



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

# **SICAVS**

## **Atractivo financiero y evolución**

Autor: Juan Carlos Santos Ortega

Director: María Coronado Vaca

Madrid  
Marzo 2015

Juan Carlos  
Santos  
Ortega

**SICAVS.  
Atractivo  
financiero y  
evolución**



## ÍNDICE DE TEMAS

---

<b>1. INTRODUCCIÓN.</b>	<b>7</b>
1.a) Estado de la cuestión.	7
1.b) Objetivos.	8
1.c) Metodología.	9
1.d) Estructura.	10
<b>2. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.</b>	<b>11</b>
<b>2.1. CONCEPTO.</b>	<b>11</b>
<b>2.2. MODALIDADES DE IIC.</b>	<b>14</b>
<b>2.2.1. Fondos de Inversión</b>	<b>15</b>
<b>3. LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN DE CAPITAL VARIABLE.</b>	<b>18</b>
<b>3.1. DESCRIPCIÓN.</b>	<b>18</b>
<b>3.2. POLÉMICA HISTÓRICA.</b>	<b>19</b>
<b>3.3. ACTUALIDAD.</b>	<b>21</b>
<b>3.4. REGULACIÓN LEGAL.</b>	<b>24</b>
<b>4. CARACTERÍSTICAS. Funcionamiento y Constitución.</b>	<b>25</b>
<b>4.1. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS.</b>	<b>25</b>
<b>4.2. FUNCIONAMIENTO.</b>	<b>29</b>
<b>4.2.1. Procedimientos para dotar liquidez a las acciones.</b>	<b>29</b>
<b>4.2.2. Modalidad de negociación de las acciones.</b>	<b>30</b>

<b>4.2.3. Restricciones a la inversión.</b>	<b>33</b>
<b>4.3. PROCESO DE CONSTITUCIÓN.</b>	<b>34</b>
<b>5. ATRACTIVO DE LAS SICAVS. Ventajas.</b>	<b>35</b>
<b>5.1. VENTAJAS FISCALES.</b>	<b>35</b>
<b>5.2. VENTAJAS FINANCIERAS.</b>	<b>39</b>
<b>6. EVOLUCIÓN DE LAS SICAVS. Análisis económico-financiero.</b>	<b>43</b>
<b>6.1. EVOLUCIÓN TEMPORAL.</b>	<b>43</b>
<b>6.1.1. Evolución del número de instituciones.</b>	<b>43</b>
<b>6.1.2. Evolución del número de accionistas.</b>	<b>44</b>
<b>6.1.3. Evolución del patrimonio social.</b>	<b>46</b>
<b>6.2. DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO. Evolución de la Cartera.</b>	<b>47</b>
<b>6.2.1. Cartera Interior</b>	<b>47</b>
<b>6.2.2. Cartera Exterior.</b>	<b>53</b>
<b>6.2.3. Conclusión.</b>	<b>59</b>
<b>6.3. RENTABILIDAD.</b>	<b>61</b>
<b>7. COMPARATIVA CON FONDOS DE INVERSIÓN.</b>	<b>65</b>
<b>8. CONCLUSIÓN.</b>	<b>71</b>
<b>9. BIBLIOGRAFÍA.</b>	<b>73</b>
<b>10. ANEXOS.</b>	<b>76</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

---

<b>Gráfico 6.1.</b> Evolución número de SICAVs registradas	<b>43</b>
<b>Gráfico 6.2.</b> Evolución número de accionistas	<b>44</b>
<b>Gráfico 6.3.</b> Evolución Patrimonio Neto	<b>46</b>
<b>Gráfico 6.4.</b> Evolución Cartera Interior	<b>47</b>
<b>Gráfico 6.4.a)</b> Valores representativos de deuda	<b>49</b>
<b>Gráfico 6.4.b)</b> Instrumentos de Patrimonio	<b>49</b>
<b>Gráfico 6.4.c)</b> Instituciones de Inversión Colectiva	<b>50</b>
<b>Gráfico 6.4.d)</b> Depósitos en Entidades de Crédito	<b>50</b>
<b>Gráfico 6.4.e)</b> Derivados	<b>51</b>
<b>Gráfico 6.5.</b> Composición Cartera Interior 2008	<b>52</b>
<b>Gráfico 6.6.</b> Composición Cartera Interior 2014	<b>52</b>
<b>Gráfico 6.7.</b> Evolución Cartera Exterior	<b>53</b>
<b>Gráfico 6.7.a)</b> Valores representativos de deuda	<b>55</b>
<b>Gráfico 6.7.b)</b> Instrumentos de Patrimonio	<b>56</b>
<b>Gráfico 6.7.c)</b> Instituciones de Inversión Colectiva	<b>56</b>
<b>Gráfico 6.7.d)</b> Depósitos en Entidades de Crédito	<b>57</b>
<b>Gráfico 6.7.e)</b> Derivados	<b>57</b>
<b>Gráfico 6.8.</b> Composición Cartera Exterior 2008	<b>58</b>

<b>Gráfico 6.9.</b> Composición Cartera Exterior 2014	<b>58</b>
<b>Gráfico 6.10.</b> Evolución Cartera Interior-Exterior	<b>59</b>
<b>Gráfico 6.11.</b> Composición Cartera Total 2008-2014	<b>60</b>
<b>Gráfico 6.12.</b> Rentabilidad histórica SICAVs	<b>63</b>
<b>Gráfico 7.1.</b> Patrimonio invertido F.I.-SICAVs	<b>66</b>
<b>Gráfico 7.2.</b> Actualidad IIC en España	<b>67</b>
<b>Gráfico 7.3.</b> Rentabilidad histórica F.I.-SICAVs	<b>68</b>

## *ÍNDICE DE TABLAS*

---

<b>Tabla 3.1.</b> Ranking mejores SICAVs 2014	<b>23</b>
<b>Tabla 4.1.</b> Modalidad de negociación de acciones a V.L.	<b>33</b>
<b>Tabla 6.1.</b> SICAVs más populares 2014	<b>62</b>
<b>Tabla 6.2.</b> Ranking mejores SGIIC 2014	<b>64</b>
<b>Tabla 7.1.</b> Comparativa F.I.- SICAVs	<b>65</b>
<b>Tabla 7.2.</b> Rentabilidad histórica Fondos de Inversión.	<b>68</b>
<b>Tabla 10.1.</b> Evolución nº SICAVs, accionistas y patrimonio.	<b>76</b>
<b>Tabla 10.2.</b> Evolución Cartera Exterior, Interior y Tesorería.	<b>76</b>
<b>Tabla 10.3.</b> Rentabilidad histórica SICAVs.	<b>77</b>
<b>Tabla 10.4.</b> Evolución Patrimonio Fondos de Inversión.	<b>78</b>
<b>Tabla 10.5.</b> División del Patrimonio IIC 2014	<b>78</b>

## **RESUMEN**

Este trabajo de investigación analiza el atractivo actual de las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAVs) en España. Con él se pretende desmentir la leyenda de que estas Instituciones de Inversión Colectiva son un instrumento financiero que utilizan las grandes fortunas españolas para eludir el pago de impuestos. A la vez y de forma principal, se marca como objetivo de analizar el producto en sí mismo considerado, para llegar a motivar que, su auge actual se debe al gran atractivo financiero que presenta para los inversores, frente a las demás formas de inversión colectiva. De este modo, mediante un breve repaso a la historia de estas sociedades y a través del análisis de su evolución económico-financiera en la última década en nuestro país, podemos afirmar que, en un principio, sí es posible apreciar que pudieron ser utilizadas por las grandes fortunas como instrumentos para eludir impuestos, como lo demuestra la caída en 2011 del patrimonio invertido en estas instituciones y la reducción de su cartera exterior, tras la aprobación por el Gobierno de un nuevo régimen fiscal en 2010, que regularizó los abusos para los que se venían utilizando las SICAVs. No obstante, en los años siguientes sufrieron una gran recuperación económica, hasta alcanzar el momento de éxito en el que se encuentran en la actualidad, gracias a su gran atractivo fiscal y financiero -especial referencia a su alta rentabilidad-. Llegaremos a concluir que, aunque en un principio estas instituciones fueran creadas con el fin de favorecer a las grandes fortunas españolas, lo que las sometió justificadamente a una enorme presión social e impopularidad durante años, hoy en día se trata de la institución de inversión colectiva más atractiva de nuestro país, incluso en mayor medida que su gran “competidor” los Fondos de Inversión, al tratarse del instrumento que mejor recoge los beneficios de ambas formas de inversión: la individual y la colectiva.

## **PALABRAS CLAVE:**

Sociedad Inversión de Capital Variable, Institución de Inversión Colectiva, IIC, atractivo financiero, régimen fiscal, evolución económico-financiera, actualidad.

## **SUMMARY**

This research project analyzes the current attractiveness of Investment Companies of Variable Capital (SICAVs) in Spain. With this project we have tried to deny the urban legend which supports that this kind of investment companies are still the perfect instrument used by the Spanish large fortunes in order to evade taxes or to be taxed at a reduced rate (which have injured these institutions with years of social pressures), and try to demonstrate that the main reason of these companies's success nowadays is their high financial attractiveness. Through a short analysis of the history of these companies in Spain, its theoretical framework and their financial and patrimonial evolution in the last decade, this work reveals that, at first, these companies were used by the great fortunes to evade taxes (as the reduction of their investment portfolios in 2011 reflects), but with the endorsement of the new tax system in 2010 the previous unfair situation was regularized, and in the next years these companies suffered an economic recovery until they have reached its today's financial boom. Therefore, basing on the results of our analysis, we are able to conclude that SICAVs are currently the most attractive investment instrument in our country, much more than the successful and popular I.F., with the same fiscal advantages, a higher profitability and resulting the best way to combine the benefits of both kind of investment: individual and collective.

## **KEYWORDS.**

SICAVs, Investment Companies of Variable Capital, IIC, Collective Investment Institutions, financial attractiveness, profitability, fiscal system, financial-patrimonial evolution, current situation.

## **1. INTRODUCCIÓN.**

El sistema financiero español está formado por un conjunto de mercados e instituciones financieras cuya función básica radica en la canalización del ahorro generado hacia la inversión productiva. Este sistema, en su intento de dar la mejor respuesta posible a los nuevos retos que aparecen con la evolución de la sociedad y su cultura financiera, y en su continua búsqueda de un desarrollo económico sostenible, ha terminado por convertirse en un sistema muy complejo, compuesto por mercados que facilitan la negociación de los distintos instrumentos financieros, así como por instituciones que desempeñan funciones de gestión y cobertura de riesgos, dotación de liquidez, transformación de activos y otras relacionadas con la intermediación.

Dentro de este sistema nos encontraríamos con las Instituciones de Inversión Colectiva, las cuales tienen un papel muy importante en la actualidad, ya que canalizan el ahorro de los inversores, mediante una gestión e inversión profesional en bienes, valores u otros instrumentos -financieros o no-, gran parte de ellos inaccesibles a través de la inversión individual, a un menor coste -gracias a las economías de escala-, y que generan una rentabilidad para inversor en función de los resultados colectivos.

Y es en esta industria de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) donde se sitúan las sociedades de inversión objeto de nuestro trabajo: las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV).

Estas SICAVs son una modalidad de Instituciones de Inversión Colectiva y, a diferencia del resto de IIC, han estado sometidas en nuestro país a continuas presiones sociales durante años, al entender la gran mayoría que se trataban de “instrumentos que utilizaban los ricos para no pagar impuestos”. Es cierto que, en un principio, estas sociedades fueron creadas con el objetivo de favorecer a las grandes fortunas españolas, ya que existían razones político-económicas de peso que pudieron justificar su existencia, principalmente evitar la fuga de capitales al exterior, pero también es cierto que durante años se utilizaron de manera abusiva.

Sin embargo, con la aprobación del nuevo régimen fiscal de estas instituciones por el Gobierno en 2010, y su posterior entrada en vigor en 2011, se regularizó esta situación

anterior y las SICAVs pasaron a tener las mismas ventajas fiscales que el resto de IIC, incluidos los Fondos de Inversión.

Aún con todo, estas sociedades han sido capaces de sobreponerse, no sólo a la impopularidad a la que se han visto sometidas durante años, sino también a la gran crisis económico-financiera que ha afectado gravemente a nuestro país en los últimos años, hasta llegar a alcanzar hoy en día su gran momento de auge, cerrando 2014 con extraordinarias rentabilidades y con las expectativas de superar todos los registros (número de instituciones, accionistas...) en este 2015.

Por lo tanto, mediante nuestro estudio, trataremos de poner fin a este continuo debate que han suscitado las SICAVs en el pueblo español, y llegar a motivar que, su auge actual se debe al gran atractivo financiero que presenta para los inversores. De este modo, explicaremos qué son, cómo funcionan, su atractivo fiscal y financiero, y por último, analizaremos su evolución hasta nuestros días, a fin de entender el momento de éxito que viven en la actualidad.

En concreto, los **objetivos (b)** a conseguir con este trabajo de investigación son:

En primer lugar, aportar una base suficiente de conocimiento de las SICAVs y su contexto financiero, esto es, lograr una comprensión clara y correcta del concepto y funcionamiento de estas formas de inversión, y de su posición en el entorno que les rodea, como modalidad de Institución de Inversión Colectiva -concepto, clases y Fondos de Inversión-.

En segundo lugar, justificar la procedencia de la impopularidad a la que han estado sometidas estas sociedades, analizando su creación, historia, antiguo régimen fiscal, utilización en los primeros años de manera abusiva por las grandes fortunas españolas, y el final de esta situación con la nueva regulación fiscal aprobada en 2010, así como su evolución económico-financiera en aquellos años.

En tercer lugar, explicar la recuperación económica que han vivido estas sociedades hasta alcanzar su momento de esplendor actual, mediante una evolución económico-financiera de su número de instituciones, de sus accionistas, del patrimonio invertido en ellas, de la composición de su cartera interior y exterior, y de su rentabilidad,

destacando su capacidad para sobreponerse a las continuas presiones sociales y a la profunda crisis del sistema financiero español.

En cuarto lugar, analizar y demostrar el gran atractivo fiscal y financiero del que gozan estas sociedades. En concreto haremos principal hincapié en el segundo, el motor principal de la recuperación económica que han vivido las SICAVs, con una atención especial a las altas rentabilidades que ofrecen.

Para concluir, demostrar que estas sociedades no sólo son iguales de atractivas y “correctas” que otras instituciones de inversión colectiva que gozan de una mayor popularidad y aceptación en nuestro país, como los Fondos de Inversión, sino que lo son aún más, con mayores rentabilidades y aunando de mejor forma los beneficios que aportan, por su lado, la inversión individual y la colectiva.

De esta manera, a fin de lograr los objetivos propuestos, utilizaremos la siguiente **metodología (c)**:

Por un lado, para tratar de aportar el marco teórico requerido por los objetivos -especialmente los puntos primero, segundo y cuarto-, utilizaremos manuales financieros, artículos de revistas, prensa especializada y demás publicaciones de profesionales del sector e, informes y publicaciones emitidos por la Comisión Nacional de Valores (CNMV) y la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO).

Por otro lado, para analizar la evolución económica-financiera de las SICAVs, así como su gran atractivo financiero -especialmente su rentabilidad-, utilizaremos una metodología puramente deductiva, mediante el análisis de gráficas y tablas creadas a partir de los datos publicados por la CNMV, en concreto, los folletos informativos de las SICAVs más populares (que muestran los Datos Fundamentales para el Inversor, DFI) y los informes trimestrales y anuales referentes a la situación y evolución de las IIC -disponibles en su página web-; informes trimestrales y anuales de la evolución de las IIC publicados por INVERCO; informes publicados por “Morningstar” y, datos recogidos por prensa especializada en el sector financiero, como serían Expansión, ElEconomista o El Confidencial, entre otras.

Hemos de señalar que nos ha sido muy complicado -o directamente imposible- encontrar numerosos datos en los informes publicados por la CNMV, a pesar de la transparencia de la que presume esta institución, incluso contactando de manera directa con ellos. Por lo tanto, en el caso concreto del análisis de la rentabilidad histórica de las SICAVs, hemos realizado nuestras propias aproximaciones, basándonos fundamentalmente en los DFI proporcionados por las SICAVs más importantes de nuestro país, a fin de mostrar de la mejor manera posible esta evolución.

Finalmente, hemos **estructurado (d)** nuestro trabajo de la siguiente forma:

Una primera parte, puramente teórica, que contendrá:

- Introducción a las Instituciones de Inversión Colectiva en España, en general. Concepto, características principales y modalidades.
- Explicación de las modalidades de IIC más importantes, a parte de las SICAVs. Breve acercamiento a los Fondos de Inversión.

Una segunda parte, también teórica, que vendrá constituida por:

- Análisis teórico de las SICAVs: concepto, polémica histórica, actualidad, características, régimen legal, funcionamiento y constitución.
- Descripción del atractivo de estas sociedades. Ventajas fiscales propias de las IIC, y principalmente, sus singulares y atractivas ventajas financieras.

Por último, y una vez proporcionado el conocimiento necesario de su marco teórico, una tercera parte teórico-práctica, que analiza la evolución económico-financiera de estas sociedades:

- Análisis económico-financiero de la evolución de estas sociedades en nuestro país, hasta el auge actual.
- Profundización en análisis económico-financiero de la rentabilidad histórica de estas SICAVs.
- Comparativa con los Fondos de Inversión.

## **2. LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA**

### **2.1. Concepto:**

Las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), según la definición recogida el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (RD 1082/2012), son aquellas instituciones que “tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos públicos para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumento, financieros o no, estableciéndose el rendimiento del inversor en función de los resultados colectivos.”

Por tanto, podemos identificar tres elementos que caracterizan a estas IIC: (1) la captación de fondos, bienes o derechos del público, (2) finalidad de gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, y (3) el rendimiento obtenido será atribuido a los inversores en función de los resultados colectivos.

Atendiendo a su naturaleza jurídica, hemos de señalar que estas instituciones pueden tomar dos formas jurídicas distintas:

Por un lado, de fondo, conocidos como fondos de inversión, es un patrimonio colectivo sin personalidad jurídica, por lo que necesitará de un representante legal que se encargue de su administración, esto es, una Gestora (concretamente una Sociedad Gestora de IIC, a partir de ahora SGIIC), y de un Depositario de los valores representativos del patrimonio. Las participaciones, consideradas valores negociables, son suscritas por los partícipes y son de iguales características, aunque pueden existir distintas clases. Estos fondos son la principal y más numerosa modalidad de IIC.

Por otro lado, de sociedades de inversión, que adoptan la forma de sociedad anónima, por lo que se regulan por el régimen jurídico general -recogido por la Ley de Sociedades de Capital (LSC)- y, en este caso, por un régimen especial, que recoge la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (Ley 35/2003). Estas sociedades, como sucede en el régimen general, la componen accionistas o inversores que adquieren una parte alícuota del capital social de la sociedad, y tienen como objeto social el descrito inicialmente para las IIC. Cuando así lo prevean sus estatutos sociales, la Junta General

de Accionistas 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 SGIIC o a una o varias entidades habilitadas para realizar en España el servicio de inversión previsto en el artículo 63.1.d) de la Ley 24/1988, de 28 de Julio del Mercado de Valores.

Así, y concluyendo con la perspectiva jurídica de estas instituciones, su régimen jurídico en España quedaría compuesto por cinco normas.

- Ley de Mercado de Valores (Ley 24/1988).
- Directiva de Instituciones de Inversión Colectiva.
- Directiva de activos aptos para Instituciones de Inversión Colectiva.
- Ley 35/2003, de 4 de Noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (R.D. 1082/2012).

Dejando atrás el marco jurídico de las IIC, y centrándonos en su fundamento económico, las IIC son instrumentos diseñados para una eficaz canalización del ahorro hacia los mercados financieros, acompañada de una mejora de liquidez de los mismos.

Además, más concretamente, las IIC permiten diversificar la cartera del inversor de manera eficiente pues éste tiene acceso a mercados que en muchos casos no estarían a su alcance si invirtiese de forma individual y a un menor coste al aprovecharse de las economías de escala. Por tanto, la finalidad principal de estas instituciones es clara: proteger y favorecer a los inversores menos informados y maximizar su rentabilidad y reducir el riesgo.

De este modo, las IIC realizarán sus inversiones teniendo en cuenta tres principios: la liquidez (deben mantener su coeficiente mínimo de liquidez del 3% de su patrimonio); la diversificación del riesgo, y la transparencia (las IIC deben reflejar su perfil inversor en sus instrumentos informativos que presentan a los inversores, el folleto concretamente).

Para una mayor seguridad, las IIC son supervisadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Es más, para poder constituirse como tales, deberán obtener de ésta la autorización previa del proyecto de constitución y, posteriormente,

registrarse en el registro de dicha entidad, así como remitirle mensualmente la información requerida.

En general, la gestión de la cartera de estas instituciones la realiza una entidad especializada en la gestión de carteras -que por lo general serán gestoras de las entidades de crédito-, que será la encargada de seleccionar los valores que formarán parte de la misma y gestionarlos de forma profesional, todo ello a cambio de una comisión. Las IIC también, a su modo, contribuyen a la financiación de la economía productiva (emisión de renta fija y variable) y de los déficit públicos.

Hay que mencionar que las IIC no sólo gozan de grandes ventajas a la hora de invertir, sino que también gozan de un régimen fiscal especial muy favorable. Régimen fiscal que ha sido objeto de controversia en nuestro país durante años, y que hacen estas instituciones más atractivas aún, si cabe.

Por lo tanto, no es de extrañar que este tipo de instituciones hayan alcanzado un gran éxito en todos los países que cuentan con esta fórmula de inversión. En España este tipo de inversión alcanzó su pico más alto en 2005, representando un 33,7% de nuestro Producto Interior Bruto (PIB).

