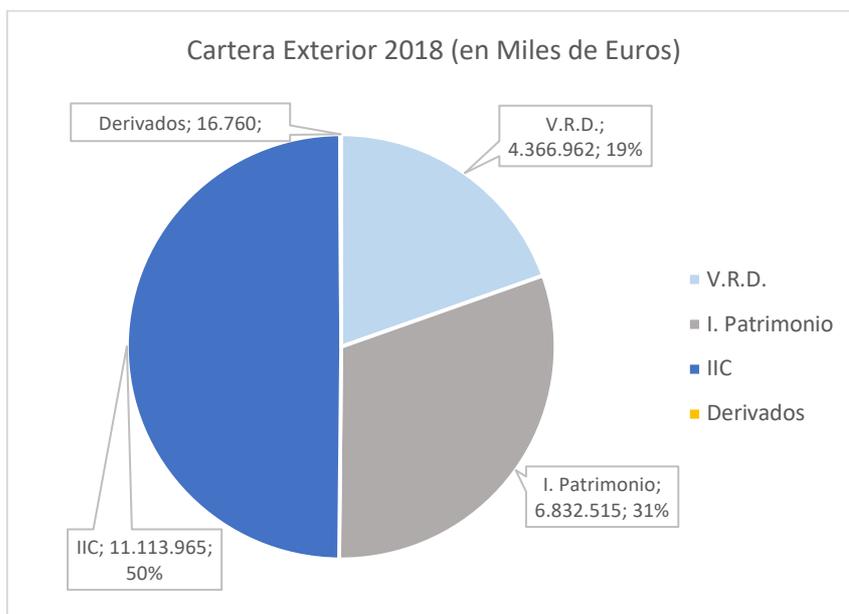
A continuación, podemos observar una comparativa de los instrumentos que componen la cartera exterior de las SICAV, entre el año 2008 y el año 2018:

### GRÁFICO VII COMPOSICIÓN DE LA CARTERA EXTERIOR (2008)



Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de CNMV, 2019.

## GRÁFICO VIII: COMPOSICIÓN DE LA CARTERA EXTERIOR (2018)



Fuente: Elaboración propia. Datos extraídos de CNMV, 2019.

## 6. RENTABILIDAD DE LAS SICAV

De cara a estudiar la actual rentabilidad de las SICAV, hemos extraído, en primer lugar, la rentabilidad de las SICAV más populares en 2018, entendiendo como tal aquellas con más de 500 accionistas. Debido a la imposibilidad de encontrar la rentabilidad media de estas sociedades en las estadísticas publicadas por la CNMV y el carácter privado que ha adquirido Morningstar Direct este último año, hemos utilizado la última publicación pública proporcionada por Morningstar Direct, fechada a 30 de abril de 2018. Consideramos que las variaciones en la rentabilidad hasta finales de 2018 no han sido exponenciales, con la excepción, que detallaremos, de Smart Social SICAV, por lo que podemos utilizar la siguiente tabla para nuestro análisis:

**TABLA III: RENTABILIDAD DE LAS SICAV CON MÁS DE 500 PARTÍCIPES (2018)**

<b>SICAVs ESPAÑOLAS CON MÁS DE 500 PARTÍCIPES</b>						
<b>Nombre</b>	<b>R 1m</b>	<b>R 2018</b>	<b>R 1a</b>	<b>R 3a</b>	<b>Patrimonio</b>	<b>Partícipes</b>
Brunara SICAV	2,7	0,1	1,9	2,0	95.751.625	7.072
Torrenova Inversiones SICAV	0,9	-0,6	-0,7	0,7	1.386.322.979	6.398
Cartera Bellver SICAV	2,1	-0,4	-0,2	1,2	604.990.429	3.915
Lluc Valores SICAV	4,1	0,5	2,0	3,2	269.941.397	1.882
Compañía General de Inversiones SICAV	3,5	4,8	6,6	5,0	15.283.042	1.850
Lierde SICAV	2,3	1,0	5,8	7,6	399.818.346	1.726
Financiera Ponferrada SICAV	1,7	-9,8	-8,3	-14,0	32.163.603	1.326
Global Stock Picking SICAV	-0,8	-2,8	-2,3	N.E.	11.412.859	1.268
Aragón Portfolio SICAV	1,8	-1,2	-1,2	-18,1	3.832.053	1.106
Smart Social SICAV	-1,7	1,3	-1,9	3,1	27.404.911	1.096
Geiser Inversiones 2000 SICAV	0,0	-0,6	-0,1	-0,3	13.711.275	1.028
Inversiones Herrero SICAV	1,1	-0,6	0,9	0,6	14.240.080	972
Gerlocapital SICAV	3,2	-0,5	0,3	3,1	20.448.738	916
Centaurus 2002 SICAV	1,5	0,5	-0,9	0,8	13.498.935	788
Invermay SICAV	1,5	-0,5	1,7	1,1	99.693.713	665
Ajram Capital SICAV	4,1	1,3	-11,7	-2,4	6.989.457	656
Rex Royal Blue SICAV	4,8	0,8	4,9	3,8	71.619.657	602
Medigestión 02 SICAV	1,2	0,2	-1,2	-0,6	44.733.338	597
BBVA Catalana Cartera SICAV	2,8	0,6	1,5	1,0	23.636.347	588
Promocinver SICAV	1,6	0,7	0,4	0,7	65.904.303	561
Élite Renta Fija 1 SICAV	-0,1	-0,6	0,4	1,2	39.353.142	523
Solventis Eos SICAV	2,2	-0,9	2,7	5,2	54.949.423	509

Fuente: Morningstar Direct. Datos correspondientes al 30/04/2018.

A continuación, podemos observar dos tablas, correspondientes a 2017 y 2018, que nos indican las 20 SICAV que han obtenido mayor rentabilidad en dichos períodos, así como sus Sociedades Gestoras:

**TABLA IV: SICAV MÁS RENTABLES EN 2017**

<b>Nombre</b>	<b>Rentabilidad 2017 (%)</b>	<b>Gestora</b>
Revenga Inversiones SICAV	38,6	Mirabaud Asset Management (España) SGIC
Ace Global SICAV	27,12	Urquijo Gestión SGIC
Vifag 2002 SICAV	25,73	BBVA Asset Management SGIC
Munda Valor Investments SICAV	24,5	<a href="#">Tressis Gestión SGIC</a>
Mejorana Inversiones SICAV	23,8	Urquijo Gestión SGIC
Truvi de Inversiones SICAV	22,23	<a href="#">Gesiuris Asset Management SGIC</a>
Agropem de Inversiones SICAV	21,92	Santander Private Banking Gestión SGIC
Inesbra 2001 SICAV	21,27	<a href="#">Bankinter Gestión de Activos SGIC</a>
Pensioninvest Capital SICAV	21	Amundi Iberia SGIC
Idest Inversiones SICAV	20,73	<a href="#">KBL España Asset Management SGIC</a>
Romero Inversiones Mob. SICAV	19,99	Santander Private Banking Gestión SGIC
La Muza Inversiones SICAV	19,33	Urquijo Gestión SGIC
Gesbolsa Inversiones SICAV	19,3	Quadriga Asset Managers SGIC
Valenciana de Valores SICAV	19,08	Quadriga Asset Managers SGIC
Inverplus Actius Mobiliaris SICAV	18,57	UBS Gestión SGIC
Silvertree Capital SICAV	18,51	Amundi Iberia SGIC
Polo Capital SICAV	18,23	Renta 4 Gestora SGIC S.A.
Lierde SICAV	18,17	Urquijo Gestión SGIC
Quinto Real Management SICAV	17,67	Santander Private Banking Gestión SGIC
Eurobolsa Selección SICAV	17,63	<a href="#">Andbank Wealth Management SGIC</a>

Fuente: Elaboración propia. Datos Extraídos de Funds People,, 2017..

**TABLA V: SICAV MÁS RENTABLES EN 2018**

<b>Nombre</b>	<b>Rentabilidad 2018 (%)</b>	<b>Gestora</b>
Smart Social SICAV	15,03	INVERDIS GESTIÓN, S.A., SGIIC
Invercat Actius Mobiliaris SICAV	6,42	GESIURIS ASSET MANAGEMENT, SGIIC, S.A.
PBP Dólar Premium SICAV	5,66	SANTANDER PRIVATE BANKING GESTIÓN, S.A., S.G.I.I.C.
Natbry Inversiones SICAV	5,25	UBS GESTION, S.G.I.I.C., S.A.
Cartera Tofi SICAV	4,38	MARCH ASSET MANAGEMENT, S.G.I.I.C., S.A.U.
Cartera Smart Gestión SICAV	4,2	<a href="#">INVERDIS GESTIÓN, S.A., SGIIC</a>
Vilanova Cartera SICAV	3,84	UBS GESTION, S.G.I.I.C., S.A.
Basil Capital SICAV	3,61	<a href="#">RENDA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A.</a>
Finen Inversiones SICAV	3,58	NOVO BANCO GESTION, SGIIC, S.A.
Izaga Inversiones SICAV	3,46	<a href="#">RENDA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A.</a>
Lago Erie SICAV	3,01	BBVA ASSET MANAGEMENT, S.A., SGIIC
Ursus-3C Valor SIL	2,67	<a href="#">CREDIT SUISSE GESTION, S.G.I.I.C., S.A.</a>
Alpha Capital Markets SICAV	2,66	BNP PARIBAS GESTION DE INVERSIONES, SGIIC, S.A.
Maharani Asset Management SICAV	2,3	<a href="#">GVC GAESCO GESTIÓN, SGIIC, S.A.</a>
Juniperus Sabina Inversiones SICAV	2,18	JPMORGAN GESTION, SGIIC, S.A.
Arca Select SICAV	1,9	<a href="#">URQUIJO GESTION, S.A., S.G.I.I.C., SOCIEDAD UNIPERSONAL</a>
Inversiones Gocal SICAV	1,48	GVC GAESCO GESTIÓN, SGIIC, S.A.
Hertasa Inversiones SICAV	1,3	SANTANDER PRIVATE BANKING GESTIÓN, S.A., S.G.I.I.C.
Nimbus 2002 SICAV	1,2	MIRABAUD ASSET MANAGEMENT (ESPAÑA) S.G.I.I.C., S.A.
Erdac Inversiones SICAV	1,18	SANTANDER PRIVATE BANKING GESTIÓN, S.A., S.G.I.I.C.

Fuente: Elaboración propia. Datos Extraídos de Funds People, 2018.

El difícil momento que atraviesan estas sociedades, debido, como ya hemos apuntado, al cerco del Gobierno, no se manifiesta únicamente en un progresivo descenso de su número y patrimonio; la mala marcha de sus inversiones, materializadas en un rendimiento negativo de 2.314 millones de euros y reembolsos registrados de únicamente 651 millones en 2018 ha provocado también una caída estrepitosa de la rentabilidad; muchas SICAV españolas han apostado por aumentar su cartera exterior, con una gran presencia de la renta variable estadounidense y fondos de inversión con exposición a las grandes bolsas mundiales. Sin embargo, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, la situación política italiana o las negociaciones para la salida del Reino Unido de la Unión Europea han condicionado la economía mundial durante 2018, con su consiguiente impacto negativo sobre las inversiones de las SICAV españolas en su cartera exterior.

Apenas el 1% de las SICAV registradas en España lograron cerrar el año 2018 en positivo. Ello indica que únicamente 35 de las 2.707 sociedades inscritas al cierre del año ganaron dinero. Ello contrasta gravemente con las cifras de rentabilidad media que alcanzaron las SICAV en su período de esplendor de los años 2014-2015 (5,39%). Como podemos observar en la primera tabla, la mayoría de las SICAV presentan rentabilidades negativas. Este dato es, sin duda, alarmante, debido a que estamos ante las SICAV con mayor número de accionistas y de elevado patrimonio. (Expansión). Además, a finales del primer semestre de 2018, la rentabilidad media de las SICAV se situaba por debajo del 0,5%.