Hoy en día, a pesar de las fluctuaciones de los mercados -principalmente la gran crisis económico-financiera por la que ha pasado nuestro país, en la que llegó a representar a un 18,8% del PIB en 2011- y de las sucesivas reformas fiscales, las IIC han recuperado su atractivo como destino preferente del ahorro familiar, hasta representar en 2014 un un 30.1% del PIB, por lo que podemos afirmar que se trata ya de un mercado maduro y preparado para afrontar nuevos retos y renovarse continuamente (ver Gráfico 7.2., “Composición actual IIC”).

En conclusión, desde un punto de vista económico, las IIC contribuyen a mejorar la eficiencia global del sistema financiero, de ahí que se presenten como uno de los principales sujetos inversores del mercado.

## 2.2. Modalidades de Institución de Inversión Colectiva.

Dentro de las IIC podemos encontrar distintas modalidades. Su clasificación más usual es en atención a sus inversiones, dependiendo si éstas son de carácter financiero o no:

**a) IIC de carácter no financiero:** son aquellas que tienen por objeto la inversión en activos e instrumentos no financieros. A su vez, nos encontramos con:

-IIC Inmobiliarias: Son las IIC no financieras más habituales. Su objeto principal es la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y/o venta. En atención a su forma jurídica se dividen en Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) o Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII).

-Otras IIC no financieras: La Ley de IIC recoge la posibilidad de crear IIC no financieras distintas a las Inmobiliarias. Actualmente existen determinados fondos de inversión ecológicos y otros fondos en activos no financieros.

**b) IIC de carácter financiero:** Son en estas IIC en las que nos vamos a centrar, ya uno de sus tipos es el objeto de nuestro estudio. Serían aquellas que tienen por objeto la inversión en activos e instrumentos financieros. Dentro de estas IIC existen distintas modalidades:

-Fondos de Inversión Financiera: Estos fondos, a cuya naturaleza jurídica nos hemos referido anteriormente, son los que se conocen comúnmente como “fondos de inversión” (FI). Los explicaremos en el punto 2.2.1 con mayor detalle.

-Sociedad de Inversión de Capital Variable (SICAV): Estas sociedades son el objeto del presente estudio, las analizaremos en el apartado II.

-Hedge Funds o IIC de Inversión Libre (IICIL): Estas IIC tienen amplia flexibilidad inversora y se destinan a inversores que, por su mayor experiencia o formación financiera, precisan menor protección.

- IIC de IIC Inversión Libre (IICIICIL) o IIC de Hedge Funds: Son IIC que invierten al menos el 60% de su patrimonio en IICIL, sin poder concentrar más del 10% del patrimonio en una única IICIL, y pueden acceder a ellos pequeños inversores.

- IIC principal y subordinada: La IIC subordinada debe invertir, al menos, el 85% de su patrimonio en otra IIC, que se denomina IIC principal. La creación de este tipo de estructuras puede ser transfronteriza a nivel europeo y su regulación abarca múltiples aspectos. La IIC principal será aquella que: a) tenga entre sus partícipes o accionistas al menos una IIC subordinada; b) no sea una IIC subordinada y, c) no posea acciones ni participaciones en una IIC subordinada.

- IIC que invierten mayoritariamente en otras IIC. Su propio nombre la define.

- IIC, con objeto de desarrollar una política de inversión que replique, reproduzca o tome como referencia un índice. Su objetivo es replicar, reproducir o tomar como referencia un índice bursátil o de renta fija que sea representativo de uno o varios mercados, o de valores negociados en ellos. Tanto el índice como los mercados han de reunir ciertas condiciones.

### **2.2.1. Fondos de Inversión.**

La definición de fondos de inversión viene recogida en el artículo 3 de la Ley 35/2003 de las IIC, que reza:

“1. 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.”

En este caso nos vamos a referir a los fondos de inversión cuyo objeto es la inversión en bienes, derechos, valores u otros instrumentos de carácter financieros. Estos, al ser los más comunes, son los conocidos como “fondos de inversión”(FI), sin más especificación.

Estos fondos de inversión financieros, son considerados patrimonios que agrupan el ahorro de una pluralidad de inversores particulares con el objetivo de adquirir, administrar y enajenar activos financiero, proporcionando liquidez a los partícipes. Todo ello ofreciendo una alta seguridad para el inversor, debido a la rentabilidad sostenida y a una minimización del riesgo.

Estos rendimientos de las inversiones se incorporan diariamente al valor de cada participación. Al mismo tiempo, se puede disponer de parte o de la totalidad de estos ahorros en el momento que se necesite.

Una característica vital de los fondos de inversión financieros, en consonancia con esa protección del inversor mediante el principio transparencia, es que tienen su objetivo de inversión claramente definido. Gracias a esta política de inversión definida, en concreto mediante el “folleto”, el ahorrador podrá conseguir una “diversificación a medida”. Así pues, atendiendo su vocación inversora, podemos distinguir los siguientes tipos de fondos:

a) **Fondos de renta fija:** Son aquellos que invierten la mayoría de su patrimonio en activos de renta fija (obligaciones y bonos, letras, pagarés, etc.).

Dentro de este grupo, **los fondos monetarios** invierten en activos de renta fija a corto plazo (plazo de reemolbo inferior a 18 meses) y no pueden renta variable.

b) **Fondos de renta variable:** Son aquellos que invierten la mayor parte de su patrimonio en activos de renta variable. Suelen establecerse subcategorías según los mercados en que invierta, los sectores u otras características de sus valores.

c) **Fondos mixtos:** Derivado de la combinación de los dos anteriores, estos fondos son aquellos que invierten parte de su patrimonio en activos de renta fija y parte en activos de renta variable.

d) **Fondos globales:** Son aquellos que no tienen definida con precisión su política de inversión. Son fondos que tienen libertad para no fijar de antemano los porcentajes que van a invertir en renta fija o variable, la moneda en que estarán denominados los activos en los que invierta o la distribución geográfica de la inversión.

- e) **Fondos garantizados:** Son aquellos que aseguran que , como mínimo, se conserva a una determinada fecha la totalidad o una parte de la inversión inicial. Estos fondos presentan una serie de características especiales.
- f) **Fondos por compartimentos.** Son aquellos dentro de los cuales podrá haber dos o más “sub-fondos” a la vez, cada uno de los cuales tendrá su política de inversión, su propio régimen de comisiones y gastos, etc. Cada compartimento podrá su vez emitir distintas clases de participaciones, que se diferenciarán por las comisiones que apliquen. En consecuencia, cada compartimento y, en su caso, cada clase de participación, tendrá un valor liquidativo diferente al resto de compartimentos, por lo que también podrán obtener distintos rendimientos.
- g) **Otros tipos de fondos:**
- **Fondos de inversión libre o Hedge Funds.** Son aquellos que buscan con una gestión de forma activa escapar del riesgo sistemático tratando de obtener rendimientos absolutos positivos bajo cualquier condición del mercado mediante la no correlación con los mercados tradicionales, esto es, utilizando todas las posibilidades de inversión al alcance del gestor. Se caracterizan por una gran libertad en el desarrollo de su política de inversión y una mayor flexibilidad en el cumplimiento de los requisitos de información (menor transparencia) y de liquidez (mayor libertad a la hora de invertir). Por lo tanto, son fondos complejos y destinados a inversores que, por su mayor experiencia o formación financiera, precisan de una menor protección.
  - **Fondos de inversión cotizados,** conocidos como **Exchange Traded Funds (ETF).** Las participaciones en estos fondos están admitidas a negociación en Bolsas de Valores. Los ETF son un producto híbrido entre los fondos de inversión tradicionales y las acciones ya que poseen características similares de ambos activos y tienen como objetivo proporcionar a los inversores la misma rentabilidad que el mercado subyacente en el que invierten pero diversificando el riesgo. Serían IIC con objeto de desarrollar una política de inversión que replique, reproduzca o tome como referencia un índice.

### **3. LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN DE CAPITAL VARIABLE**

#### **3.1. Descripción.**

Las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAVs) vienen definidas en el artículo 32 de la Ley 35/2003 de las IIC, como una modalidad de Institución de Inversión Colectiva de carácter financiero -“aquellas que tengan por objeto la inversión en activos e instrumentos financieros”-, que adoptan forma de sociedad anónima (S.A.) y que, como Sociedades de Inversión, tienen como objeto social exclusivo “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 del resultado colectivo.”

Así, como IIC que son, podemos identificar en ellas los tres elementos característicos de estas formas de inversión: (1) la captación de fondos, bienes o derechos del público, (2) finalidad de gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, y (3) el rendimiento obtenido será atribuido a los inversores en función de los resultados colectivos.

Una particularidad de las SICAVS es que adoptan forma jurídica de sociedad anónima, lo que les confiere personalidad jurídica. Por ello serán órganos de administración y representación de la sociedad los determinados en sus estatutos -por lo general, Consejo de Administración-, es decir, los que establezcan los propios accionistas, que son los que tienen en su poder el control de la sociedad -en concreto, a través de la Junta General de Accionistas-. De este modo, no tienen por qué tener sociedad gestora (SGIIC), aunque sí pueden -y en la práctica suelen- encargar la gestión de sus activos, en su totalidad o en una parte determinada, a una o varias SGIIC o a una o varias entidades que estén habilitadas para realizar en España el servicio de inversión (las más comunes serían las entidades de crédito).

Actualmente gozan de un régimen fiscal especial igual al de las demás IIC, pero, como veremos, esto no siempre ha sido así, por lo que estas sociedades han sido objeto de conflicto en nuestro país durante años.

Por último, y para concluir con este primer acercamiento a esta modalidad de IIC financieras, hay que señalar que, aunque su finalidad sea la misma que la de las demás instrumentos de inversión colectiva, tienen una política de inversión genérica, amplia y flexible, a diferencia del otras IIC, como los Fondos de Inversión.

### **3.2. Polémica histórica de las SICAVs.**

La realidad de estas sociedades es que, en un principio, se crearon para favorecer a las grandes fortunas españolas. Así, en los años 80, durante los gobiernos de Felipe González, estas sociedades se reglamentaron -concretamente en el 1984- con el objetivo de atraer y retener en España los grandes capitales. Sin embargo, aun existiendo desde antes, fue durante el mandato de Jose María Aznar cuando más se promovieron.

El escándalo llegó de la mano del presidente Jose Luis Rodríguez Zapatero, ya que bajo su Gobierno se retiró la competencia sobre estas formas de inversión a los Inspectores de Hacienda, y se les cedió en exclusiva a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Esta decisión se tomó justo después de que los inspectores denunciaran que varias grandes fortunas españolas usaban estos instrumentos de manera fraudulenta (utilizando personas de manera puramente instrumental para llegar al número mínimo requerido por ley para su constitución, conocidos como “mariachis”) y dictaminaron que se les debía de requerir tributar por el tipo correspondiente al Impuesto de Sociedades.

Por tanto, con el objetivo de impedir este ataque a las grandes fortunas, se dictó por Ley que sólo la CNMV podía interpretar si estas sociedades cumplían con la normativa. En la práctica, la CNMV se dedicó a afirmar que cumplían con la normativa si tenían 100 accionistas (número mínimo exigido por Ley para su constitución), sin entrar a valorar si estos accionistas eran o no “mariachis”.

Lo cierto es que este tipo de sociedades es un instrumento ideal para inversores con grandes patrimonios ya que, por un lado, son los propios accionistas los que tienen el control total de la sociedad, algo muy atractivo para los “ricos que quieren tener controlado su dinero en todo momento”. Por otro lado, al igual que el resto de IIC, gozan de una serie de ventajas fiscales: en vez de tributar al tipo del Impuesto de Sociedades aplicable a todas las sociedades, tributan al 1% (para evitar la doble imposición, ya que posteriormente los accionistas van a tributar por el IRPF por las rentas obtenidas) y, disfrutan de una peculiaridad a la hora del pago efectivo de los impuestos, concretamente el “diferimiento del pago de impuestos”. Este diferimiento, a groso modo, consiste en que los accionistas no tributan por las rentas obtenidas hasta que sacan dinero de la sociedad o perciben dividendos, por lo que, mientras no retiren dinero de la sociedad, no pagarían impuestos.

Sin embargo, por aquél entonces, estos instrumentos gozaban de un “plus” de atractivo respecto a las demás IIC, ya que si el dinero que retiraban de la sociedad correspondía a parte del capital social aportado por el inversor para su constitución, esto es, si el movimiento era considerado como una “desinversión”, no tendrían que tributar por ello. En la práctica, se utilizaban de manera abusiva, mediante la retirada de dinero de la sociedad en concepto de “devolución de aportaciones iniciales” o “desinversión”, cuando en realidad eran plusvalías o beneficios generados por la sociedad en la gestión de activos, por los que sí deberían de tributar (más adelante haremos una explicación más técnica y detallada del funcionamiento de este mecanismo).

Por lo tanto, de una manera justificada, ésta modalidad de instituciones estuvieron sometidas durante años a grandes presiones sociales en nuestro país, criticadas duramente por la sociedad española por tratarse de un instrumento que “utilizaban los ricos para no pagar impuestos”.

No obstante, en 2010 esta situación cambió. En este año el Gobierno español aprobó una reforma de la Ley del IRPF, que entró en vigor el 23 de Septiembre -con efectos retroactivos-, mediante la cual se regularizó esta flaqueza legal: obligaba a los

accionistas a tributar por todo el dinero que recibieran o retiraran de la sociedad, independientemente de su naturaleza (esto es, ya fuera considerado capital desinvertido o plusvalías vía dividendos, tenían que tributar por ello), por lo que el régimen fiscal de estas sociedades pasó a ser el prácticamente el mismo al de las demás IIC.

Actualmente, pese a esta similitud de su régimen fiscal al de otras IIC aceptadas y populares socialmente -como los Fondos de Inversión-, todavía hay parte de la sociedad española que sigue percibiendo a las SICAVs como instrumentos exclusivos de las grandes fortunas (cuando cualquier persona puede ser accionista de un SICAV acudiendo a la Bolsa o al Mercado Alternativo Bursátil y comprando una acción) para no pagar impuestos.

En conclusión, hemos de reconocer que, como hemos visto, este "falso mito" tiene su razón de ser, pero también hemos de señalar que, hoy en día, estas formas de inversión son tan correctas como las demás formas de IIC, y están al alcance de todo el mundo.

### **3.3. Actualidad de las SICAVs en España.**

Hoy en día, las SICAVs viven en España su momento de gloria. Y es que estas sociedades están "de moda", y no sólo para las grandes fortunas. Así, según la base de datos pública de la CNMV, sólo en las siete primeras semanas del año 2015 ya se han registrado oficialmente 20 SICAVs y, en el 2014 pasado, se constituyeron en España 234 nuevas SICAVs, más que nunca, lo que suman un total de 3.260 sociedades. A este ritmo, en tres meses se batirá el récord alcanzado en 2008, que llegó a las 3.347 SICAVs. (ver Gráfico 6.1)

Sin embargo, en aquél entonces las circunstancias eran distintas, se utilizaban de manera abusiva y la mayoría de ellas estaban en manos de las grandes fortunas. En la actualidad esto ha cambiado, y las SICAVs se han convertido en una forma de inversión colectiva muy atractiva y al alcance de todo tipo de inversores.

Este éxito no es de extrañar, si tenemos en cuenta su gran atractivo financiero. De esta manera, las rentabilidades que ofrecieron 2.000 de estos instrumentos financieros en 2014 superaron la cuota anual del Ibex 35 y algunas acumulan rentabilidades superiores al 30%:

TOP SICAVs 2014	Rentabilidad 2014 (%)	Gestora
<b>Arbachu de Inversiones</b>	32,35	BBVA Asset Management
<b>Guesinver</b>	31,02	BBVA Asset Management
<b>Natbry Inversiones</b>	25,90	UBS Gestión
<b>Gestrisa</b>	25,33	BBVA Asset Management
<b>Inversiones Kineas</b>	22,01	Andbank Wealth Management
<b>Terde Inversiones</b>	21,93	UBS Gestión
<b>Anpora Inversiones</b>	21,82	Privat Bank Patrimonio
<b>Finen Inversiones</b>	20,54	Novo Banco Gestión
<b>La Legítima</b>	19,86	Bankinter Gestión de Activos
<b>Hena Tres</b>	19,56	UBS Gestión
<b>Inversiones Rush</b>	19,28	Bankinter Gestión de Activos
<b>Zentius Inversiones</b>	18,54	Bankinter Gestión de Activos
<b>CGP Capital Investment</b>	18,14	Gescooperativo
<b>Gonalcrim</b>	18,07	Santander Private Banking Gestión
<b>Marnie 2007</b>	17,86	Bankinter Gestión de Activos
<b>Vellón Investment</b>	17,56	Credit Suisse Gestión
<b>Murgados Inversiones</b>	17,42	Popular Gestión Privada
<b>Polo Capital</b>	17,29	UBS Gestión
<b>Kersio Capital</b>	17,20	Bankinter Gestión de Activos
<b>El Canal Pensiones</b>	17,03	Amundi Iberia

Fuente: Funds People, 2015.

Tabla 3.1

Según datos de Morningstar, las SICAV española cerraron el ejercicio de 2014 con una rentabilidad media del 5,39%, rentabilidad media que superó la obtenida en el mismo año por las IIC por excelencia de nuestro país: los Fondos de Inversión, a pesar

de que en éstos entrara más dinero. Bankinter, UBS y BBVA son las gestoras que cuentan con más sociedades entre las más rentables del mercado español al cierre del año pasado. (ver Tabla 6.3)

También influyeron en esta situación actual factores circunstanciales de culpa como la regularización fiscal que se llevó a cabo en 2013 y “que afloró cerca de 40.000 millones de euros”, la mejora de los mercados financieros, la creciente popularización de la cultura financiera de nuestro país, el trasvase de capital que escapa desde la economía productiva hacia la especulación, la amnistía fiscal de 2010, los continuos debates actuales en torno a la fiscalidad, entre otros.

Por todo ello, la realidad es que las SICAVs cada vez crecen en un mayor número y con mayor rapidez, y de la misma manera lo hacen sus accionistas: 449.437 al cierre del ejercicio de 2014, 37.173 más que un año antes. Y aunque todavía algunos de estos accionistas sean considerados como “mariachis”, no se puede negar que estas formas de inversión cada vez atraen a más inversores comunes. (ver Gráfico 6.2)

Y, a mayor número de SICAVs y accionistas, mayor entrada de capital. De este modo, al cierre de 2014 sumaban un patrimonio de 32.339 millones de euros, un 18,3% más que el año anterior (4.966 millones de euros) y batiendo de esta manera el récord alcanzado en 2007 (31.482 millones de euros). (ver Gráfico 6.3)

Por lo tanto no cabe duda de que estas instituciones se encuentran en pleno auge en la actualidad, pero, como analizaremos con mayor detalle en el apartado VI, han seguido un largo camino hasta aquí. El principal factor de este éxito, más que los puramente circunstanciales, es el gran atractivo del que gozan estas SICAVs, debido una serie de peculiaridades financieras y fiscales, que veremos con más detalle más adelante.

#### 4. Regulación legal.

En la actualidad, el régimen jurídico de las SICAVs en España lo componen las siguientes Leyes, Reglamentos, Directivas de la Unión Europea y Circulares de la CNMV:

- ❖ Ley 35/2003, de 4 de Noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (revisada por Ley 22/2014, de 12 de noviembre). LIIC.
- ❖ Reglamento de Desarrollo de la Ley 35/2003 de las IIC (aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, del Reglamento de las IIC). RIIC.
- ❖ Texto refundido de Ley de Sociedades de Capital (aprobado por Real Decreto 1/2010, de 2 de julio). LSC.
- ❖ Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades. LIS.
- ❖ Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (revisada por la Ley 26/2014, de 27 de Noviembre). LIRPF.
- ❖ Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014 (que modifica la Directiva 2009/65/CE).
- ❖ Ley de Mercado de Valores (24/1988). LMV.
- ❖ Circulares de la CNMV.

## 4. CARACTERÍSTICAS. Funcionamiento y constitución.

### 4.1. Principales características de las SICAVs.

Estas sociedades tienen una serie de características propias, algunas de ellas similares a las de otras IIC. Estas características vienen recogidas, en su mayoría, por los artículos 80 del Reglamento de la Ley de IIC y el 32 de la LIIC.

Así, las citadas normas de nuestro ordenamiento jurídico recogen las siguientes particularidades en relación al concepto, capital social, estatutos sociales y acciones de las SICAV:

#### a) Concepto:

- Son Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero.
- Adoptarán forma jurídica de Sociedad Anónima, lo que implica que gozarán de personalidad jurídica.
- Deberán estar constituidas por un mínimo de 100 accionistas. No computan los que tengan una participación superior al 25%.
- Tutela y control a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (autorización, registro y control).
- Cabe la posibilidad de crear SICAVs por compartimentos, con prácticamente las mismas peculiaridades que las explicadas en los Fondos de Inversión de este tipo. Así, cada compartimento recibirá una denominación específica y estarán sujetos individualmente a lo previsto por la LIIC 35/2003.

#### b) Estatutos Sociales, deberán recoger:

- La cifra de capital inicial y del capital estatutario máximo, expresando, en uno y en otro caso, el número de acciones y, en su caso, las series, en que esté dividido el capital social y el valor nominal de aquéllas.
- La designación del depositario

- La designación de los órganos de representación y administración. Los accionistas, al tener el poder de control de la sociedad, podrán fijar en los estatutos el funcionamiento de la misma que decidan en función de sus intereses. Por tanto, entre otras, habrán de fijar los órganos de representación y administración que gestionarán la sociedad.