El hecho de que haya sido un año difícil en la gestión de activos, no únicamente se materializa en que la mayoría de las SICAV cerraran con pérdidas, sino en la enorme brecha de rentabilidad entre la mejor de 2018 y la mejor de 2017 (Funds People).

Si realizamos una comparativa de las dos tablas, Smart Social SICAV, la más rentable de este último año 2018 (15,03%) está muy lejos de la más rentable de 2017, Revenga Inversiones SICAV (38,6%) y ni si quiera estaría incluida en la lista de las 20 SICAV más rentables de 2017; la lista la cerraba entonces Eurobolsa Selección SICAV (17,63%).

Ante esta difícil situación que experimentan las SICAV en nuestro país, Antonio Fernández, gestor de Smart Social SICAV, explica en una entrevista en Expansión las claves que les ha permitido mantenerse a la vanguardia: reducción de posiciones en cartera hasta el alcance de un 86% de liquidez y compra de acciones de 16 compañías muy líquidas de distintos mercados, pertenecientes a los principales índices de referencia de Europa y Estados Unidos; en el mercado Español mantienen sus inversiones en 7 empresas: Santander, BBVA, Telefónica, Acerinox, Mediaset, Sabadell y Meliá. Al mismo tiempo, Smart Social SICAV ha iniciado coberturas parciales en índices como el Dax o el Eurostoxx y tiene una posición neta bajista en el índice Nasdaq. Finalmente, tiene una posición alcista en el cruce euro frente al dólar.

## **7. PERSPECTIVAS DE FUTURO: PREDICCIÓN PARA LAS SICAV EN 2019**

Basándonos en el informe de 2018 y perspectivas de 2019 sobre las IIC publicado por INVERCO, podemos establecer determinadas predicciones sobre el comportamiento futuro de las SICAV.

En primer lugar, hemos de tener en cuenta los entornos macroeconómico y microeconómico:

En cuanto al entorno macroeconómico, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, la situación política italiana o las negociaciones para la salida del Reino Unido de la Unión Europea han condicionado la economía mundial durante 2018. Ello se ha visto materializado en una gran volatilidad en los mercados financieros durante el año, con importantes correcciones en los índices bursátiles internacionales; por ejemplo, el IBEX 35 y el DAX 30 cerraron el 2018 con caídas del 15% y del 18%, respectivamente. La renta fija también se ha visto perjudicada durante 2018. En la zona euro, tanto los tipos de interés de la deuda emitida por las empresas como las primas de riesgo soberanas han aumentado, con la consiguiente pérdida de valor de los bonos.

De cara al 2019, los avisos del Banco Central Europeo sobre una posible desaceleración del crecimiento en la zona euro han aumentado las expectativas de los mercados sobre un

posible retraso del comienzo de su política de normalización monetaria, con el consiguiente entusiasmo generado en las bolsas mundiales. Sin embargo, ello podría generar matices mucho más negativos si dicha situación se intensifica en el tiempo.

En cuanto al entorno microeconómico, la economía española experimenta un comportamiento positivo por quinto año consecutivo, cerrando 2018 con un crecimiento del 2.5% motivado por el consumo de los hogares, la demanda interna, las condiciones crediticias favorables y la mejora del mercado laboral. El consumo de los hogares españoles se materializa, entre otros, en operaciones de adquisición de activos financieros de IIC, cuyas compras netas acumuladas en 2018 se sitúan en torno a los 11.000 millones de euros. Pese a que las IIC en España presentan flujos positivos en 2018 por sexto año consecutivo, las operaciones van dirigidas, en su mayoría, a Fondos de Inversión y Fondos de Pensiones. Las SICAV continúan su proceso de declive por las razones que ya hemos apuntado: inestable y peligrosa situación política en España para este tipo de sociedades y preferencia por entornos financieros internacionales con condiciones más ventajosas. El número de accionistas en 2018 se ha reducido un 0,9%, desde los 433.892 al cierre de 2017 a los 430.164 al cierre de 2018, y las suscripciones y reembolsos cierran 2018 con una cifra de -1.479 millones de euros.

A raíz de estos factores aquí expuestos, así como de toda la actual situación que experimentan las SICAV y que hemos venido comentando, las perspectivas de 2019 siguen la línea de los últimos años, augurando un empeoramiento de la situación. Es importante destacar que siguen una trayectoria opuesta a las perspectivas para el conjunto de las IIC; los Fondos de Inversión y los Fondos de Pensiones esperan obtener rendimientos positivos, tanto en rentabilidad como en incremento de patrimonio. Así, se espera que, debido a todos los factores que hemos comentado, las SICAV reduzcan su volumen de activos hasta los 25.000 millones de euros, lo que supondría una reducción patrimonial del 11,9%. No obstante, el impacto negativo podría ser mucho mayor si efectivamente se materializan las medidas políticas y fiscales propuestas para las SICAV en los Presupuestos Generales del Estado de 2019.

## 8. CONCLUSIONES

Con el presente trabajo hemos tratado de analizar la situación actual que están experimentando las SICAV en nuestro país. Hemos podido comprobar que este vehículo de inversión se encuentra en profundo declive en España; por tanto, hemos, así mismo, buscado esclarecer las causas que motivan tal depresión, pese a su consideración como un vehículo atractivo de inversión.

En efecto, por un lado, ha quedado demostrado que las SICAV, debido a la capacidad de decisión que poseen los accionistas, la cobertura de sus necesidades de financiación, la extraordinaria liquidez de este tipo de sociedades, la profesionalidad en la gestión y el acceso a una gran variedad de mercados financieros posibilitados por la Sociedad Gestora, la flexibilidad en las estrategias de inversión y, en definitiva, su régimen fiscal, erigen a este tipo de sociedades como vehículos de inversión que gozan de un gran atractivo.

Sin embargo, como hemos podido observar, a pesar de tal atractivo, las SICAV están pasando por una época de profunda crisis en España. Las agresivas medidas políticas propuestas por los diferentes Partidos en relación con estas sociedades, a partir de la campaña de 2016, han sembrado el pánico entre los inversores, quienes, por miedo a su materialización, están abandonando esta forma de inversión, con la consiguiente fuga de capitales al extranjero.

La supresión de este tipo de sociedades, la fijación de una cuota de participación máxima y mínima en el capital o el establecimiento de un período máximo de permanencia para las plusvalías son varias de estas medidas políticas que desincentivan la participación en las SICAV. Sin embargo, la medida que más influencia está teniendo sobre los inversores es la propuesta, incluida en el Proyecto de Ley de los Presupuestos Generales del Estado, de devolver a la Administración Tributaria el control y la supervisión de que las SICAV cumplen con el requisito de estar en manos de auténticos accionistas, y no en manos de “mariachis”. De salir adelante dicha iniciativa, aquellas SICAV que no cumplan con tales requisitos perderán su beneficio fiscal de tributar al 1% y tributarán al tipo del IS (25%).

A raíz de tales causas, las SICAV están protagonizando un éxodo masivo de España hacia legislaciones más favorables. Ello se ha materializado en la gran caída del número de SICAV registradas, de su número de accionistas y de su patrimonio gestionado. Además, las políticas de inversiones elegidas por las SICAV, con una gran preferencia por la cartera exterior, han desembocado en unas rentabilidades extremadamente bajas e, incluso, negativas, pues apenas el 1% de las SICAV han generado rentabilidades positivas este 2018; además, la brecha entre las mayores rentabilidades del pasado año 2017 y el año 2018 resulta especialmente alarmante, presentando abultadas diferencias y un gran detrimento de estas últimas. Finalmente, las predicciones para 2019 auguran un aun más oscuro futuro para las SICAV en España.