**c) Capital Social:**

- El capital mínimo legal desembolsado será de 2.4000.000 euros. El capital inicial deberá estar íntegramente suscrito y desembolsado desde el momento de constitución de la sociedad.
- El capital estatutario máximo no podrá superar en más de diez veces el capital inicial (esto es, en más de 24.000.000 euros).
- En el caso de SICAV por compartimentos, cada uno de los compartimentos deberá 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.
- La disminución o el aumento del capital mínimo y el aumento o disminución del estatutario máximo deberán acordarse por la Junta General (requisitos LSC). Como excepción, será susceptible de aumentar o disminuir, sin necesidad de acuerdo de la Junta General, dentro de los límites máximo y mínimo fijados en los estatutos, mediante la venta o adquisición por parte de la sociedad de sus propias acciones al valor liquidativo.
- Las aportaciones para la constitución del capital social se realizarán exclusivamente en dinero, valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en los demás activos financieros que resulten aptos para la inversión o para dar cumplimiento al principio de liquidez.

**d) Acciones:**

- Podrán emitirse diferentes series de acciones que se podrán diferenciar, entre otros aspectos, por la divisa de denominación, la política de distribución de resultados,

el comercializador, o las comisiones que les sean aplicables. Las pertenecientes a una misma serie tendrán igual valor nominal y conferirán los mismos derechos.

Asimismo, cada una de estas series recibirá una denominación específica, que irá precedida de la denominación de la sociedad y, en su caso, del compartimento.

- Las acciones en cartera. Deberán estar en poder del depositario. El ejercicio de los derechos incorporados a estas acciones quedará en suspenso hasta que hayan sido suscritas y desembolsadas. Las acciones del capital estatutario máximo que no estén suscritas, o las que haya adquirido la sociedad, permanecerán en cartera hasta su puesta en circulación.
- Las acciones se emitirán y recomprarán por la propia sociedad a solicitud de cualquier interesado según el valor liquidativo que corresponda a la fecha de solicitud, pudiendo ser objeto de comercialización por la sociedad, directamente o a través de intermediarios habilitados o en bolsa de valores.

La adquisición de las acciones propias entre el capital inicial y el capital estatutario máximo, no estará sujeta a las limitaciones establecidas sobre adquisición derivativa de acciones propias en la LSC (acuerdo Junta General). Por debajo del capital mínimo podrá adquirir acciones con los límites y condiciones establecidos en la citada LSC. Esta adquisición y venta se realizará al contado, siempre que:

- Compra: El Precio de Adquisición sea inferior al Valor Liquidativo.
- Venta: El Precio de Venta sea mayor al Valor Liquidativo de la acción.

La sociedad podrá poner en circulación acciones a precio inferior a su valor nominal, no siendo aplicable a este respecto lo dispuesto en la LSC.

- Derechos especiales. Los accionistas de la sociedad no gozarán en ningún caso del derecho preferente de suscripción de nuevas acciones. Quedan prohibidas las remuneraciones o ventajas de los fundadores y promotores reguladas en la LSC.
- No será de aplicación lo dispuesto en el artículo 60 LMV, relativo a la obligación de formular una oferta pública de adquisición de valores (OPA).

En relación al **valor liquidativo** de las acciones, el artículo 32 LIIC sostiene que “el valor liquidativo de cada acción será el que resulte 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”. Éste valor vendrá determinado, por tanto, por el valor del patrimonio calculado y valorando todos los activos y pasivos a precio de mercado. Básicamente:

$$\text{VALOR LIQUIDATIVO} = \text{TOTAL ACTIVO} - \text{CUENTAS DE PASIVO}$$

Además, el mismo artículo continúa diciendo “a efectos de su suscripción y recompra por la sociedad, se calculará con la periodicidad que se establezca reglamentariamente, en función de las distintas políticas de inversión y características de los accionistas.” De este modo, el Reglamento LIIC en su artículo 78 establece que debe calcularse diariamente por la entidad que se encargue de la gestión de la SICAV, salvo que su reglamento de gestión prevea otra cosa.

Así mismo, éste artículo 78 RLIIC señala que deben provisionarse diariamente todos los gastos de amortización de bienes inmuebles del activo, los impuestos que graven de forma directa el beneficio de la sociedad y los gastos generales de funcionamiento, para determinar el valor liquidativo de forma exacta.

El artículo 78.1 RLIIC concluye estableciendo la siguiente valoración:

- Valores admitidos a negociación: Valor de Mercado
- Valores no cotizados: Valor Efectivo.

Por último, y en relación a la **cotización en Bolsa de Valores** de sus acciones, la ley anterior preveía la obligación de negociación en bolsa de sus acciones, sin embargo en la actualidad se ha suprimido esta obligación y la SICAV es libre de solicitar o no esta admisión de negociación en Bolsa, como recoge el artículo 82 del Reglamento LIIC: “Las SICAV podrán solicitar la admisión a negociación en bolsa de valores de sus acciones”. En esta línea, el punto IV de la Exposición de Motivos de la LIIC, señala que la negociación en bolsa “queda como una de las opciones posibles para dar liquidez a las acciones de las SICAV”.

## **4.2. Funcionamiento. Especialidades.**

### **4.2.1. Procedimientos para dotar de liquidez a las acciones.**

Actualmente hay tres procedimientos distintos para de liquidez a las acciones de las SICAVS:

#### **a) Admisión a negociación en Bolsa.**

Las SICAV pueden solicitar la admisión a negociación en Bolsa de Valores de sus acciones. En tal caso, asumirá las obligaciones mencionadas a continuación.

Si el precio de adquisición o venta de sus acciones es, respectivamente, inferior o superior a su valor liquidativo, la SICAV comprará o venderá sus propias acciones en operaciones de contado, sin aplazamiento de liquidación, en la Bolsa, mediante la contratación normal o a través de una oferta pública de adquisición o venta:

- Cuando la diferencia entre el valor liquidativo y la cotización oficial sea superior al 5% de aquel durante tres días consecutivos, hasta conseguir que la diferencia se sitúe por debajo de ese porcentaje.
- Cuando hayan existido posiciones compradoras o vendedoras no atendidas durante siete días consecutivos.

La adquisición y venta de sus propias acciones por la SICAV debe realizarse a un precio que, sin que suponga desviaciones sensibles de su valor liquidativo, sea desconocido e imposible de estimar de forma cierta. Los resultados imputables a estas operaciones sólo pueden repartirse cuando el patrimonio sea superior al capital social desembolsado.

Si las acciones resultan excluidas de negociación en Bolsa, la SICAV garantizará al accionista que pretenda realizar sus acciones el reintegro del valor liquidativo de éstas, fijado en función de los cambios medios del último mes de cotización, a través de una oferta pública dirigida a todos los accionistas. La oferta pública de adquisición se realizará por un precio igual al valor liquidativo del día en que el reintegro se ejecute.

**b) Incorporación a otros mercados o sistemas organizados de contratación de valores.**

Las SICAV podrán solicitar que sus acciones se incorporen a un mercado o sistema organizado de contratación de valores, que debe incluir las facilidades necesarias para que las SICAV puedan cumplir con sus obligaciones.

Esta es la vía escogida por la práctica totalidad de los SICAV, cuyas acciones están admitidas a negociación en el MAB (Mercado Alternativo Bursátil). Si el precio de adquisición o venta de sus acciones es, respectivamente, inferior o superior a su valor liquidativo, la sociedad comprará o venderá sus propias acciones cumpliendo con lo establecido para el caso de admisión a negociación en Bolsa.

La SICAV puede prever en sus estatutos el régimen de preavisos mencionado en las normas de generales de los Fondos de Inversión financieros.

**c) Adquisición y venta de acciones fuera Bolsa, mercados o sistemas organizados de negociación.**

Si no solicita la admisión a negociación de sus acciones en Bolsa o en mercados o sistemas organizados de contratación, la SICAV debe adquirir y vender dichas acciones desde el mismo momento en que se solicite por los interesados a un precio igual al valor liquidativo que corresponda a la fecha de solicitud.

**4.2.2. Modalidad de negociación de las acciones.**

Para la negociación de los títulos de una SICAV, las acciones de la misma han de cotizar en un mercado organizado. En la actualidad, como ya hemos señalado, la mayoría de las SICAV solicitan que sus acciones se incorporen al Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

Este mercado, es un Sistema Organizado de Negociación (SON), creado por el grupo de Bolsas y Mercados Españoles (BME) y autorizado por el Gobierno (mediante el artículo 31.4 de la LMV), a raíz de la supresión de la obligación legal que tenían las SICAVs de cotizar en Bolsa, y con la finalidad de crear un nuevo sistema de

negociación, compensación y liquidación que se adecue a las SICAVs (y a valores de pequeña y mediana capitalización), dadas sus características especiales.

De este modo, el Mercado Alternativo Bursátil tendría una serie de características especiales, distintas a las de otros mercados organizados. Dentro de estas, lo que nos interesa en nuestro estudio en particular, serían las modalidades de negociación propias de este sistema.

Hoy en día existen concretamente dos modalidades, que en principio son complementarias, pero los principios, normas, horarios y agentes que intervienen en ambas son distintos:

**a) Modalidad de negociación mediante fijación de precios únicos o “Fixing”**

En esta modalidad se va configurando un libro de órdenes y su sistema de contratación se basa en subastas: las subastas son periodos en los que se introducen, modifican y cancelan órdenes -en tiempo real-, se calcula un precio equilibrio en función de la oferta y la demanda, pero no se ejecutan negociaciones hasta el final de dicha subasta -la asignación de los títulos sería al último precio de equilibrio calculado-.

En concreto, en esta modalidad, se realizan dos subastas:

- Subasta de apertura: Desde las 8:30h (comienzo de la sesión) hasta las 12:00h (cierre aleatorio de 30 segundos).

- Subasta de cierre: Desde el final de la asignación de la primera subasta hasta las 16:00h (cierre aleatorio de 30 segundos). La subasta de cierre no realizará la asignación de títulos si la SICAV no ha comunicado el valor liquidativo.

En el caso de no existir precio de equilibrio, se mostraría el mejor precio de compra y de venta con volúmenes (y número de órdenes) asociados.

Cuando existe el precio de equilibrio -que sigue unas normas de fijación-, y una vez que finaliza la asignación de títulos, los miembros reciben la información de la ejecución total o parcial de sus órdenes. Todas las órdenes no ejecutadas en la asignación de títulos, permanecerán en el libro de órdenes.

Tras la asignación de títulos, el mercado es informado del precio de negociación, volumen negociado, hora de cada negociación e identidad de los miembros contratantes.

Las órdenes para las SICAVs tendrán como plazo de validez único el día. Las órdenes válidas por un día tienen una validez hasta el fin de la sesión en curso, por lo que en caso de no negociación, se elimina automáticamente después del cierre definitivo del mercado.

#### **b) Modalidad “Valor liquidativo”**

Esta modalidad es específica de las SICAVs y permite introducir posiciones y realizar operaciones al valor liquidativo que informan las Sociedades Gestoras de cada SICAV.

A diferencia de la modalidad anterior, aquí no se configura un libro de órdenes. Por el contrario, los inversores del MAB introducen órdenes que quedan a la espera de un precio (valor liquidativo que enviará la Gestora de la SICAV), al cual se cruzarán las operaciones.

En esta modalidad, es necesario distinguir tres tipos de SICAVs básicas, cuyo funcionamiento es fundamentalmente distinto dentro de esta modalidad:

- SICAV Estándar. El valor liquidativo lo informará la Gestora al día siguiente (D+1) a las 15:00h.
- SICAV no Estándar 2. El valor liquidativo lo informará la Gestora a los dos días siguientes (D+2) a las 15:00h.
- SICAV no Estándar 3. El valor liquidativo lo informará la Gestora a los tres días siguientes (D+3) a las 15:00h.

Esta modalidad funciona para las SICAVs Estándar, no Estándar 2 y no Estándar 3, respectivamente, de la siguiente manera: los inversores del MAB introducen sus órdenes a valor liquidativo a lo largo de la sesión en curso, la cual llamaremos sesión D (durará de 8:00h a 16:00h). Estas órdenes informan sólo de los títulos, no del precio, por lo que, una vez introducidas en la sesión del día D, quedarán a la espera de que la Gestora informe el valor liquidativo (como hemos explicado anteriormente, esperarán

hasta las 15:00h del D+1, D+2 y D+3, respectivamente) a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, viajando posteriormente al SIBE. Así, partir de las 16:00h de los días D+1, D+2 y D+3 (respectivamente), es cuando se asignarán las operaciones cuyo precio es el valor liquidativo informado por la Gestora (ese día), atendiendo a las órdenes introducidas en la sesión del día D.

A modo de ejemplo, un ciclo completo para una SICAV estándar sería:

Ejemplo de un ciclo completo y único para la SICAV Estándar X, en Modalidad V.L.

Día D	Día D+1			
<b>8:30 a 16:00</b>	<b>8:15</b>	<b>8:30 a 16:00</b>	<b>15:00</b>	<b>a partir de 16:00</b>
Introducción de posiciones a V.L. sobre SICAV X.  Órdenes se introducen en D, se negociarán al V.L. enviado en D+1	Lectura del V.L. del día D, aunque enviado en día D+1 (recepción alternativa posible hasta las 15:00)		Lectura del V.L. del día D, aunque enviado en día D+1 (recepción alternativa posible hasta las 8:15)	Cruce de operaciones cuyo precio es el V.L. enviado a las 8:15 (ó 15:00) y cuyas órdenes son las posiciones introducidas día D

Fuente: Mercado Alternativo Bursátil, 2013.

Tabla 4.1.

### 4.2.3. Restricciones a la inversión.

Otra de las particularidades más importantes en el funcionamiento de estas sociedades es las restricción a la inversión que la ley establece con la finalidad de otorgar una mayor protección al accionista inversor. Estas restricciones serían:

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

### 4.3. Proceso de Constitución.

Como hemos explicado anteriormente, la CNMV es la encargada de la autorización, registro y control de las SICAV. De este modo, para su constitución se requiere una serie de documentos legales, que acrediten el cumplimiento de los requisitos exigidos por ley a estas sociedades (capital inicial mínimo, número de socios, estatutos, Consejo de Administración ...), así como el cumplimiento de las restricciones a las políticas de inversión (explicadas anteriormente) y de las obligaciones de información y comunicación (principio de transparencia).

En conclusión, el proceso constaría de los siguientes fases:

1. Gestiones de apertura. Solicitud denominación social en el Registro Mercantil Central
2. Autorización de la CNMV. Creación, presentación y certificación del proyecto de los Estatutos.
3. Gestiones administrativas ante el Ministerio de Economía y Hacienda.
4. Otorgamiento de escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil.

Además, en caso de solicitud de admisión a negociación de sus acciones en Bolsa o en mercados organizados de valores:

5. Solicitud de admisión a cotización e inscripción en el Registro de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV
6. Aprobación y admisión a cotización por la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores o, en su caso, del MAB.

## 5. ATRACTIVO DE LAS SICAVs. Ventajas.

Hasta ahora hemos analizado el marco teórico de las SICAV, partiendo desde su concepción más amplia como Instituciones de Inversión Colectiva -concepto, categorías, formas de inversión colectiva más usuales, Fondos de Inversión-, hasta llegar a su concepción más concreta, con su concepto, régimen legal, características, funcionamiento y constitución.

Con este primer análisis del marco teórico de las SICAVs, hemos tratado de proporcionar un conocimiento detallado del concepto, funcionamiento y principales peculiaridades de estas formas de inversión, para a continuación, poder profundizar en su atractivo, tanto fiscal como financiero, desde una perspectiva más técnica.

### 5.1. Ventajas fiscales. Régimen Especial de Tributación.

Esta es, sin duda, una de las peculiaridades más ventajosas de las SICAV y, a la vez, la que más controversia ha generado en la sociedad española durante años. Hoy en día, el régimen tributario de estas sociedades es prácticamente igual al de otras IIC, como los Fondos de Inversión, pero esto no ha sido siempre así.

En referencia a la creación de estas sociedades, allá por los años 80, algunos sostienen que fue un instrumento financiero que el Gobierno aprobó para atraer y retener el capital de las grandes fortunas españolas. Otros se limitan a señalar que, el fin de estas sociedades, fue facultar al inversor individual de la posibilidad de invertir en bolsa o deuda sin tener que pagar impuestos cada vez que realizaba una operación. De cualquier manera, la realidad es que estas sociedades fueron creadas en un principio para ofrecer a sus accionistas un régimen fiscal más favorable.

Actualmente, desde la perspectiva de la sociedad, éste régimen fiscal especial se caracteriza principalmente por el **tipo de gravamen** aplicable. Y es que las SICAVs, a pesar de ser Sociedades Anónimas y estar sujetas al Impuesto sobre Sociedades, tributan al 1%, en vez de al 25% al que tributan las demás sociedades por regla general. Así lo recoge la Ley del Impuesto de Sociedades (LIS) en su artículo 29, siempre que estas sociedades cumplan con el requisito legal del número mínimo de accionistas (100).

Además, esta misma LIS en su artículo 52 -referente a las IIC-, sostiene que estas sociedades, por gozar ya de esta tributación especial, “no tendrán derecho a las exenciones ni a las deducciones para evitar la doble imposición internacional” en **cuota**.

Así mismo, la determinación de la **Base Imponible** se hará a partir del resultado contable, pero no podrán aplicar la exención prevista en el art. 21 LIS, por la percepción de dividendos del extranjero o por los beneficios obtenidos por la transmisión de acciones del extranjero. Esto es, no podrán aplicar las deducciones por doble imposición internacional por los beneficios distribuidos, por lo que el tipo impositivo del 1% se convertirá en un coste definitivo para ser deducido por los accionistas. En este sentido se manifiesta el artículo 53 LIS.

Por último, cuando los pagos fraccionados, las retenciones o los ingresos a cuenta superen la cuantía de la cuota íntegra, el exceso se devolverá de oficio.

Desde la perspectiva del accionista, el régimen fiscal es igual de favorable. En primer lugar, hay que señalar que los accionistas de estas sociedades podrán ser tanto personas físicas como jurídicas (otras sociedades). De esta manera, como recoge el artículo 53 LIS, integrarán la base imponible de los accionistas de estas sociedades, es decir, tributarán por:

- Los beneficios distribuidos por las IIC. Estos beneficios no darán derecho a deducción por doble imposición.
- Las rentas, positivas o negativas, derivadas de la transmisión de acciones o participaciones o del reembolso de estas.

En el caso de las personas jurídicas, al ser sociedades, estas rentas estarán sometidas al Impuesto de Sociedades, al tipo de gravamen que corresponda según la modalidad de sociedad.

Por otro lado, las rentas de las personas físicas, estarán sujetas al Impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF). Así pues, los dividendos (beneficios distribuidos) serán considerados como rendimientos del capital mobiliario, que se integrará en la base

imponible del ahorro, por lo que les será aplicable la siguiente escala de gravamen (tipo impositivo aplicable desde 2015):

- 20% los primeros 6.000€ anuales.
- 22%, entre 6.001€ y 24.000€.
- 24% a partir de 24.001€.

Por su parte, en cuanto a la transmisión de acciones y el reembolso de participaciones, las ganancias y pérdidas patrimoniales (la diferencia entre el valor de transmisión de las acciones y su valor de adquisición) se integrarán y compensarán en la base imponible del ahorro conforme a lo que establece la Ley IRPF. Sin embargo, la LIIC en su artículo 94, recoge una salvedad a este régimen general: cuando el importe obtenido de la transmisión o reembolso de acciones se destine íntegramente a la adquisición o suscripción de otras acciones en IIC, será posible **diferir la tributación**, siempre que se cumplan dos condiciones:

1. Que el número de socios de la institución de inversión colectiva cuyas acciones se transmitan sea superior a 500.
2. Que el contribuyente no haya participado, en algún momento dentro de los doce meses anteriores a la fecha de la transmisión, en más del 5% del capital de la IIC.

Éste régimen de diferimiento supone que las acciones adquiridas conservarán la fecha y el valor de adquisición originarios de las que han venido a sustituir.

Este mismo mecanismo permite diferir la tributación a ejercicios futuros, siempre que el beneficio no se distribuya, y se reinvierta en activos financieros.

Como hemos señalado en el apartado 3.2, el “diferimiento del pago de impuestos”, es el principal origen de la impopularidad de estas sociedades, ya que hasta 2011, se podían retirar plusvalías de las SICAVs sin tributar por ellas.

En concreto, el mecanismo utilizado, que permitía abusar de estas sociedades en aquel entonces, era el siguiente: La anterior regulación preveía la no tributación por el dinero desinvertido de la sociedad, esto es, por el dinero que se retiraba de la sociedad correspondiente a aportaciones de capital iniciales -para la constitución de la sociedad-,

ya que, a priori, no existía cambio patrimonial en el accionista. Por lo tanto, estas SICAVs llevaban a cabo Reducciones de Capital (cambio en el valor nominal de las acciones que forman el capital social), que traían aparejadas devolución de aportaciones de capital a los accionistas, y una vez retirado el dinero de la sociedad, volvían a ampliar el capital (de ahí que se conozca este mecanismo como “Operación Acordeón”). Esto era posible por la utilización del criterio contable de valorización de flujos de caja “FIFO” (“first in first out”), que supone que las primeras entradas de capital son las primeras salidas que se producen. De este modo, los accionistas retiraban dinero de la sociedad en concepto de “devolución de aportaciones” o “desinversión”, por el que no tributaban, cuando realmente se trataba de ganancias obtenidas por la sociedad (plusvalías o beneficios, generados por la gestión de activos). Estas operaciones llevadas al extremo, permitían sacar todo el capital social y dejar dentro de las SICAVs únicamente las plusvalías.

Sin embargo, a partir de 2011, la utilización de este “sistema” deja de ser posible, ya que la nueva regulación establece “la integración en la base imponible de la ganancia patrimonial por reducciones de capital con devolución de aportaciones, y que el importe de estas reducciones de capital se considerará rendimientos de capital mobiliario, con el límite de determinadas cuantías”. Es decir, que los accionistas han de tributar por el dinero que retiren de la SICAV, independientemente de su naturaleza, ya sean plusvalías generadas por la sociedad o devoluciones de aportaciones de capital (desinversión). Además, en cuanto a operaciones de reparto de prima de emisión, se integrará la cuantía efectivamente percibida, sin límite alguno.

En conclusión, con esta nueva regulación, el régimen fiscal especial de las SICAVs pasa a ser prácticamente el mismo régimen que el de otras IIC.

Con éste régimen fiscal especial el legislador pretende incentivar la inversión: por un lado, proporcionando al inversor individual la facultad de invertir directamente en bolsa o deuda sin tener que pagar impuestos por las plusvalías que generan cada operación, mediante la facultad de diferir el pago de impuestos si llevan a cabo una reinversión, y por otro, favoreciendo el funcionamiento de las IIC mediante el tipo aplicable del 1%.

## 5.2. Ventajas financieras.

Ahora bien, no sólo es atractivo fiscal lo que tienen estas sociedades, sino además un gran atractivo financiero. De hecho, el auge actual de estas sociedades no se debe mayormente a su régimen fiscal -como ocurría antiguamente-, ya que éste ha perdido su singularidad para pasar a ser un régimen igual de atractivo que el de las otras IIC, si no que se debe a las particulares características financieras que poseen estas sociedades, y que suponen grandes ventajas para el inversor actual.

Dentro de este atractivo financiero, habría que destacar las siguientes ventajas:

- ☆ **Control de la gestión:** Las SICAVs, como sociedades anónimas con personalidad jurídica, tendrán un Consejo de Administración y además podrán elegir sus propios órganos de gestión, siendo posible la autogestión (SICAV autogestionada) o encargarle esta responsabilidad a una Sociedad Gestora (SGIIC). En cualquiera de los dos casos, existe un control de la inversión por parte del accionista (en el primer caso el control es prácticamente total), mediante el Consejo de Administración, a quien se le considera como un partícipe más de la institución, no como en otras IIC (Fondos de Inversión, por ejemplo), en el que el inversor es solamente eso, un inversor, que aporta su capital para que se lo gestionen, pero no tiene control sobre él ni posibilidad alguna de influir en la inversión. Por otra parte, en el caso de encargar la gestión a una SGIIC, las decisiones de inversión son tomadas por un equipo profesional, dedicado plenamente a ello, que dispone de la información para realizar las mejores inversiones posibles analizando la coyuntura de los mercados y la situación económica general, pero siempre con el control del accionista. Por tanto, gracias a este instrumento financiero, el inversor se puede beneficiar de ambas cosas: control sobre su inversión y gestión de su inversión por profesionales
- ☆ **Movilidad:** Si los accionistas no están satisfechos con la SGIIC o la Depositaria, podrán cambiarla -mediante votación en la Junta General de Accionistas, a través del Consejo de Administración-, mientras que en las demás IIC no gozarían de este grado de “poder”, por lo que, si no están satisfechos, su única opción será no seguir dentro de esa IIC.

- ☆ **Flexibilidad** de la inversión: Cuando analizábamos los Fondos de Inversión en el punto 2.2.1, veíamos que estos instrumentos financieros se clasifican según su objetivo de inversión, y es que por ley han de tener una política de inversión definida, restringida y estricta. Sin embargo esto no ocurre en las SICAVs, las cuales gozan de una política de inversión genérica, muy amplia y de gran flexibilidad. A modo de ejemplo, si un F.I. es de renta fija, tiene que dedicar el 100% de su inversión a esta modalidad de activos financieros; en cambio, las SICAVs pueden tener como objeto de inversión cualquier modalidad de activo e instrumentos financieros. De esta manera, la SGIIC y el Consejo de Administración, van a tener más libertad para “moverse” según las circunstancias del mercado, por lo que esta flexibilidad beneficiará al accionista.
  
- ☆ **Diversificación:** Estas instituciones dan al inversor la posibilidad de diversificación y controlar mejor los riesgos. Así, el accionista puede invertir en una cartera de valores muy amplia que en muchos casos no estaría a su alcance si invirtiese de forma individual, logrando un importante ahorro de costes (ventajas de economía de escala), pero, como hemos señalado, con cierto control sobre su inversión. Además tienen la posibilidad de invertir en valores extranjeros de forma sencilla y económica o, en productos de elevada complejidad, a los cuales sería difícil de acceder de manera individual. Por último señalar que estas instituciones deben cumplir con las restricciones legales que hemos señalado en el punto 4.2.3, entre las que se encontraban el coeficiente de diversificación que han de respetar y que obliga a estos instrumentos a tener todas sus posiciones altamente diversificadas.
  
- ☆ **Estrategia de inversión a medida:** Esta ventaja deriva de la combinación de las tres características señaladas anteriormente. De este modo, mediante este instrumento, el accionista tiene la posibilidad de solicitar a su SGIIC una estrategia de inversión a medida, según sus características como inversor (conservador, moderado, agresivo), gracias su capacidad de controlar la gestión y a la facultad de la SICAV de seguir una política flexible y diversificada. En las demás IIC, sería al revés, siendo el partícipe quien se debería de ajustar a las particulares estrategias de las distintas instituciones.

- ☆ **Liquidez:** Las SICAV son un instrumento de inversión muy líquido ya que, como hemos visto en el punto 4.2.1, cuentan con diversas opciones para dotar de liquidez a sus acciones. Entre estas opciones destacaría la cotización en el MAB, que es la más usada en la práctica por estas sociedades, y hacen que sus acciones tengan un valor liquidativo diario. Así, cuando un accionista desee vender su participación en la SICAV únicamente debe realizar la venta de las acciones que desee y en un plazo máximo de dos días hábiles recibirá el dinero como contraparte. Además, no es necesario que para que el inversor pueda vender sus acciones haya otro que quiera comprarlas, la propia SICAV tiene la facultad (y obligación en caso de ser la única opción) de comprar sus propios títulos, de forma que los vendería cuando un inversor quiera comprarlos. Por último, se ha de señalar también que estas sociedades, con la finalidad de proteger al accionista y, al igual que sucede con la diversificación, han de mantener un coeficiente mínimo de liquidez por obligación legal.
- ☆ **Tesorería:** Estas sociedades, como señala el artículo 80.2 RLIC, podrán aumentar o disminuir hasta 10 veces su capital inicial, lo que permite utilizar la SICAV como instrumento para gestionar excedentes o necesidades de tesorería.
- ☆ **Financiación:** Los accionistas de estas sociedades tienen la posibilidad de pignorar las acciones que tienen en la SICAV, como respaldo para sus necesidades de financiación.
- ☆ **Seguridad (Información):** Estas instituciones, al estar sometidas al control de la CNMV los accionistas tienen la garantía de una gestión transparente y la seguridad de un control y seguimiento exhaustivos. Así, los valores liquidativos de las SICAVs se publican diariamente y la obligación de publicar Informes (trimestrales, y semestrales principalmente) es continua. En concreto, en referencia a esta publicidad, la SGIIC -o la SICAV en su defecto-, deberá suministrar información de su valor liquidativo, patrimonio y número de participes o accionistas, con la periodicidad que establezca la CNMV o en su caso se determine en sus estatutos, al público en general a través de un medio fiable y rápido. El inversor recibirá información detallada sobre la composición de la cartera y de la evolución de la rentabilidad de la SICAV frente a su índice de referencia (benchmark). Además, han de contar con un folleto que recoja

el perfil inversor de la SICAV, con los DFI. Por último, otro punto que debe dar confianza a todo inversor es el hecho que todas las IIC deben contratar un auditor que controle sus operaciones y de fe.

- ☆ **Alcance público:** Todo inversor tiene a su alcance la posibilidad de comprar una acción de la gran mayoría de las SICAVs, mientras que otras IIC -como en los Fondos de Inversión-, son de carácter más exclusivo, por lo que, por lo general, para poder acceder al mismo, una comercializadora deberá de ofrecerlo (dependerá del nivel adquisitivo del inversor).
- ☆ **Rentabilidad:** Parece ser que todas estas ventajas de las que goza la SICAV a la hora de invertir no sólo han causado al auge de estas sociedades en los últimos años -en número de sociedades, patrimonio invertido y número de accionistas-, si no que han dado lugar a la obtención de rentabilidades históricas muy altas, superando -por lo general- a las obtenidas por los Fondos de Inversión. Sin embargo, estas mayores rentabilidades se deben, en parte, al mayor riesgo asumido por las SICAVs. Por considerar esta característica una de las más relevantes -sino la más- a la hora de invertir, profundizaremos en ella en el siguiente apartado, desde un punto de vista práctico.

Podemos concluir entonces, afirmando que estas sociedades de inversión, además de gozar del atractivo régimen fiscal que caracteriza a las IIC, tienen un atractivo financiero aún mayor al resto de estas instituciones, al tratarse de instrumentos de inversión a caballo entre las formas de inversión individual y la colectivas, por lo que aportaría las ventajas financieras de ambas: por un lado, la capacidad de control de la inversión personal, propia de la inversión individual, y por otro, de la profesionalidad y ventajas financieras que ofrece la gestión de los activos financieros por parte de las SGIC.

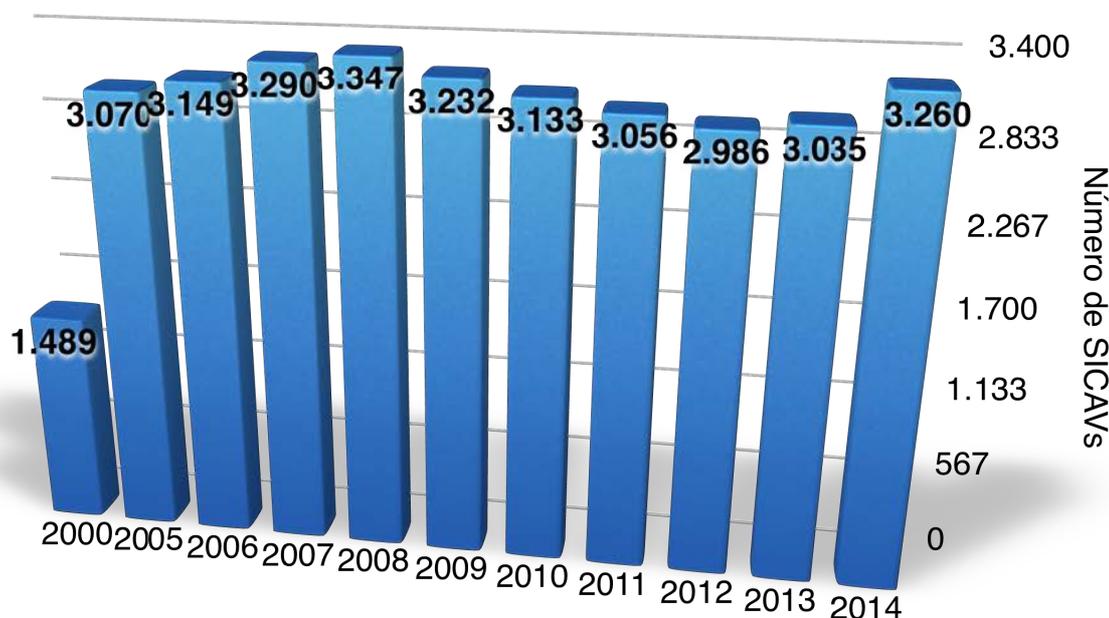
## 6. EVOLUCIÓN DE LAS SICAVS. Análisis económico-financiero.

En el punto anterior hemos explicado, desde una perspectiva teórica, las ventajas financieras que hacen tan atractivas estas SICAVs, ventajas que han situado a estas formas de inversión colectiva como el instrumento financiero “de moda” en nuestro país.

En este punto, vamos a analizar desde un perspectiva puramente práctica la evolución de estas sociedades hasta llegar a su momento actual, concretamente, la evolución temporal del número de SICAVs constituidas, del número de accionistas, y de la cantidad de patrimonio invertido; la evolución de las carteras, tanto exterior como interior y, por último, la evolución histórica de las rentabilidades ofrecidas por las SICAVs más importantes de nuestro país.

### 6.1. Evolución temporal.

#### 6.1.1. Evolución del número de SICAVs.



Fuente: Basado en Informe 2014 INVERCO, 2015.

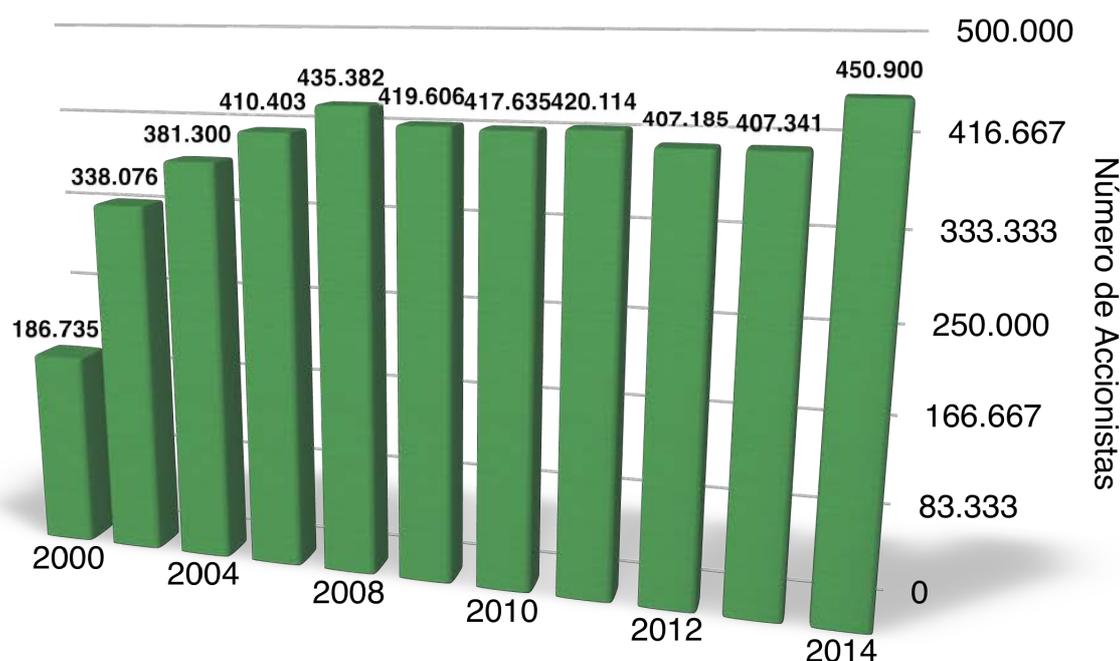
Gráfico 6.1

Como podemos apreciar en el gráfico, el número de SICAVs registradas en nuestro país aumenta espectacularmente desde el año 2000 hasta el 2008, año en el que alcanzan su pico más alto. A partir de 2008, debido a la crisis financiera en la que se sumerge España, estas sociedades frenan en seco su crecimiento, y el número de SICAVs registradas comienza a decrecer, caída que se prolonga durante estos años de crisis (cierran unas 360 SICAVs), hasta el 2012.

En el 2012, con vistas a la salida en los años siguientes de la crisis económica, el mercado financiero se adelanta, y comienza la recuperación del número de estas sociedades. El 2014 pasado fue el año en el que más SICAVs se crearon, concretamente unas 230 en sólo un año, y todo apunta a que este 2015 el número de SICAVs superará con creces su punto máximo alcanzado en 2008.

### 6.1.2. Evolución del número de accionistas.

La evolución del número de accionistas sigue un dibujo en línea al crecimiento del número de instituciones, al estar ambas variables directamente relacionadas. De esta manera, se produce un crecimiento (unos 250.000 accionistas) hasta el año 2008, donde frena el número de estos accionistas y comienza a decrecer, al igual que ocurre con el número de entidades.



Fuente: Basado en Informe 2014 INVERCO, 2015.

Gráfico 6.2

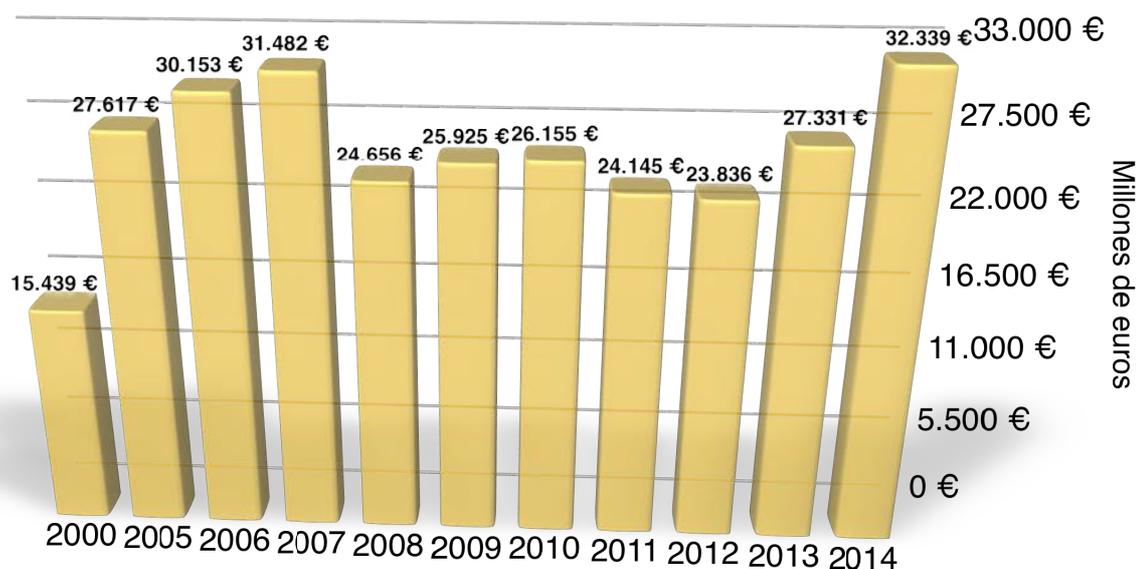
No obstante, a diferencia de lo que ocurre con el número de SICAVs, en el año 2011 los accionistas dejan de decrecer, y se produce un ligero aumento de alrededor de 2.500 accionistas, para luego continuar bajando en 2012. Esta subida del año 2011 coincide con la nueva regulación de estas SICAVs en materia fiscal que aprobó el Gobierno en 2010. Con esta nueva regulación fiscal se suprimían las especiales ventajas fiscales de las que las grandes fortunas españolas se habían servido durante años, lo que tuvo una gran repercusión mediática, que pudo conllevar el conocimiento de estas sociedades por nuevos inversores, y puede que justifique este ligero aumento del número de accionistas.

Ya en 2013 comienza la recuperación de este número de accionistas, pero nada que ver con el gran salto que se produce en 2014. Así, el crecimiento del número de accionistas en el pasado 2014 ha sido espectacular, llegando a los casi 44.000 nuevos inversores que decidieron por apostar por estos instrumentos financieros. Entre las principales causas de este gran salto del número de accionistas encontramos la pérdida paulatina de la impopularidad de estas SICAVs en la sociedad, donde cada vez más van tomando conciencia del funcionamiento real de estas instituciones y de su atractivo, y el comienzo de la recuperación de nuestro país y de su sistema financiero de la crisis económica.

### **6.1.3. Evolución del patrimonio social**

Como podemos constatar en la evolución del patrimonio de las SICAVs, desde principios del siglo XXI, éste sufre un enorme aumento hasta el año 2007, concretamente un 300%, debido al gran crecimiento económico experimentado en esta etapa y a un aumento de la cultura financiera del público en general.

A partir de 2007, con la llegada de la crisis financiera internacional, se inicia una nueva etapa, y comienza a reducirse el patrimonio de estas sociedades, a causa de la desinversión por parte de los inversores del capital aportado, pero sobre todo, por una desvalorización general de las carteras de inversión. En concreto, entre 2007 y 2008 se produce la mayor caída de la inversión de capital, unos 7.000.000 €.



Fuente: Basado en Informe 2014 INVERCO, 2015.

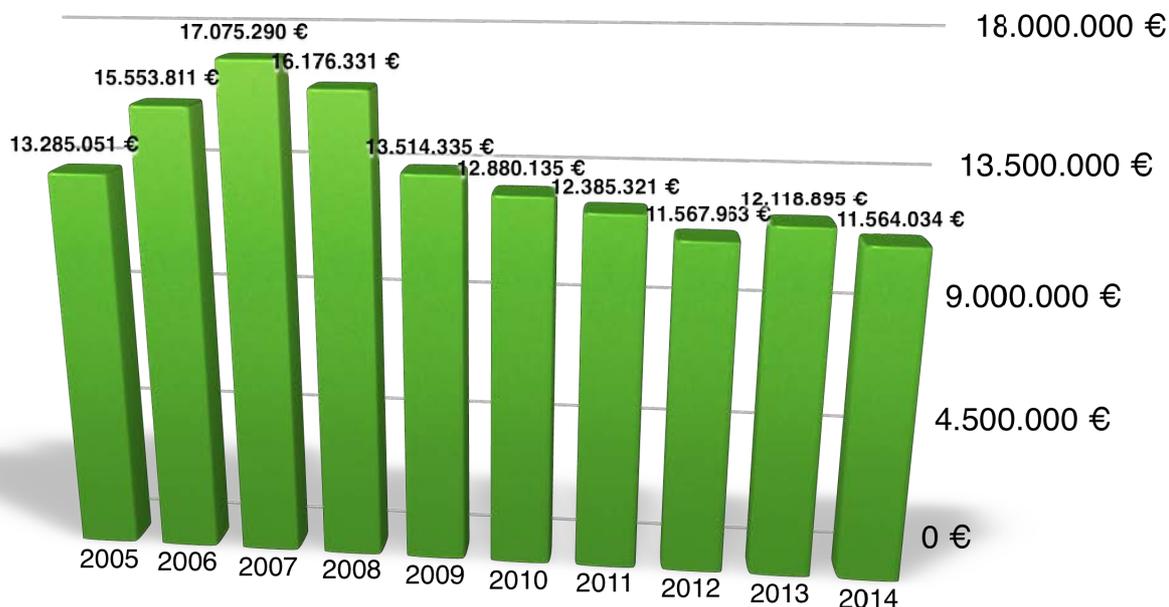
Gráfico 6.3

Así, como podemos apreciar en el gráfico, la evolución del patrimonio de las SICAVs sigue un dibujo muy similar al la evolución de su número de entidades y de accionistas, con una salvedad: en 2011, a diferencia de lo que ocurría con el número de accionistas, el patrimonio decrece durante ese mismo año y el siguiente. A nuestro juicio, esta disminución del patrimonio invertido lo podemos achacar, con casi total seguridad, a una fuga de capitales de las grandes fortunas españolas al extranjero, debido a la implantación por el Gobierno en 2011 de la nueva regulación fiscal de estas sociedades (la cual acababa con el privilegio fiscal del que se venía haciendo uso hasta entonces). Es posible que esta fuga de los grandes capitales al extranjero también fuera una de las causas de la gran desinversión en estos instrumentos financieros que se produjo en el año 2008, ante la incertidumbre generada por la crisis financiera.