Por tanto, podemos concluir que, efectivamente, las SICAV experimentan una época de absoluto declive en nuestro país, cuyas causas hemos podido determinar y demostrar, pese a su consideración como un atractivo vehículo de inversión por sus características económico-financieras y fiscales. Es más, a nuestro juicio, toda esta situación revela que, verdaderamente, son las beneficiosas condiciones fiscales que actualmente poseen las SICAV lo que determina su elección, como método de inversión, frente a sus características económico-financieras. Prueba de ello es, como hemos apuntado, el pánico que está generando la posible subida del tipo impositivo al 25% y la fuga masiva de capitales a legislaciones más laxas. Es por ello por lo que deducimos que, en su mayoría (y por supuesto, no en la totalidad de los casos) los inversores buscan el ahorro tributario, al margen de la inversión colectiva.

## 9. BIBLIOGRAFÍA

- Alcañiz, L. (2014). *Ética de las Finanzas*, *Boletín de Estudios Económicos*, 69 (213), 571.
- Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO). <http://www.inverco.es>; visitado por última vez el 1 de abril de 2019.
- Bayón, P. S., & Vega, L. G. (2018). An outlook on the role of Finance Regulation under the Fourth Industrial Revolution. *Archives of Business Research*, 6(10), 423-434.
- Bolsas y Mercados Españoles (2013). *Mercado Alternativo Bursátil (M.A.B). SICAV: Descripción del modelo de mercado*. [https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/SICAVS/MODELO\\_D E\\_MERCADO\\_MAB\\_SICAV\\_versiónfinal.pdf](https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/SICAVS/MODELO_D E_MERCADO_MAB_SICAV_versiónfinal.pdf); visitado por última vez el 29 de marzo de 2019.
- Calvo Bernardino, A., Parejo Gámir, J.A., Rodríguez Sáiz, L., y Cuervo García, A. (2010). *Manual del Sistema Financiero Español*. Barcelona. Ariel.
- Caño Alonso, J.C. (2004). *Tributación de las instituciones de inversión colectiva y de sus accionistas o partícipes*. Aranzadi.
- Contreras, C. (1993). Un balance de la “guerra de los fondos de inversión”. *Papeles de Economía Española*, 54, pp. 246-267.
- Cozas, J.M. (2011): *Lecciones de derecho bancario y bursátil. Las Instituciones de Inversión Colectiva de Carácter Financiero*. Cuatrecasas.com [https://www.cuatrecasas.com/media\\_repository/docs/esp/las\\_instituciones\\_de\\_in](https://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/las_instituciones_de_in)

- [version colectiva de caracter financiero 187.pdf](#); visitado por última vez el 17 de marzo de 2019.
- El Confidencial: Cotizalia. [https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-01-20/sicav-fiscal-hacienda-cnmv-luxemburgo\\_1768290/](https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-01-20/sicav-fiscal-hacienda-cnmv-luxemburgo_1768290/); visitado por última vez el 21 de marzo de 2017.
  - El Derecho: Memento Fiscal: Parte primera. Impuestos directos. Requisitos para la aplicación del régimen fiscal especial. (6039). <https://online.elderecho.com/seleccionProducto.do?producto=UNIVERSAL&orden=relevancia&universal=liquidez%20sicav#%2FpresentarMemento.do%3Fnrref%3D7dbdbba6%26producto%3DUNIVERSAL%26idFragmento%3DA1956%26marginal%3D6039%26rnd%3D0.7001775182573808%26idConsultaActiva%3D2%26fulltext%3Don>; visitado por última vez el 27 de febrero de 2019.
  - El Economista: Economía. <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/9754132/03/19/Pique-cuelga-las-botas-en-su-sicav-llena-de-mariachis.html>; visitado por última vez el 2 de abril de 2019.
  - El Mundo: Economía. <https://www.elmundo.es/economia/macroeconomia/2018/08/23/5b3d06bc46163f48588b45c7.html>; visitado por última vez el 20 de marzo de 2019.
  - El País: Economía. [https://elpais.com/economia/2018/09/17/actualidad/1537191066\\_796560.html](https://elpais.com/economia/2018/09/17/actualidad/1537191066_796560.html); visitado por última vez el 21 de marzo de 2019.
  - Expansión: Ahorro. <http://www.expansion.com/ahorro/2019/02/02/5c518a4bca47410b2e8b45c3.html>; visitado por última vez el 1 de abril de 2019.

- Funds People: Negocios.  
[https://es.fundspeople.com/search?utf8=√&text\\_free=sicav+rentabilidad;](https://es.fundspeople.com/search?utf8=√&text_free=sicav+rentabilidad;)  
 visitado por última vez el 1 de abril de 2019.
  
- Gambau-Suelves, B. (2016). Ventaja fiscal, mercados financieros y renta media de los top-income: Un análisis de largo plazo sobre el patrimonio de las SICAV. Universidad de Zaragoza.
  
- Inversión & Finanzas: Economía.  
<http://www.finanzas.com/noticias/economia/20190130/supervision-hacienda-sicavs-cnmv-3983731.html>; visitado por última vez el 25 de marzo de 2019.
  
- Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso de la productividad.
  
- Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades. «BOE» núm. 288, de 28/11/2014. «BOE» núm. 277, de 19/11/2005.
  
- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. «BOE» núm. 265, de 05/11/2003.
  
- Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio. «BOE» núm. 285, de 29/11/2006.
  
- Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. «BOE» núm. 310, de 27/11/1984.

- Luque, V.A. & Luque, M.A. (2014). *A vueltas con las SICAV. Reflexiones críticas desde el punto de vista económico-tributario*. Papeles de Europa, Vol. 27,1-17.
  
- Manchado Pérez, B. (2017). *Análisis económico de las SICAV en España: valor liquidativo y cotización*. Universidad Complutense de Madrid: Tesis doctoral.
  
- Martín Seco, J.F.: *Economía, mentiras y trampas*. Península, 2012, pp. 236-241.
  
- Morningstar: <http://www.morningstar.es/es/news/164886/enero-2018-rentabilidad-de-las-sicavs-más-populares.aspx>; visitado por última vez el 1 de abril de 2019.
  
- Nazir Alonso, Yawar (1999): *Fiscalidad de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria*. Valladolid: Lex Nova.
  
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. «BOE» núm. 161, de 03/07/2010.
  
- Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública. «BOE» núm. 62, de 14/03/2005.
  
- Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. «BOE» núm. 173, de 20/07/2012.
  
- Sanz Bayón, Pablo and Vega, Luis Garvía, *Automated Investment Advice: Legal Challenges and Regulatory Questions* (2018). *Banking & Financial Services Policy Report*, Volume 37, Number 3, March 2018, pp. 1-11. ISSN: 1530-499X.

SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3226651>; visitado por última vez el 28 de marzo de 2019.

- Tapia Hermida, A. J. (1998). *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*. Madrid: Dykinson.
- Uría, F. (2007). *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*. Madrid: LA LEY.