A partir de 2013, nuestra economía comienza su salida de la crisis, por lo que el patrimonio de las SICAVs inicia su recuperación, gracias en mayor parte a una revalorización de los activos de las carteras de estas sociedades (alrededor de un 9-10% del 18% que aumentó el patrimonio), que a las nuevas aportaciones de capital por parte de los inversores (en torno al 8-9%).

## 6.2. Distribución del patrimonio. Evolución de la Cartera.

### 6.2.1. Cartera Interior



Fuente: Basado en Informes CNMV, 2006-2014.

Gráfico 6.4

En la evolución de la cartera interior observamos que la inversión en activos financieros nacionales tiene un crecimiento muy sostenido en una primera etapa, desde 2005 hasta 2007.

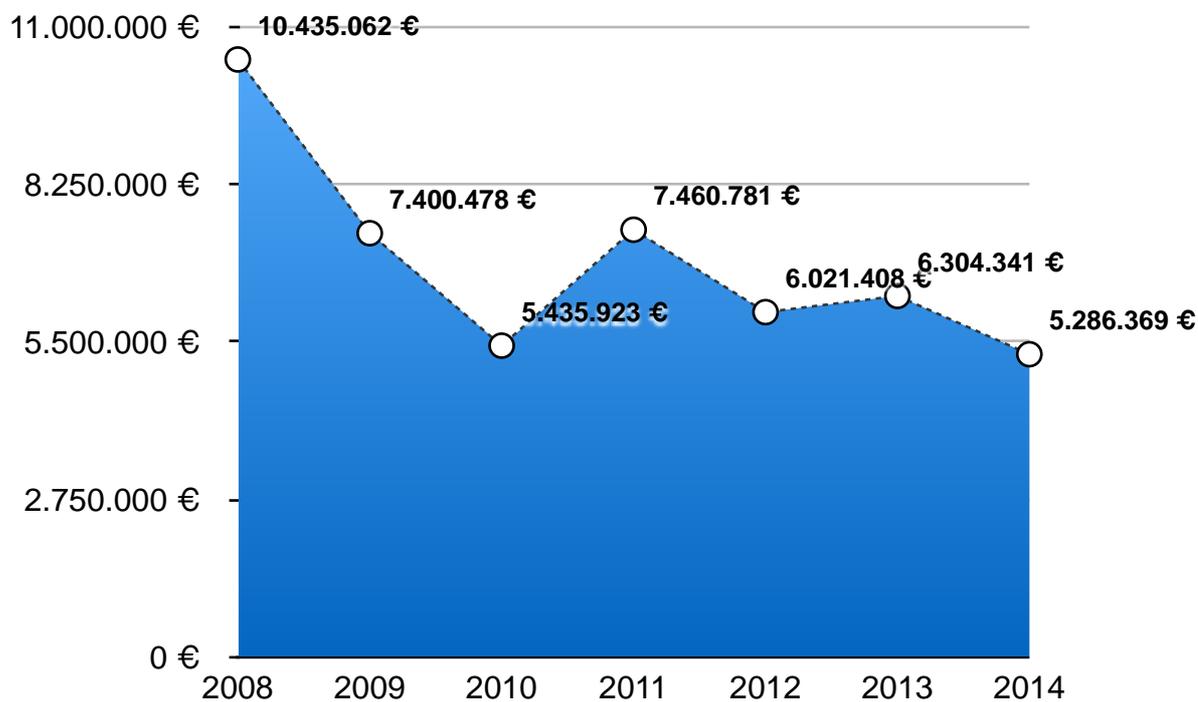
A partir de 2007, con la llegada de la crisis financiera internacional, la inversión en instrumentos financieros comienza a decrecer y los activos reducen su valor, por lo que la cartera interior de las SICAVs no son una excepción. Así, vemos como decrece hasta nuestros días, de una manera relativamente sostenida, por lo general.

Hay que señalar que, ante la situación internacional, se apuesta fuertemente en 2008 por esta cartera, sin embargo nuestro país se sumerge en su particular crisis económica ese mismo año, y las SICAVs cierran el año con altísimas rentabilidades negativas. Por tanto, la confianza en la inversión interior en estos años posteriores de crisis es prácticamente nula, por lo que el decrecimiento de esta cartera se mantiene, a diferencia de lo que ocurre con la cartera exterior.

Concretamente, si nos fijamos en la composición de la cartera interior, podemos explicar de una manera más detallada este comportamiento. Hay que señalar que sólo hemos analizado los valores que componen esta cartera interior a partir de 2008, al suponer estos años los más interesantes a efectos de nuestro análisis. En concreto, la cartera interior quedaría integrada por las siguientes inversiones:

- **Los valores representativos de deuda** disminuyen de manera prácticamente igual a la total de esta cartera, ya que representaban el 60% de la misma en 2007, y hoy suponen alrededor del 50% (2014).
- **Los instrumentos de patrimonio y las IIC** (F.I. en su mayoría) siguen exactamente el mismo dibujo: decrecen de manera conjunta hasta 2012, año en el que los mercados se adelantan a la crisis y comienza la recuperación económico-financiera, por lo que empiezan a crecer de nuevo (ambos crecen respecto a 2008). No obstante, la inversión en IIC crece en mayor medida, que alcanza ahora el 12%, duplicando su valor en 2008, aunque lejos todavía de la inversión en instrumentos de patrimonio, que sigue siendo prácticamente el doble (casi el 30% de la cartera interior actual).
- **Los depósitos en Entidades de Crédito:** El dibujo que siguen estos instrumentos es el más llamativo, ya que siguen una línea contraria a los anteriores instrumentos. Los depósitos crecen a partir de 2008 y durante los años de crisis, al actuar como valor refugio frente a los demás instrumentos, que por lo general suponen un mayor riesgo para el accionista. Así, desde 2012 y debido a las nuevas esperanzas en el mercado, comienzan a decrecer, al contrario de lo que sucede en los demás.
- **Los productos derivados:** Estos productos componen el menor porcentaje de la cartera interior (apenas un 0,03%) y son los que más decrecen en estos años, llegando a representar en 2013 casi una décima parte de lo que representaban en 2008. Al ser productos alternativos a los clásicos de inversión, destinados a inversores profesionales y con finalidad de manejar el riesgo, se adelantan a la recuperación de los demás instrumentos en un año (2011, mientras que los demás en 2012), donde alcanzan su segundo mayor pico (casi 7.500€).

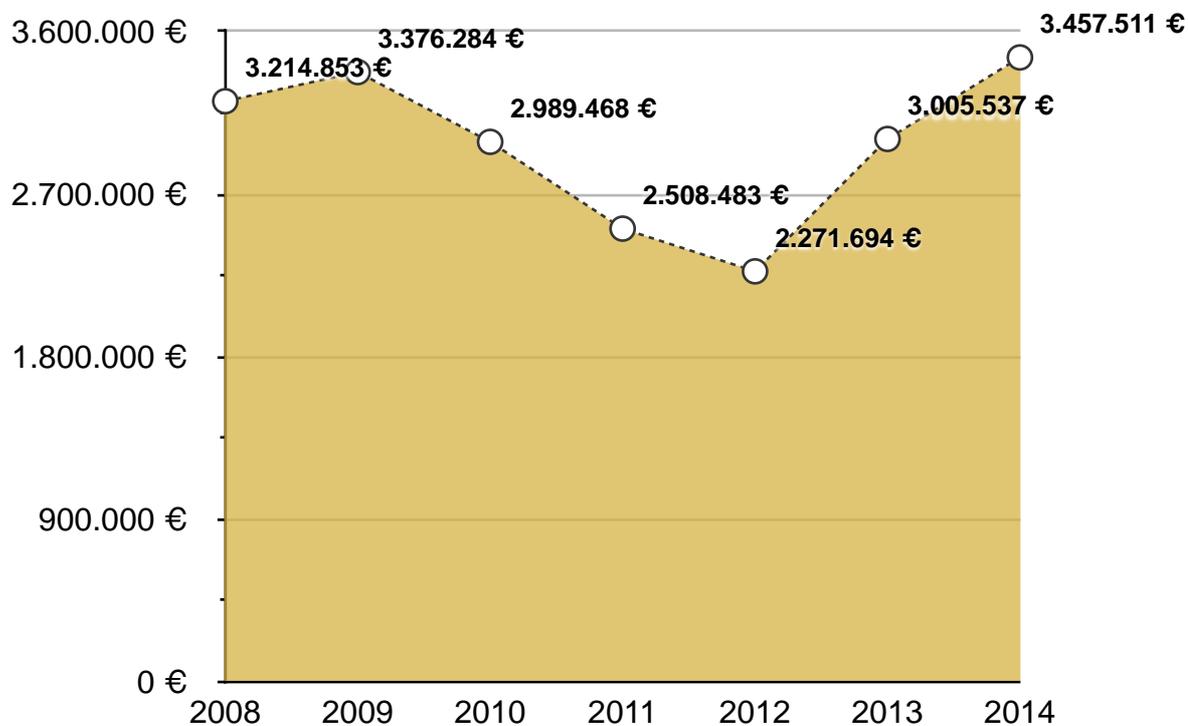
**a) Valores Representativos de Deuda.**



Fuente: Basado en Informes CNMV, 2008-2014

Gráfico 6.4 a)

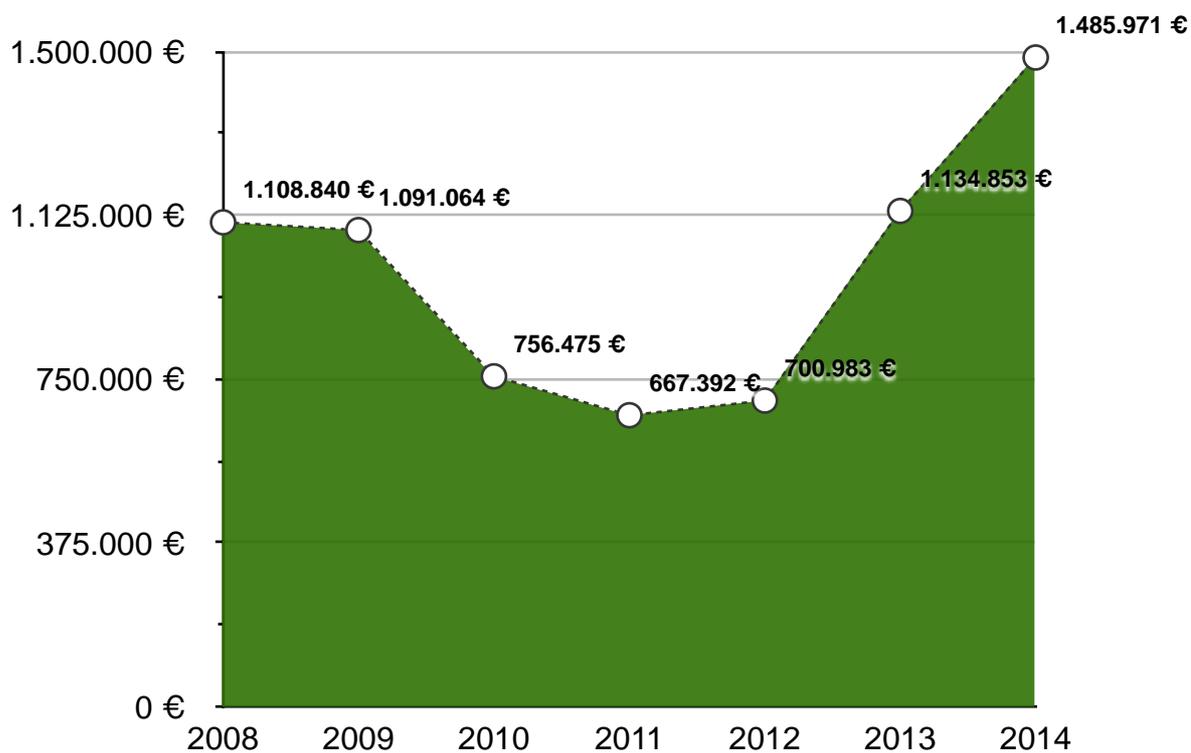
**b) Instrumentos de Patrimonio.**



Fuente: Basado en Informes CNMV, 2008-2014

Gráfico 6.4 b)

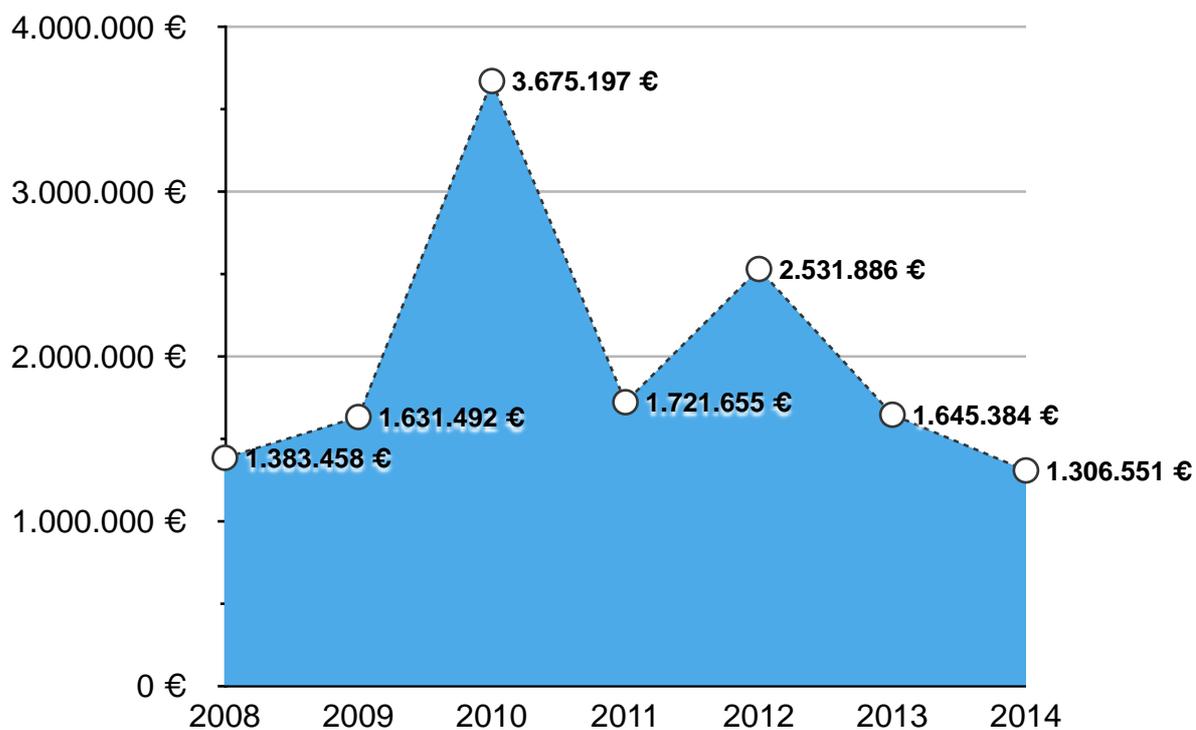
### c) Instituciones de Inversión Colectiva



Fuente: Basado en Informes CNMV, 2008-2014

Gráfico 6.4 c)

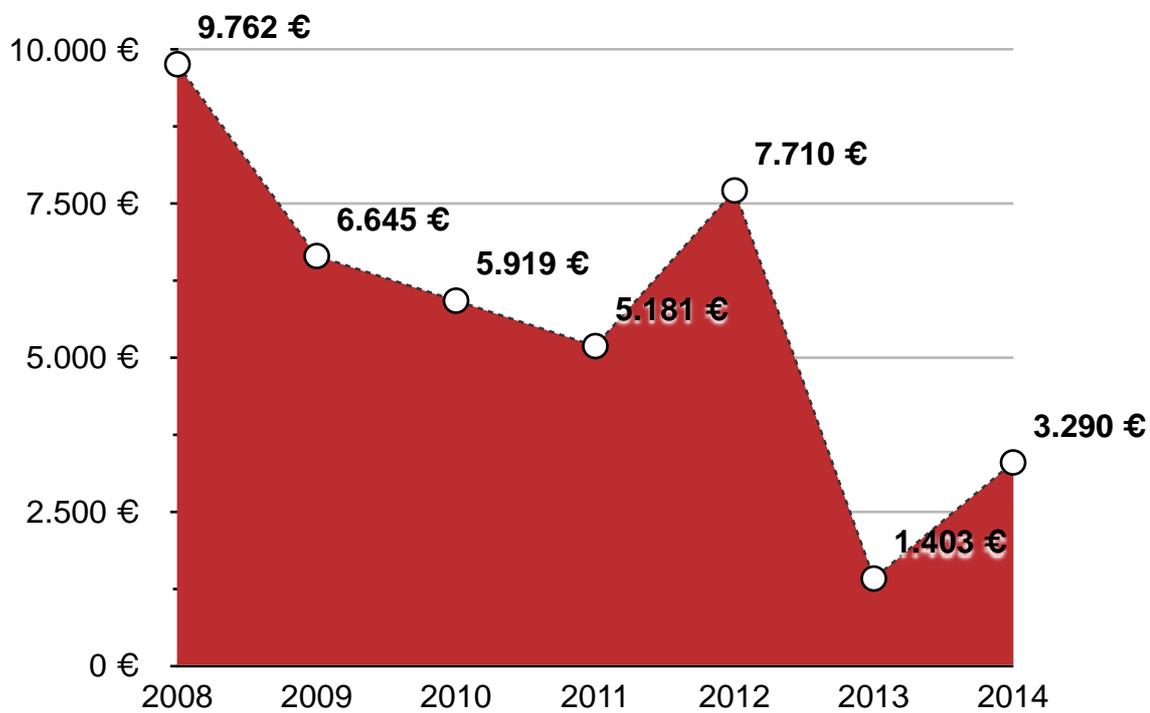
### d) Depósitos de EE.CC



Fuente: Basado en Informes CNMV, 2008-2014

Gráfico 6.4 d)

**e) Derivados**



Fuente: Basado en Informes CNMV, 2008-2014

Gráfico 6.4 e)

f) Comparación Composición de la Cartera Interior de las SICAVs.

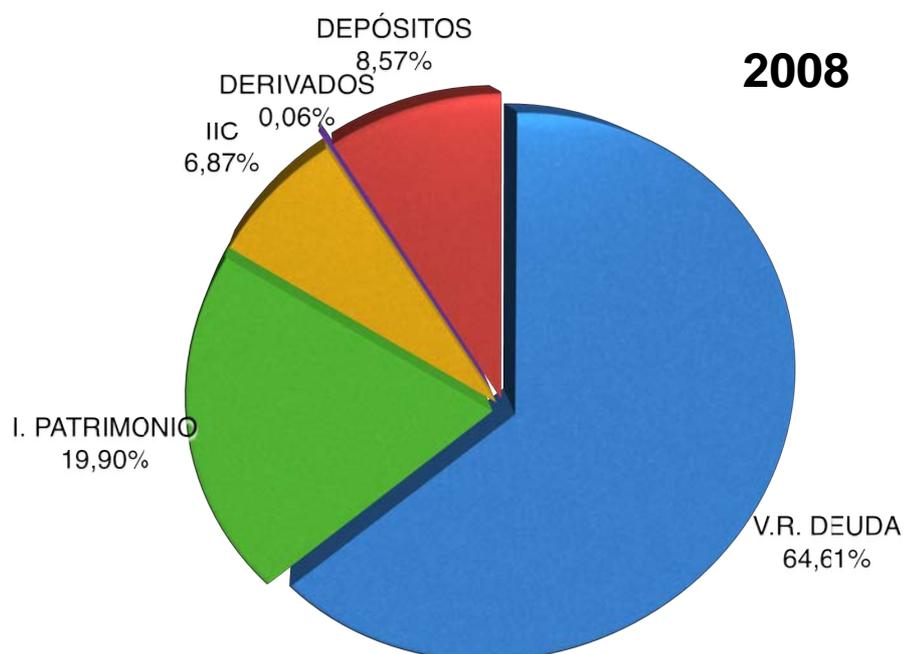


Gráfico 6.5

Fuente: Basado en Informe 2008 CNMV, 2009.