## 10. ANEXOS

### ANEXO I: TABLA COMPARATIVA DE LA TRIBUTACIÓN DE ICC EN EUROPA



inverco

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones

País	Tributación de la IIC en el Impuesto sobre Sociedades	Patrimonio IIC	% sobre total IIC Europa
		(€ miles de millones)	
Luxemburgo	Exención. En su lugar se establece una tasa sobre los activos netos del Fondo que oscila entre el 0,01% y el 0,05% anual.	2.643	32,88%
Francia	Exención	1.146	14,26%
Irlanda	Exención	1274	15,85%
Reino Unido	En principio, tributa la IIC a un tipo reducido (20%), pero sólo por intereses y dividendos, las plusvalías están exentas. Además, las reglas para evitar la tributación en cascada determinan que, en la práctica, haya una <b>exención</b> .	995	12,38%
Alemania	Exención	296	3,68%
Suiza	Exención	342	4,25%
Suecia	Exención	320	3,98%
Italia	Exención	202	2,51%
Austria	Exención	83	1,03%
Bélgica	Exención para los vehículos con formato Fondo. Las sociedades, en principio tributan al 33,99%, pero las reglas de aplicación del tributo específicas para las SICAV determinan una exención en la práctica.	101	1,26%
Dinamarca	Exención	100	1,24%
Holanda	Sujetos, pero al tipo del 0%, si reparten sus ingresos por intereses y dividendos en los ocho meses siguientes al cierre del ejercicio. Las plusvalías realizadas no tributan en sede de la IIC.	60	0,75%
Finlandia	Exención	71	0,88%
Liechtenstein	Exención	25	0,31%
Polonia	Exención	22	0,27%
Turquía	En principio, sus ingresos están exentos de impuesto, pero sujetos a una retención, cuyo porcentaje determina el Consejo de Ministros y que puede oscilar entre el 0% y el 20%. Actualmente está establecido en el <b>0%</b> (Council of Ministers Decree 2009/14594).	13	0,16%
Hungría	Exención	11	0,14%
Grecia	Exención. En su lugar se establece una tasa sobre los activos del Fondo, referenciada al tipo de interés del BCE, y que actualmente oscila entre 0,325% (para Fondos de Renta Fija) y el 1,075% (para Fondos de Renta Variable).	5	0,06%
Malta	Sólo están sujetos a IS (a un tipo variable de entre el 10% y el 35% según la naturaleza de los ingresos) los Fondos autorizados en Malta que inviertan al menos el 85% de su patrimonio en activos situados en Malta. El resto está <b>exento</b> .	3	0,04%
<b>Patrimonio total IIC con exención en el Impuesto sobre Sociedades</b>		<b>7.712</b>	<b>95,94%</b>
España	1%	226	2,81%
Noruega	28% (pero en los Fondos de acciones, las plusvalías están exentas)	92	1,14%
Portugal	Entre el 10% y el 25%, dependiendo del tipo de ingreso	8	0,10%
<b>Patrimonio total IIC con tributación en el Impuesto sobre Sociedades</b>		<b>326</b>	<b>4,06%</b>
<b>Patrimonio total IIC Europa (miles de millones €)</b>		<b>8.038</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: INVERCO, 2019.

**ANEXO II: EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE SICAV REGISTRADAS Y DE SU PATRIMONIO (1993-2018)**

<b>Año</b>	<b>Nº de SICAV registradas</b>	<b>Patrimonio (en miles de euros)</b>
1993	28	-
1994	36	467.485
1995	49	530.201
1996	55	685.220
1997	89	1.535.346
1998	193	3.928.281
1999	549	6.524.616
2000	1.212	11.933.751
2001	1.794	14.120.052
2002	2.379	16.546.484
2003	2.798	18.291.514
2004	2.959	21.440.113
2005	3.040	25.117.987
2006	3.105	27.653.290
2007	3.217	32.791.716
2008	3.365	28.415.264
2009	3.294	24.791.453
2010	3.195	25.602.566
2011	3.077	26.095.380
2012	3.025	23.473.918
2013	2.991	24.771.139
2014	3.114	30.210.296
2015	3.308	34.397.134
2016	3.344	31.869.486
2017	2.990	31.852.924
2018	2.763	30.831.652

Fuente: Elaboración propia: Datos Extraídos de CNMV, 2019.

**ANEXO III: EVOLUCIÓN DE LA CARTERA INTERIOR Y LA CARTERA EXTERIOR (2008-2018)**

<b>Año</b>	<b>Cartera Interior (en miles de euros)</b>	<b>Cartera Exterior (en miles de euros)</b>
2008	16.176.331	7.267.761
2009	13.514.335	7.582.998
2010	12.880.135	12.419.898
2011	12.385.321	12.391.911
2012	11.567.957	10.473.918
2013	12.118.868	11.446.148
2014	11.063.680	15.137.874
2015	9.424.436	20.370.224
2016	7.707.091	19.748.228
2017	5.640.417	21.556.700
2018	6.229.443	22.353.289

*Fuente: Elaboración propia: Datos extraídos de CNMV, 2019.*