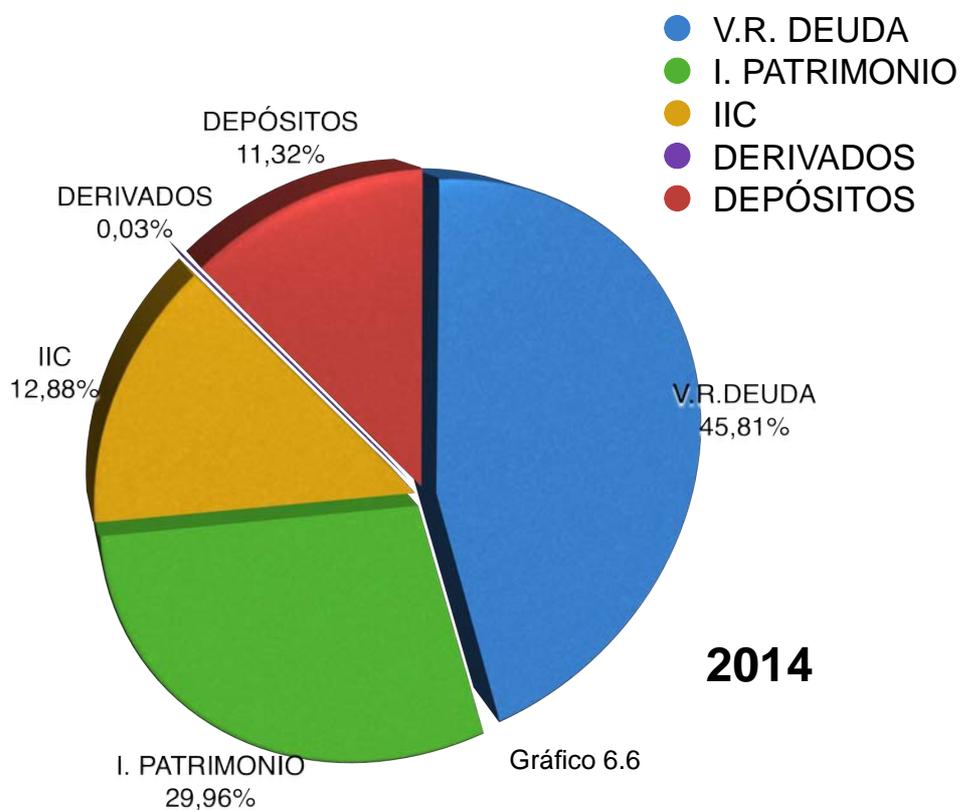
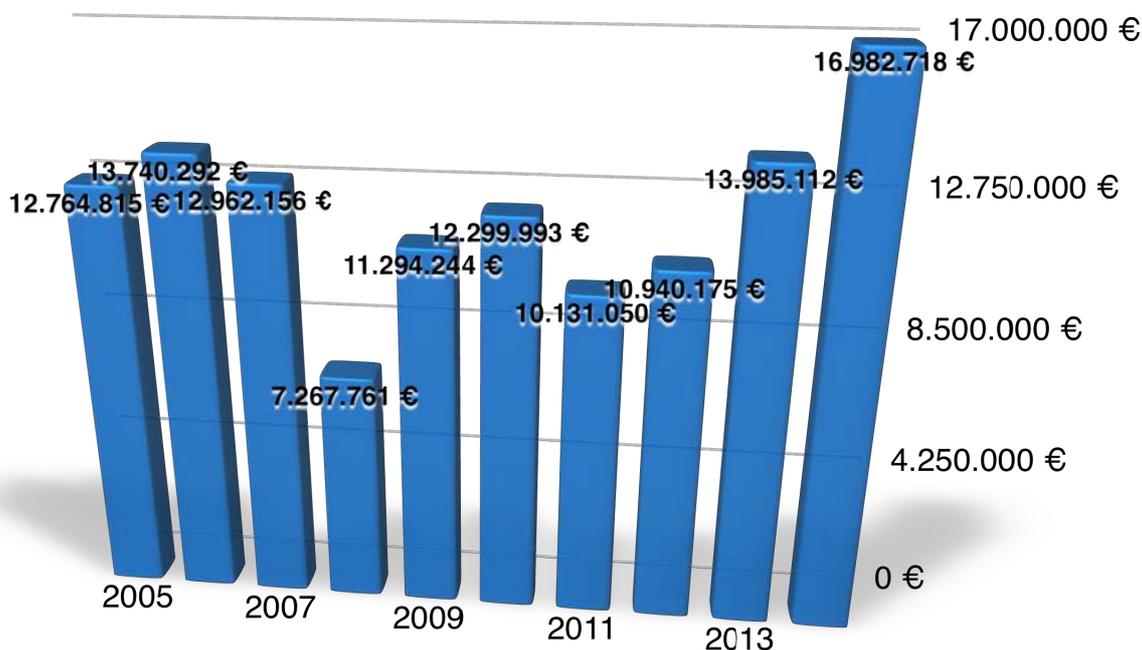


Gráfico 6.6

Fuente: Basado en Informe 2014 CNMV, 2014.

## 6.2.2. Cartera Exterior



Fuente: Basado en Informes CNMV, 2005-2014

Gráfico 6.7

En la primera etapa de esta cartera (primeros años del siglo XXI), podemos observar un crecimiento sostenido de estas inversiones, al igual que ocurría con la cartera interior. En esta etapa, ambas carteras crecían de manera similar, y cada una de ellas representaba alrededor de un 50% de la cartera total.

Y esto es así hasta el año 2006, a partir del cual la inversión en activos financieros del exterior comienza a caer, caída que se produce con anterioridad en estos activos que en los activos de la cartera interior, debido al clima de incertidumbre que se generó en aquellos años a nivel internacional por la crisis bancaria de Estados Unidos. De este modo, esta crisis, que anticipó a la de nuestro país, hizo que se dejara de invertir en cartera exterior y, en su lugar, se apostara principalmente por la inversión en la en activos financieros de la cartera interior (así queda reflejado en el aumento entre 2006 y 2007 que muestra la gráfica 6.4 en 2008, y en la inversión de 7.267.000€ en cartera exterior frente a los 16.176.000€ en cartera interior).

No obstante, esta gran apuesta por la cartera interior se convertirá en un varapalo para estas sociedades, y para la inversión española en general, ya que en 2008 explota la crisis en nuestro país, uno de los mayores afectados, por lo que las rentabilidades de estas SICAVs alcanzan una media entre el -15% y -20%.

Así, como se puede observar en el gráfico, ante esta situación, la inversión en España da un vuelco, y se vuelve a apostar fuertemente por la cartera exterior (aumento especialmente notorio en 2009, tras el batacazo sufrido el año anterior), que comienza a crecer -por lo general- hasta nuestros días, donde los activos financieros de esta cartera se han ido revalorizando, hasta componer la mayor parte de la cartera de las SICAVs (17.000.000€ invertidos en cartera exterior frente a 11.500.000€ en cartera interior).

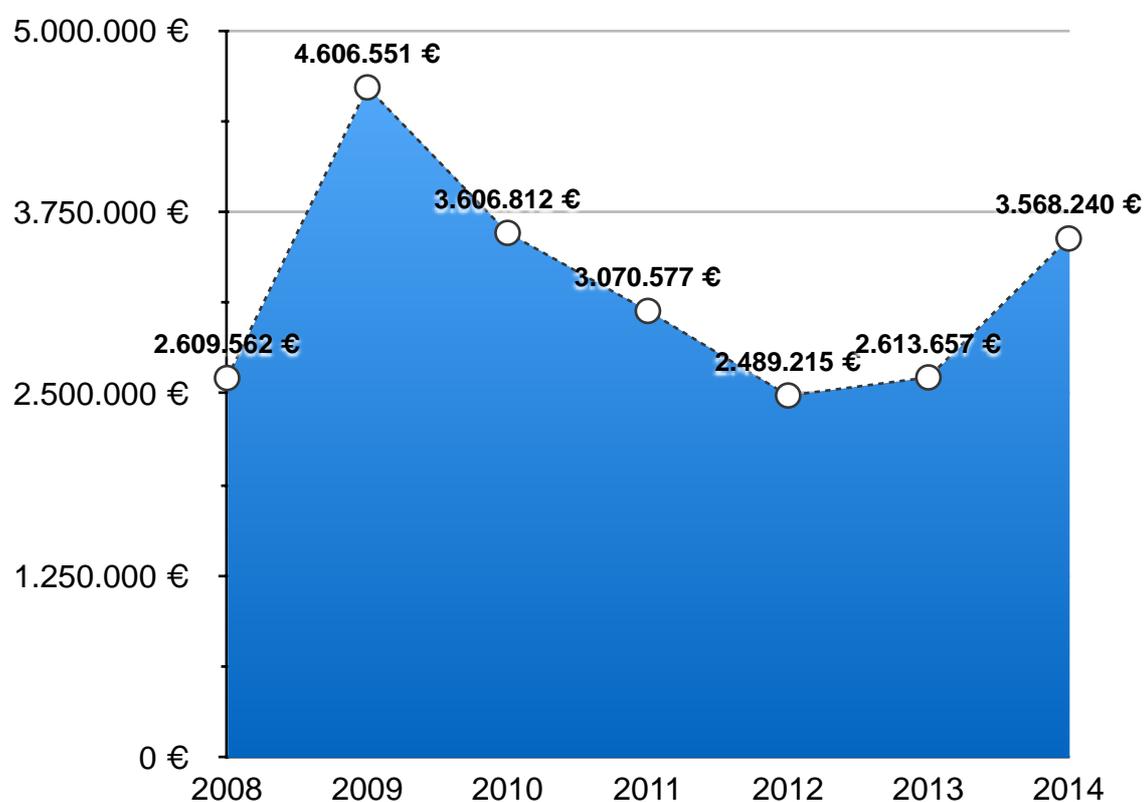
Si nos centramos en los activos que componen esta cartera, podemos comprobar que, por lo general, su evolución sigue un dibujo radicalmente distinto al de sus similares en la cartera interior. La justificación es que estos gráficos, que muestran la evolución a partir de 2008, reflejan de una manera clara la gran apuesta por los activos financieros de la cartera exterior, en estos últimos años, en detrimento de la cartera interior. Así, en concreto:

- **Los valores representativos de deuda** son los que más notan la gran apuesta por la cartera exterior a partir de 2008, llegando a duplicarse su inversión en el año 2009. Luego caen en detrimento de los instrumentos de patrimonio y las IIC, al igual que ocurre en la cartera interior, hasta 2012. A partir de este año comienza a recuperarse la inversión en estos activos, y en 2014, coincidiendo con el auge de estas sociedades, sufren un gran aumento.
- **Los instrumentos de patrimonio y los IIC** (Fondos de Inversión), siguen una misma línea: crecen a partir de 2008, hasta 2010 (año de la nueva regulación fiscal de estas sociedades, que disminuyen en general) donde ambos sufren una ligera caída, para luego recuperarse a partir del final de 2011 hasta nuestros días.
- **Los depósitos en entidades de crédito** caen, por línea general, en esta etapa. Y es que en estos años de gran apuesta por la cartera exterior, los depósitos, que por lo general ofrecen muy bajas rentabilidades, no suponen un gran atractivo para los

inversores. Además, a la hora de apostar por depósitos, los inversores prefieren hacerlo por el producto nacional (aquí hablamos de miles de euros invertidos, mientras que en los nacionales de millones).

- **Los productos derivados** siguen un dibujo peculiar: en esta etapa aumentan de manera constante hasta 2014, año en el que caen -a diferencia del resto de activos-, hasta suponer una inversión menor a la que representaban en 2008.

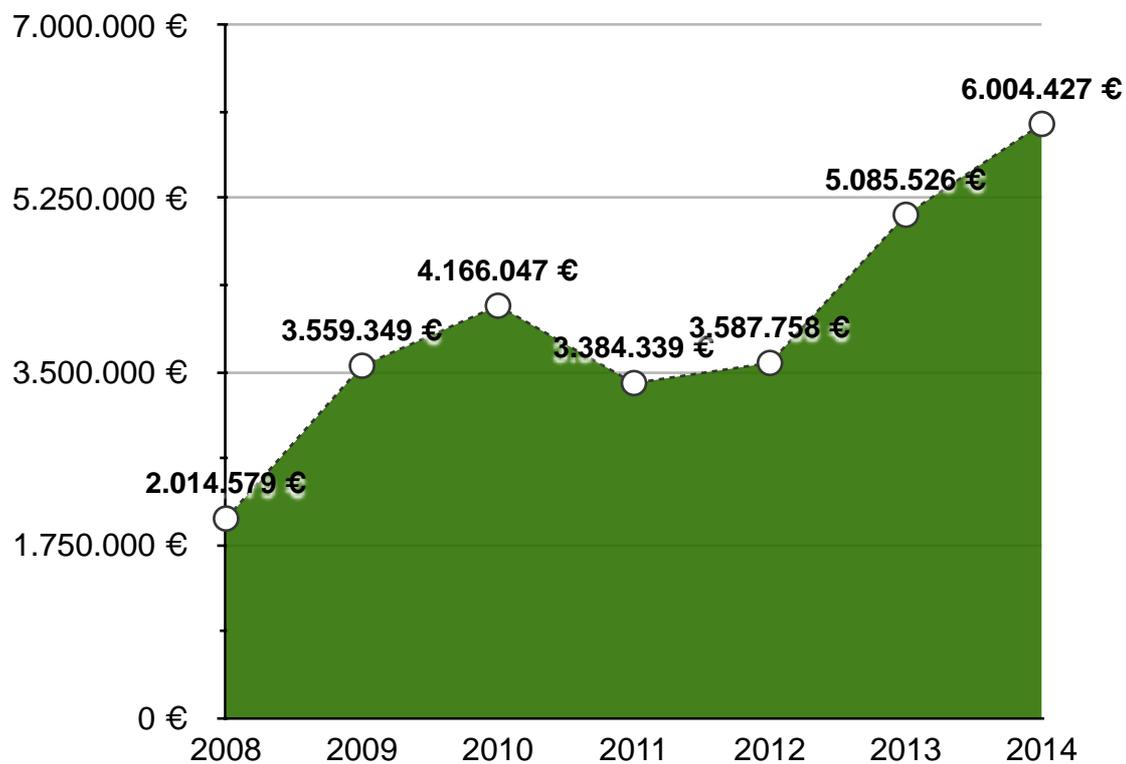
### a) Valores Representativos de Deuda.



Fuente: Basado en Informes CNMV, 2008-2014

Gráfico 6.7 a)

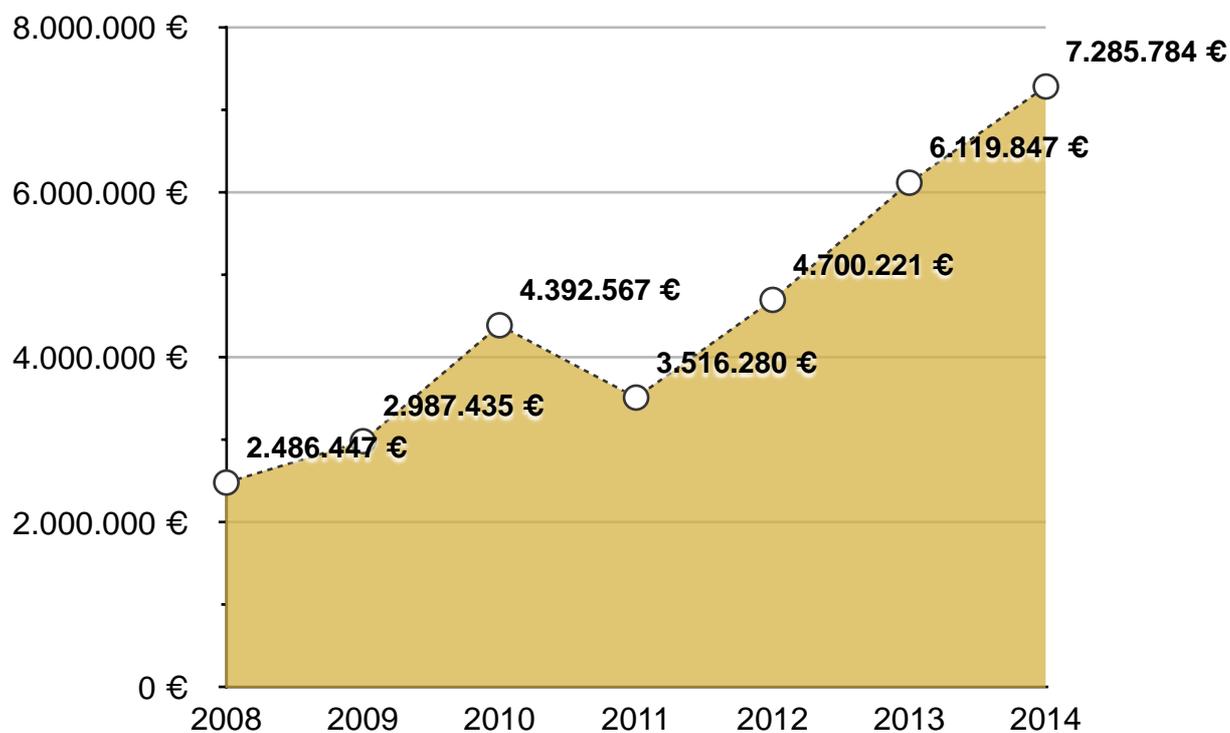
**b) Instrumentos de Patrimonio.**



Fuente: Basado en Informes CNMV, 2008-2014

Gráfico 6.7 b)

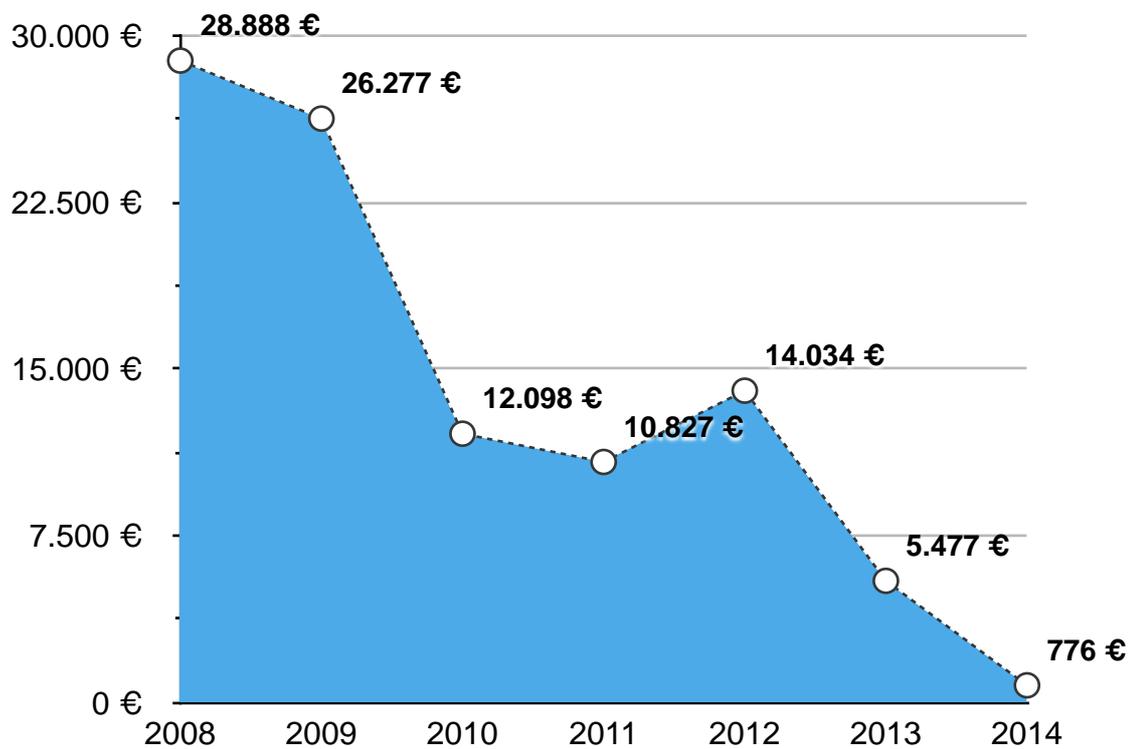
**c) Instituciones de Inversión Colectiva.**



Fuente: Basado en Informes CNMV, 2008-2014

Gráfico 6.7 c)

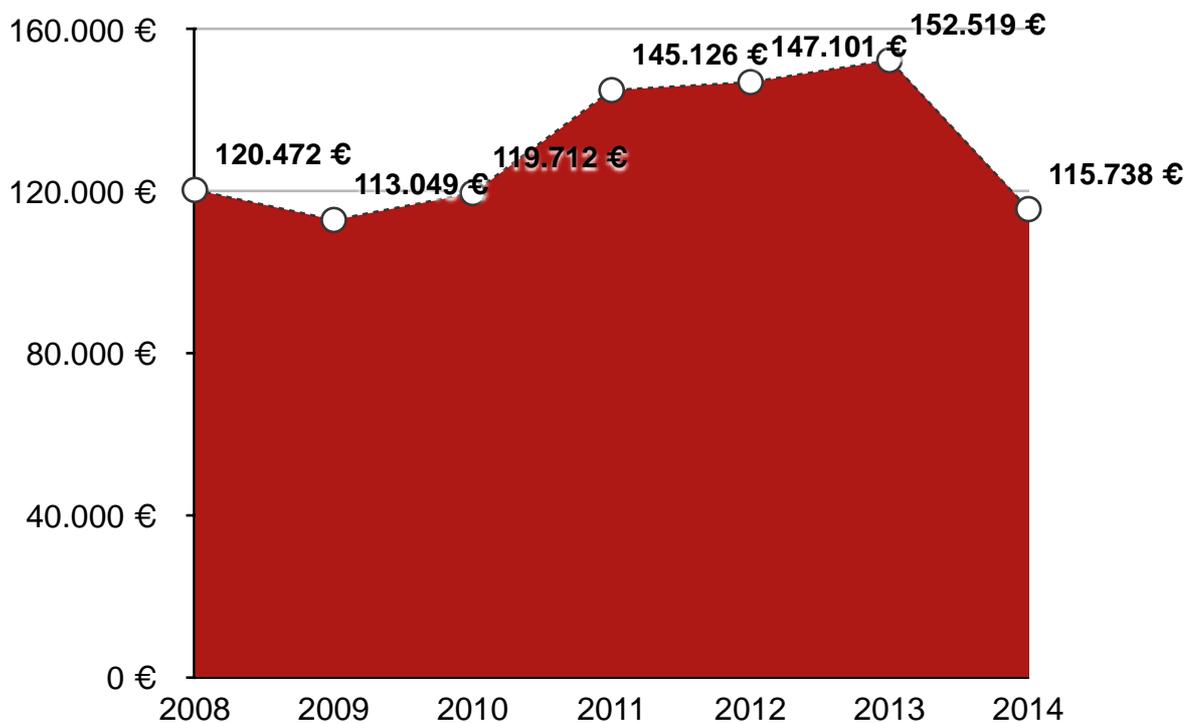
**c) Depósitos de EECC.**



Fuente: Basado en Informes CNMV, 2008-2014

Gráfico 6.7 d)

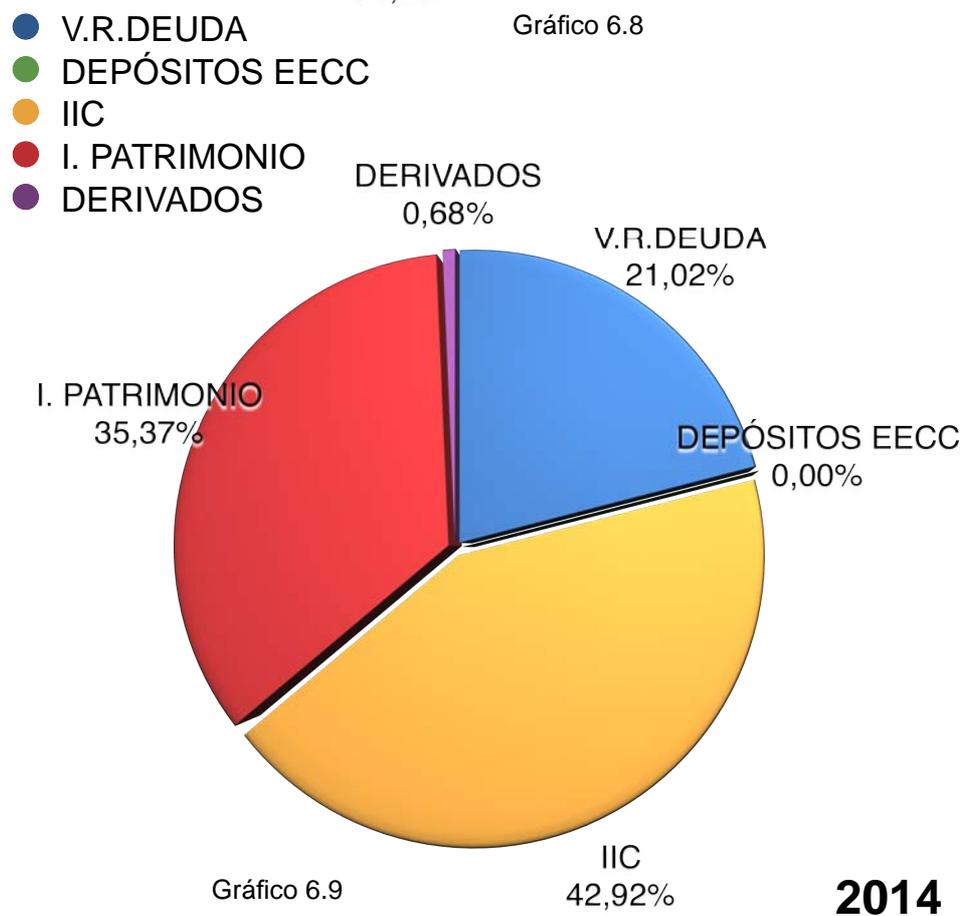
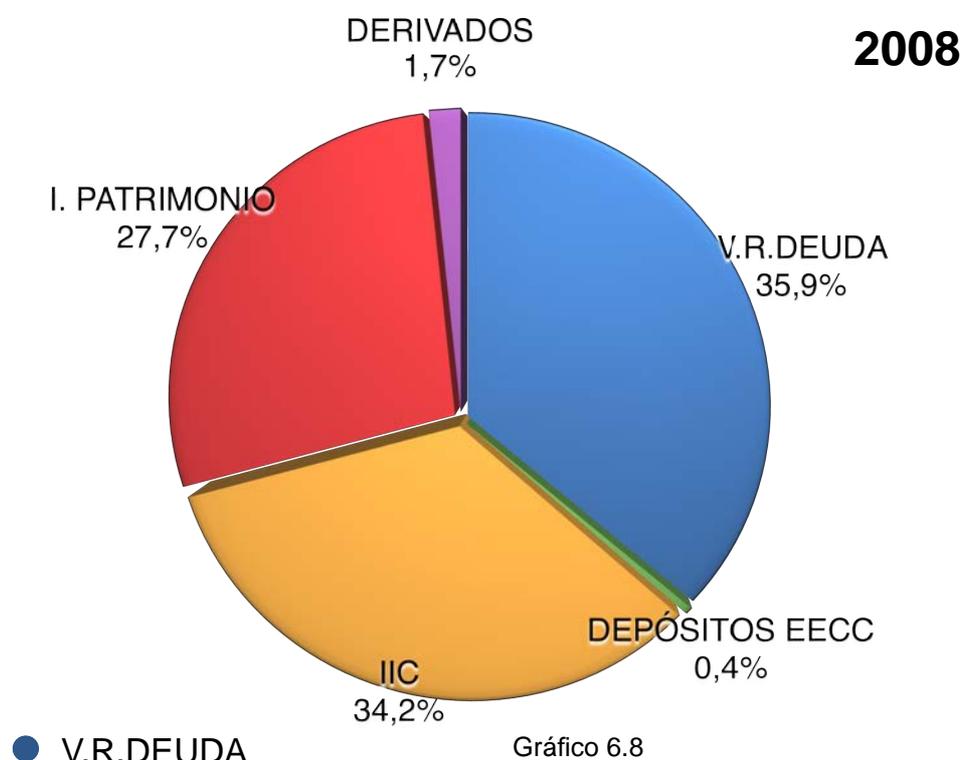
**d) Derivados.**



Fuente: Basado en Informes CNMV, 2008-2014

Gráfico 6.7 e)

f) Comparación Composición de la Cartera Exterior de las SICAVs.

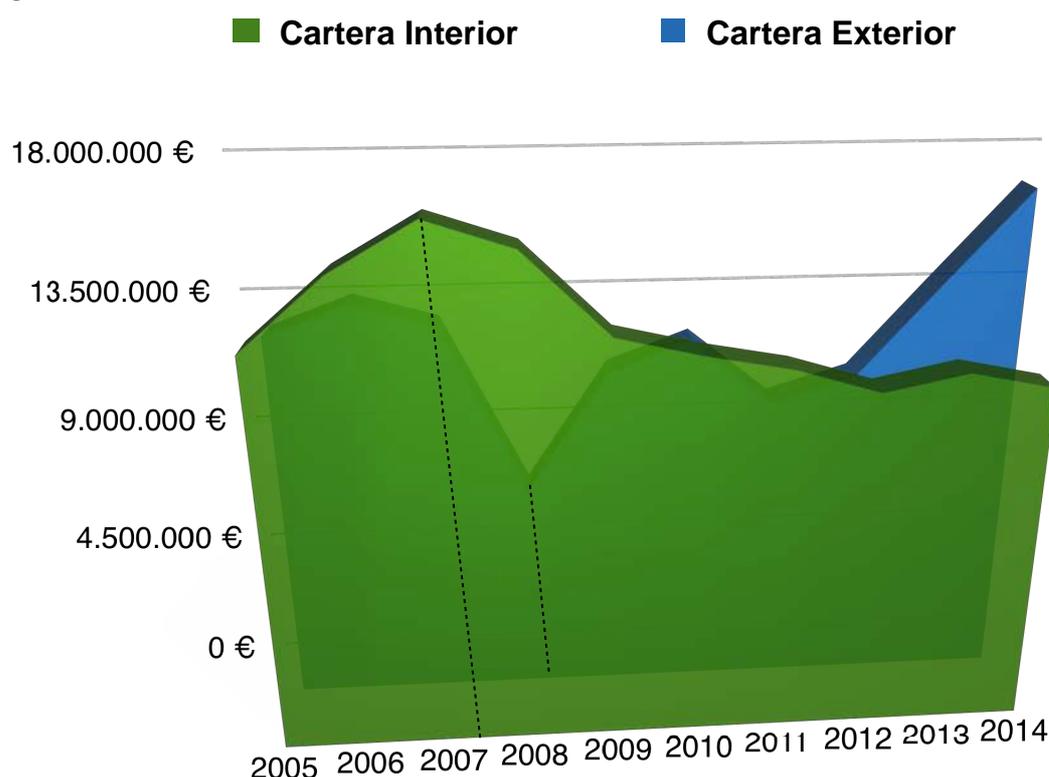


Fuente: Basados en Informes 2008 y 2014 CNMV, 2014.

### 6.2.3. Conclusión.

En conclusión, podemos apreciar que en la evolución de la cartera de inversión de las SICAVs nos encontramos con dos etapas que, como no es de extrañar, coinciden con el antes y el después del comienzo de la crisis económico-financiera en la que nos hemos encontrado inmersos durante estos últimos años, en un contexto tanto internacional como nacional.

La primera etapa, por tanto, iría desde el principio del siglo XXI hasta finales del año 2007. En esta etapa, hemos podido observar que ambas carteras, tanto la interior como la exterior, siguen un crecimiento sostenido y equilibrado entre ellas. Esta situación primera que viven ambas carteras se debe al gran crecimiento económico experimentado en esta etapa y a un aumento de la cultura financiera del público en general.



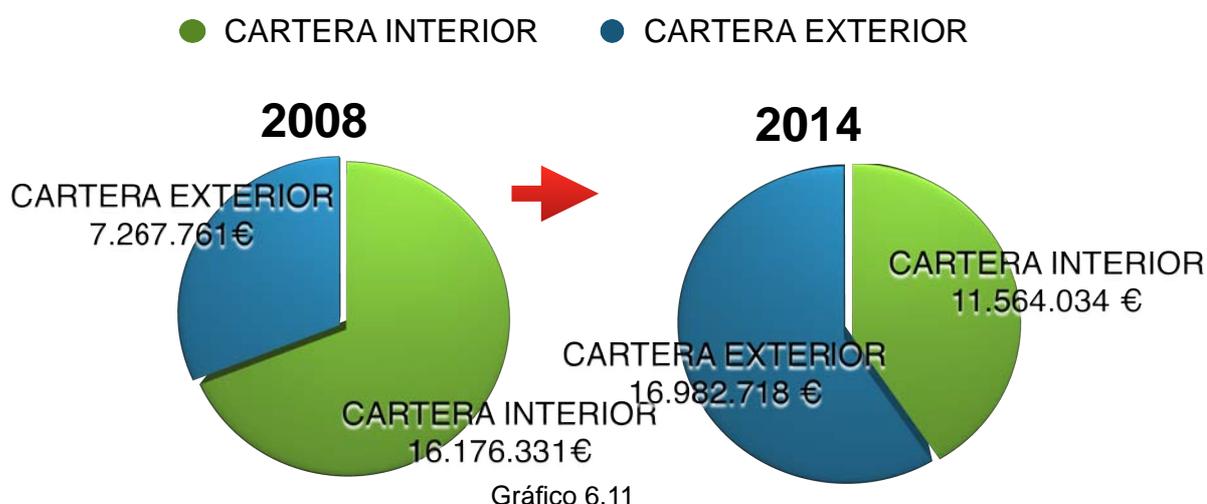
Fuente: Basado en Informes CNMV, 2005-2014

Gráfico 6.10

Por otro lado, la segunda etapa -en la que hemos centrado nuestro estudio-, vendría iniciada por el clima de incertidumbre que se genera a nivel internacional ante la crisis

bancaria de Estados Unidos, y que derivaría en una crisis económico-financiera nacional, especialmente grave en nuestro país, que marcaría profundamente esta etapa.

Por tanto, en esta etapa nos encontramos con dos momentos. En 2008, un primer momento en el que, ante el contexto internacional que supone la crisis bancaria de EE.UU, estas sociedades apuestan fuertemente por la inversión en activos financieros de la cartera interior, en detrimento de la exterior, para intentar defenderse de este riesgo internacional.



Fuente: Basado en informes 2008 y 2014 CNMV

Sin embargo, en 2008 nuestro país se sumerge plenamente en una crisis a nivel nacional, con el estallido de la burbuja inmobiliaria y con un sistema bancario muy dañado, por lo que esta fuerte apuesta por la inversión de activos financieros de la cartera interior supone un gran batacazo para estas formas de inversión, originando una rentabilidad media de alrededor de un -15%. De esta manera, y en respuesta al duro golpe, el año siguiente todas las estrategias de inversión de las SICAVs dan la vuelta, y en 2009 dirigen sus inversiones hacia los activos financieros de la cartera exterior.

Desde entonces, hasta nuestros días, el crecimiento (decrecimiento en el caso de la interior) de estas carteras se mantiene, con algunos puntos de inflexión en dos años a señalar: el 2010, con la aprobación por el Gobierno del nuevo régimen fiscal de estas sociedades, y el 2013, año en el que comienza el fin de la crisis y los activos financieros

que componen las carteras (especialmente la cartera exterior) se revalorizan, lo cual supone el inicio del auge de estas sociedades.

Por último, respecto a la composición de estas carteras, cabría señalar la disminución del valor de las inversiones en valores representativos de deuda y el aumento del valor de estas en instrumentos de patrimonio y IIC (F.I. en su mayoría), en ambas carteras por lo general. A su vez, los depósitos nacionales en entidades de crédito crecen durante estos años, hasta 2013-2014, al actuar como valores refugio; mientras que la inversión en productos derivados disminuye en ambas carteras.

### 6.3. Rentabilidad de las SICAVs.

Ante la dificultad de encontrar la rentabilidad media de estos instrumentos de inversión en las publicaciones y estadísticas de la CNMV, hemos realizado un análisis de esta rentabilidad media teniendo en cuenta las 22 SICAVs más populares de nuestro país (aquellas con más de 500 accionistas), a fin de mostrar un análisis aproximado de la evolución histórica de la rentabilidad que han ofrecido estos instrumentos financieros en los últimos años. Para ello hemos usado como fuente los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de cada una de estas SICAVs.

SICAVs más populares	Accionistas	Patrimonio	Rentabilidad 2014 (%)	Rentabilidad 2015 (Enero y Febrero)%
Brunara	7.760	154.699.342 €	8,6	6,0
Torrenova Inv.	4.517	1.094.976.612 €	3,5	2,8
Cia. General de Inversiones	2.120	13.670.475 €	5,4	8,1
Cartera Bellver	1.782	357.278.520 €	6,0	5,8
Financiera Ponferrada	1.582	45.992.370 €	2,8	9,6
Lluc Valores	1.321	180.297.981 €	6,8	9,6
Barclays Inversiones	1.143	4.269.091 €	6,0	8,4
Geiser Inversiones	1.101	26.659.244 €	8,8	1,4
Inv. Herrero	1.097	15.095.091 €	6,4	6,0

<b>PBP Cartera Flexible</b>	820	34.017.853 €	-0,9	5,5
<b>Invermay SICAV</b>	737	82.998.624 €	3,7	8,9
<b>Elcano Inversiones Financieras</b>	674	89.757.294 €	-4,2	5,3
<b>Gerlocapital</b>	664	10.921.970 €	12,8	11,4
<b>Centaurus</b>	599	9.476.724 €	4,0	4,9
<b>Medigestión</b>	593	28.427.811 €	4,5	4,0
<b>PBP Cartera Premium</b>	539	43.427.260 €	0,8	3,1
<b>Santander PB Renta Fija 1</b>	523	37.795.303 €	2,7	1,0
<b>PBP Dólar Premium</b>	517	40.859.195 €	13,2	8,3
<b>Solventis Eos</b>	512	29.446.545 €	7,8	9,6
<b>BI Premiere</b>	508	2.994.972 €	2,2	8,3
<b>Lierde</b>	506	98.909.483 €	-0,2	15,3
<b>AF Dobra</b>	515	20.771.690 €	1,8	11,5

Fuente: "Morningstar", 2015

Tabla 6.1

De este modo, basándonos en la rentabilidad histórica que estas SICAVs han hecho pública a través de sus DFI -recogidos por CNMV-, hemos calculado la rentabilidad media de cada año, desde 2005 hasta nuestros días, en concreto hasta principios de 2015 (Enero y Febrero). Además, por entender que es un dato interesante a los efectos de nuestro estudio, hemos añadido el perfil de riesgo de cada una de ellas. De esta manera, hemos recogido estos valores en una tabla, en la que hemos basado nuestro estudio (ver ANEXO 3).

Con la finalidad de mostrar de una manera clara y sencilla la evolución de la rentabilidad media de las SICAVs más populares, y a los efectos de dar la mejor aproximación posible de la rentabilidad histórica de estas formas de inversión en nuestro país, hemos escenificado los resultados en el siguiente gráfico:

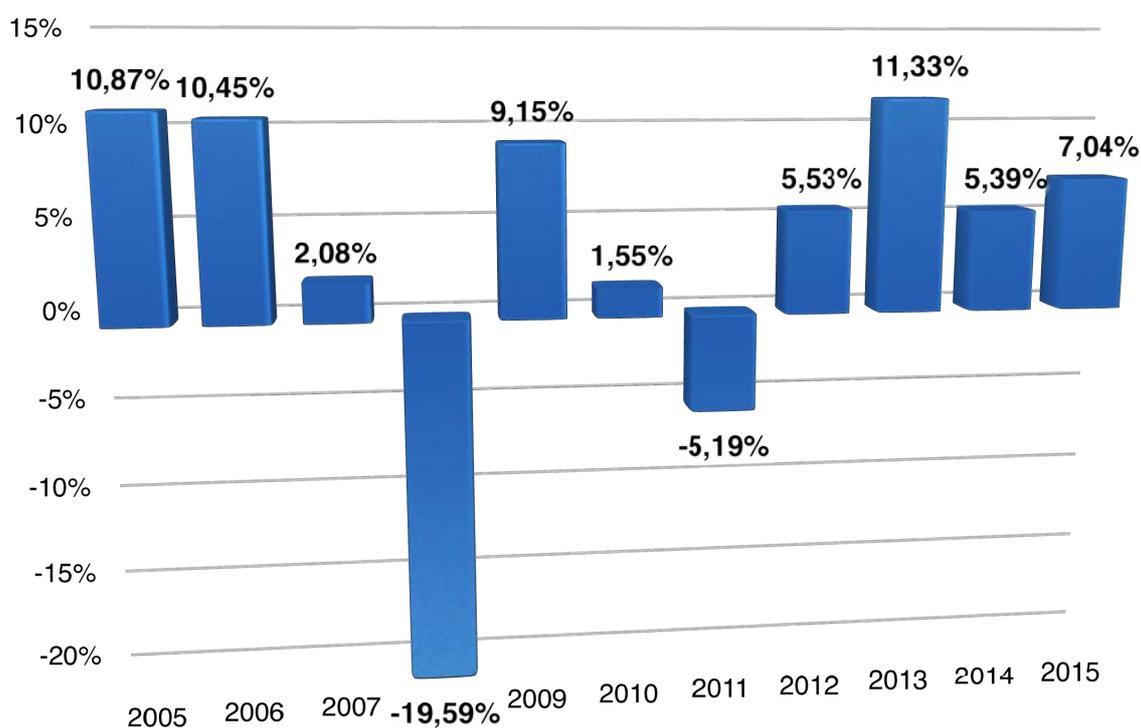


Gráfico 6.12

Fuente: Elaboración propia.

\* Rentabilidad 2014 y 2015 a partir de datos "Morningstar"

Como podemos apreciar, en la rentabilidad de las SICAVs, del mismo modo que ocurre con el resto de parámetros que venimos explicando a lo largo de este análisis económico-financiero, también podemos observar claramente el impacto de la crisis financiera internacional y nacional.

Así, la rentabilidad más llamativa, sin lugar a dudas, es la rentabilidad media que alcanzaron estas sociedades en 2008: en torno a un -15% y un -20%, según tengamos en cuenta o no los valores más extremos (que pueden dispersar los resultados). Recordemos que esta tremendo varapalo a la rentabilidad de estas inversiones tiene su origen en la apuesta en ese año por los activos financieros de la cartera interior, como respuesta al clima de incertidumbre internacional que generó la crisis bancaria de EE.UU, y a la posterior inmersión total de nuestro país en una crisis a nivel nacional, con la explosión de la burbuja inmobiliaria y nuestro sistema bancario gravemente dañado.

Sin embargo, a partir de 2008, podemos apreciar como, en general, la rentabilidad se recupera sensiblemente hacia resultados positivos, salvo en el año 2011. En esta caída sufrida por la rentabilidad suponemos que, entre otros factores, afectó de manera notable la nueva regulación fiscal aprobada en 2010, que supuso una pérdida del atractivo de estas IIC y pudo conllevar una fuga de capitales al extranjero.

Hemos de señalar que la rentabilidad media de 2014 que refleja el gráfico (5,49%), no es la misma que la obtenida en nuestra aproximación (5,14%), pero es el único año, junto a los primeros meses de 2015, cuya rentabilidad de las SICAVs se encuentra a disposición pública (a través de “Morningstar”).

Este 2014 ha sido el año del pleno apogeo de estas SICAVs, en el que algunas de ellas han triplicado el índice formado por las 35 mejores empresas de nuestro país -Ibex 35- (Tabla 3.1), la gran mayoría han superado la rentabilidad conseguida por los Fondos de Inversión (que alcanzaron un 3,7%), y sólo el 5% de ellas acabó en terreno negativo. (Gráfico 7.3.)

Parte de este tremendo éxito lo tiene el buen hacer de las SGIIC actuales, entre las cuales encontramos entidades de crédito que han apostado muy fuerte por estas formas de inversión (Bankinter, UBS, BBVA), que han ido ido evolucionando hasta ofrecer una alta profesionalidad y una gran calidad en la gestión de los activos financieros que componen la cartera de estas sociedades. Según su número de SICAVs nos quedarían:

<b>SGIIC</b>	<b>Nº SICAVs 2014</b>	<b>Nº SICAVs 2013</b>	<b>Variación (%)</b>
<b>Santander</b>	522	530	-1,50
<b>Bankinter</b>	371	288	28,81
<b>BBVA</b>	334	304	9,86
<b>UBS</b>	208	195	6,66
<b>Banco Sabadell</b>	182	166	9,63
<b>Credit Suisse</b>	175	149	17,44
<b>La Caixa</b>	151	143	5,59
<b>Banca March</b>	137	111	23,42
<b>Banco Madrid</b>	88	63	39,68
<b>Deutsche Bank</b>	82	81	1,23

Fuente: “El Confidencial”, 2015

Tabla 6.2

Por último cabe señalar que, si el año pasado fue el mejor en la historia de estas sociedades, las expectativas para este 2015 son todavía mayores. Así, solo en los dos meses que llevamos de año ya se han constituido alrededor de unas 25 SICAVs, y se espera que este año se supere con creces el registro del número de SICAVs existentes en 2008 (3.347). Además, no se espera únicamente un crecimiento del número de entidades, si no también de su rentabilidad, ya que la media que han ofrecido estas sociedades en las seis primeras semanas del año es de un extraordinario 7,04%.

## 7. COMPARATIVA CON FONDOS DE INVERSIÓN.

En este punto vamos a analizar el atractivo de las SICAVs frente a la IIC por excelencia en nuestro país, utilizando como principal baza una comparación entre la rentabilidad ofrecida por ambas formas de inversión.

Características	SICAV	Fondos de Inversión
Forma Jurídica	Sociedad Anónima	Patrimonio Colectivo
División del Capital	Acciones	Participaciones
Cotización	Sí, Bolsa/MAB	No
Gestión	Autogestión/Gestora	Gestora
Política Inversión	Flexible	Restringida
Restricciones a la inversión	Sí	Sí
Valor liquidativo	Diario	Diario
Liquidez diaria	Sí	Sí
Personalidad Jurídica	Sí (S.A.)	No
Junta General de Accionistas	Sí	No
Tributación IS	1%	1%
Exención tributación por operaciones	Sí	Sí
Posibilidad de traspaso sin tributar ("diferimiento")	Sí (*2 requisitos)	Sí
Tributación plusvalía acciones	IRPF	IRPF

Fuente: Elaboración propia.

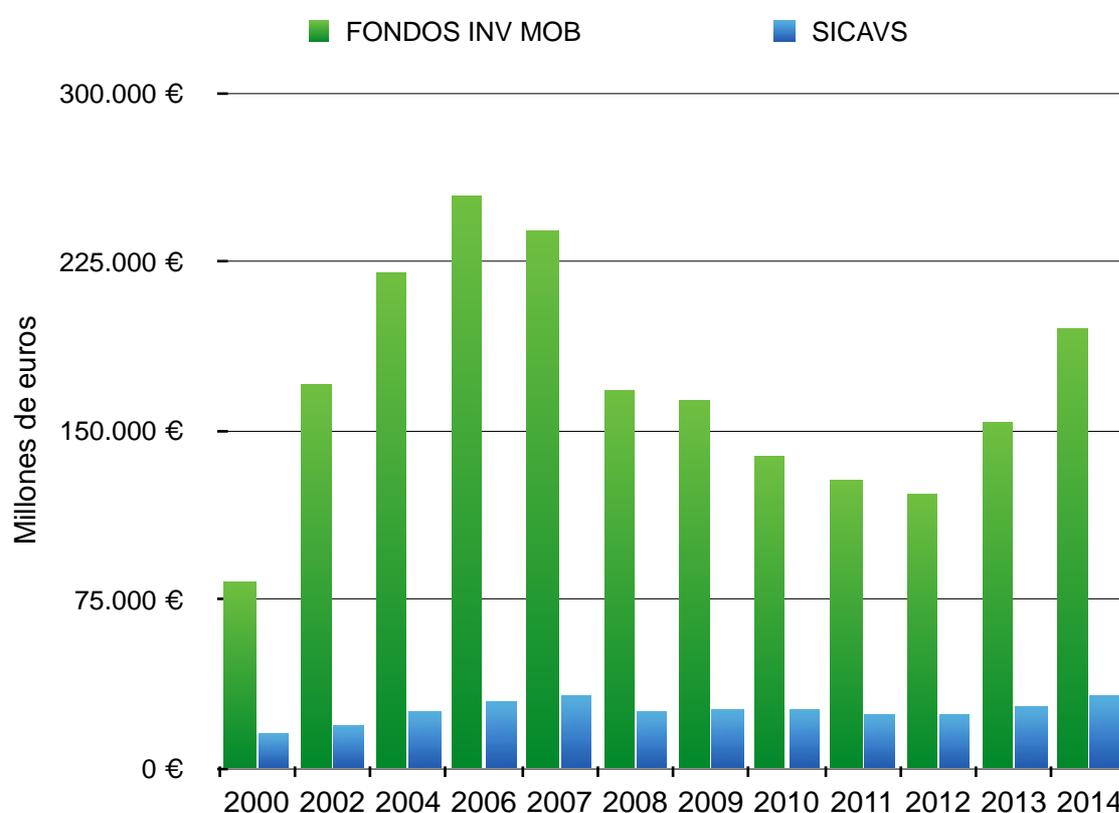
Tabla 7.1.

En primer lugar, para una mejor comprensión de este apartado, hemos repasado de forma clara y sencilla las principales diferencias teóricas de estas dos IIC.

Hoy en día en España, los Fondos de Inversión, frente a las SICAVs, son una forma de inversión colectiva mucho más extendida y popular, debido a la cultura financiera de nuestra sociedad, que se caracteriza por una fuerte aversión al riesgo (por lo general las SICAVs asumen un mayor riesgo en sus inversiones que los Fondos de Inversión), y a la poca popularidad de la que han gozado estas SICAVs históricamente. Esto en la práctica se traduce en una mayor inversión de capital en los Fondos que en las SICAVs.

No obstante, con la evolución de la cultura financiera de la sociedad española y la pérdida de la impopularidad histórica de las SICAVs, estas sociedades están cobrando cada vez más peso en nuestro país, aunque muy lejos todavía de las cifras de patrimonio invertido en los Fondos de Inversión.

De esta manera, la evolución del patrimonio invertido en ambas IIC quedaría de la siguiente forma:



Fuente: Basado en Informe 2014 INVERCO, 2015.

Gráfico 7.1.

Así, como podemos apreciar en el gráfico, el patrimonio de ambas instituciones siguen la misma tendencia de crecimiento, por lo general, con dos etapas divididas por inicio de la crisis financiera, y el comienzo de una tercera etapa de recuperación económica partir de 2013.

Sin embargo, aunque sigan una línea de crecimiento similar en su evolución, podemos observar claramente una diferencia enorme entre las cantidades de patrimonio invertido en ambas formas de inversión colectiva, de manera que, a modo de ejemplo, en el pasado 2014, el patrimonio invertido en Fondos de Inversión (194.844€) fue casi seis veces el invertido en SICAVs (32.339€).

En concreto, la inversión actual en las Instituciones de Inversión Colectiva quedaría de la siguiente forma:

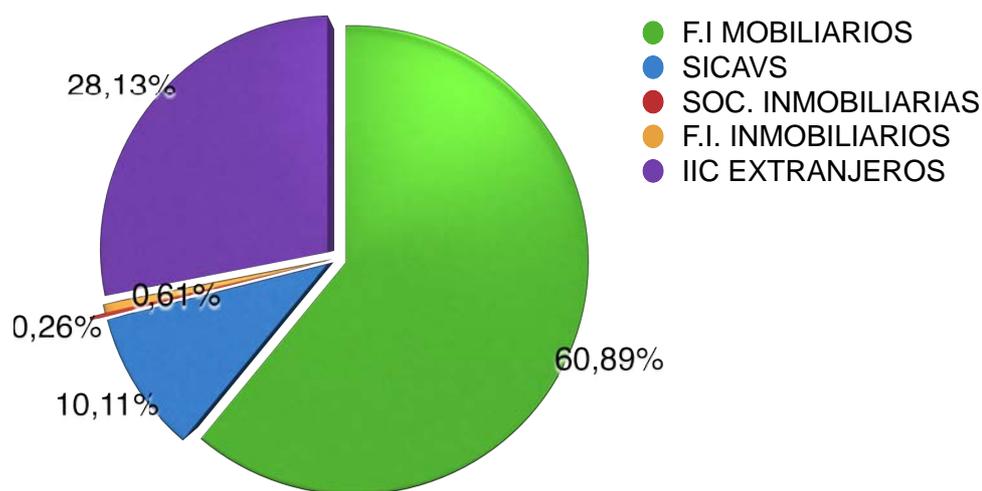


Gráfico 7.2.

Fuente: Basado en Informe 2014 INVERCO, 2015.

Aun así, se ha de señalar que la diferencia abismal entre el patrimonio invertido en ambas IIC, no ha implicado tal diferencia en la rentabilidad histórica ofrecida por ambos instrumentos financieros, y es que el aumento del patrimonio de las SICAVs en los últimos años se debe principalmente a la revalorización de sus carteras, mientras que el de los Fondos a entradas de capital nuevo.

En el punto anterior, hemos analizado la rentabilidad histórica de las SICAVs en la última década, obtenida a través de una media de las SICAVs más importantes. En cambio, en el caso de los Fondos de Inversión, al ser un instrumento más popular, si hemos podido conseguir su rentabilidad histórica a partir de datos públicos ofrecidos directamente por la CNMV:

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
5%	5,6%	2,7%	-4,2%	5,7%	-0,04%	1,35%	2,08%	1,85%	3,7%
<b>RENTABILIDAD FONDOS DE INVERSIÓN</b>									

Fuente: Basada en Informes 2005-2014 CNMV, 2014.

Tabla 7.2.

De este modo, si comparamos esta rentabilidad histórica de los F.I. con la ofrecida por las SICAVs, nos quedaría la siguiente gráfica:

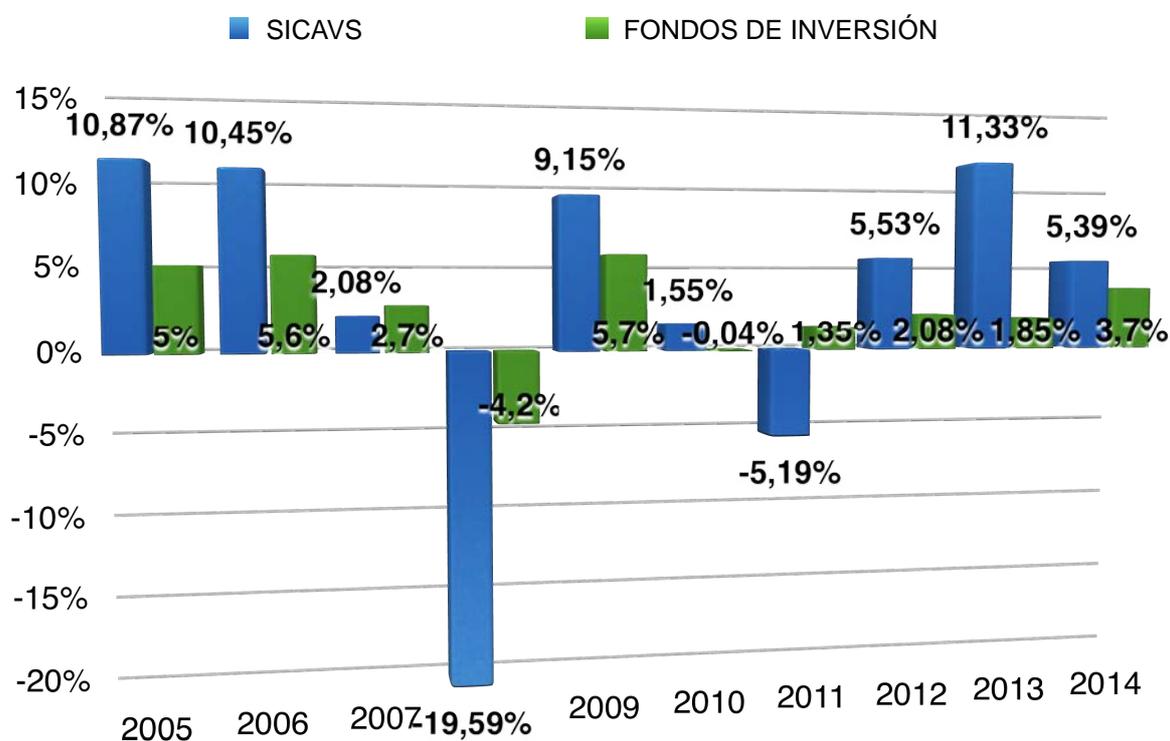


Gráfico 7.3.

Fuente: SICAVs elaboración propia. F.I. basado en Informes 2005-2014 CNMV.

Por lo general, podemos observar que la mayoría de los valores alcanzados por los Fondos de Inversión suelen representar menos de la mitad de los obtenidos por las SICAVs, cuyos valores son más extremos.

En concreto, en la primera etapa, entre 2005 y 2007, la rentabilidad media de los Fondos de Inversión es de un 4,43% mientras que las SICAVs obtienen un 7,8% de media, esto es, un 3,37% más de media.

Ya en 2008, con la llegada de la crisis, se produce una gran caída en las rentabilidades de ambas IIC, siendo la de las SICAVs (entre -15% y -20%) unas cuatro veces la obtenida por los Fondos de Inversión (-4,2%). Esta mayor caída se debe al mayor riesgo que, por lo general, asumen las SICAVs.

En la segunda etapa, entre 2008 y 2013, ocurre prácticamente lo mismo, aunque con una diferencia mayor, ya que la rentabilidad anual media de estas formas de inversión en este periodo es de un 4,474% las SICAVs y un 2,188% los Fondos de Inversión, es decir, más del doble la primera respecto a la segunda.

Por último, en el 2014, la diferencia entre ambas rentabilidades disminuye, pero aún así, las SICAVs siguen obteniendo un mayor porcentaje.

No obstante, estos valores tan extremos son más beneficiosos para el inversor cuando hablamos de rentabilidades positivas, pero del mismo modo, en el caso de rentabilidades negativas, el mayor riesgo asumido va a generar un perjuicio para el inversor mucho mayor, como ocurrió en 2008 y en 2011. En este caso, será el inversor el que deberá ponderar entre rentabilidad buscada y riesgo asumido.

Para concluir, una vez analizada la ventaja financiera que supone la **rentabilidad** ofrecida por las SICAVs frente a la que ofrecen los Fondos de Inversión, vamos recordar brevemente las demás ventajas financieras que hacen de las SICAVs una forma de inversión con mayor atractivo que los Fondos de Inversión:

☆ **Control de la gestión:** Posibilidad de autogestión (SICAV autogestionada) o encargar esta responsabilidad a una Sociedad Gestora (SGIIC). En cualquiera de los dos casos, existe un control de la inversión por parte del accionista (en el primer caso el control

es prácticamente total), a quien se le considera como un partícipe más de la institución, mientras que en los Fondos, no hay posibilidad de autogestión, y el partícipe es considerado únicamente como un inversor, que aporta su capital para que se lo gestionen, pero no tiene control sobre él ni posibilidad alguna de influir en la inversión. El Fondo únicamente atiende a su reglamento interno.

- ☆ **Movilidad:** Si los accionistas no están satisfechos con la SGIIC o la Depositaria, podrán cambiarla, mientras que en los Fondos no gozarían de este grado de “poder”, por lo que, si no están satisfechos, su única opción será no seguir dentro de ese Fondo.
- ☆ **Flexibilidad** de la inversión: Los Fondos de Inversión por ley tienen que tener una política de inversión definida, restringida y estricta, mientras que las SICAVs, gozan de una política de inversión genérica y de gran flexibilidad. De esta manera, van a tener más libertad para “moverse” según las circunstancias del mercado, lo que beneficiará al accionista. El Fondo está sometido a su reglamento interno.
- ☆ **Estrategia de inversión a medida:** En las SICAVs, el accionista tiene la posibilidad de solicitar a su SGIIC una estrategia de inversión a medida, según sus características como inversor. En los Fondos sería al revés, siendo el partícipe quien se debería de ajustar a las particulares estrategias de inversión de los distintos F.I.
- ☆ **Tesorería:** Las SICAVs podrán aumentar o disminuir hasta 10 veces su capital inicial, lo que permite utilizarla como instrumento para gestionar necesidades de tesorería.
- ☆ **Financiación:** Los accionistas de las SICAVs tienen la posibilidad de pignorar las acciones que tienen en la misma, como respaldo a sus necesidades de financiación.
- ☆ **Alcance público:** Todo inversor tiene a su alcance la posibilidad de comprar una acción de la gran mayoría de las SICAVs, ya que cotizan en bolsa o en el MAB, por lo general. Los Fondos, en cambio, son de carácter más exclusivo, por lo que para poder acceder al mismo, por lo general, una comercializadora deberá ofrecerlo.

## **8. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.**

Con este trabajo de investigación hemos tratado de demostrar el gran atractivo financiero del que gozan estas sociedades de inversión, y que éste ha sido la principal razón por la que han sido capaces de sobreponerse a una grave y duradera crisis económico-financiera, unida a una etapa de fuertes presiones sociales, hasta llegar a su éxtasis actual.

En primer lugar, podemos afirmar que el “falso mito” en el que se sostenía el atractivo de estas SICAVs, concretamente su utilización por las grandes fortunas como instrumentos para pagar menos tributos, tenía su razón de ser hasta el año 2011, con el que entró en vigor la nueva regulación del régimen fiscal de estas SICAVs, que pasaría a ser prácticamente el mismo al las demás IIC, y que supuso una fuga de capitales de estas SICAVs nacionales al extranjero, como podemos deducir de la ligera reducción del patrimonio de estas sociedades en ese año.

De esta manera, mediante el análisis de la evolución económico-financiera de las SICAVs, hemos podido comprobar la influencia de este y otros factores, así como la capacidad de estas instituciones para recuperarse y alcanzar su éxito actual.

En concreto hemos podido observar como, en una primera etapa de gran crecimiento económico y aumento de la cultura financiera de la sociedad española, desde comienzo del siglo XXI hasta finales de 2007, las SICAVs experimentan un crecimiento sostenido, tanto en su cartera interior como exterior. Sin embargo en 2008, debido al clima de incertidumbre generado a nivel internacional por la crisis bancaria de EE.UU., estas sociedades apuestan fuertemente por la cartera interior en detrimento de la exterior. La fuerte apuesta por los activos interiores en ese año se encuentra con la total inmersión de España en su particular crisis económica, con el estallido de la burbuja inmobiliaria y un sistema bancario muy dañado, lo que se traduce en una gran desvalorización de la cartera interior y, por tanto, en una rentabilidad media entorno al -15% y -20% al cierre de 2008. Este tremendo varapalo provoca un cambio radical en las preferencias de inversión de las SICAVs, que en 2009 centran sus inversiones en la cartera exterior, que comienza a crecer de manera sostenida hasta nuestros días.

No obstante, hemos de señalar que, si bien el número de instituciones, el número de accionistas y el patrimonio invertido se han visto gravemente perjudicados durante estos años de crisis e incertidumbre económica, no ocurre lo mismo, en líneas generales, con la rentabilidad ofrecida por estas SICAVs . Y es que, salvo en dos excepciones en el año 2008, tras el duro golpe sufrido por la fuerte apuesta en la cartera interior, y en el 2011, con la aprobación por el Gobierno del nuevo régimen fiscal de estas sociedades, las rentabilidades que han venido ofreciendo históricamente las SICAVs han sido extraordinarias, concretamente una media de 7,8% en el periodo 2005-2007, en torno al 4,5% entre el 2009-2013 y un 6,22% entre el 2014 y los dos primeros meses de 2015, superando en todo momento las rentabilidades ofrecidas por su IIC “rival”, los Fondos de Inversión.

Además de la rentabilidad demostrada, hemos visto que existen otras ventajas financieras de las SICAVs frente a los Fondos de Inversión, a destacar la capacidad de autocontrol de la gestión, la movilidad entre SGIIC, la gran flexibilidad en sus objetivos de inversión y, en definitiva, la facultad de establecer una estrategia a medida para el inversor. Estas ventajas hacen de la SICAV el instrumento de inversión financiera que mejor recoge los beneficios particulares de cada forma de inversión, al combinar la capacidad de control de la inversión personal, característica de la inversión individual, y la profesionalidad en la gestión de activos y el alcance a nuevos mercados financieros a través de las SGIIC, propia de las formas de inversión colectiva.

Por último, no hay que olvidar que, pese a que con la nueva regulación fiscal de 2011 se equiparara el régimen de las SICAVs prácticamente al de las otras IIC, éste régimen fiscal sigue siendo un régimen muy atractivo. Con el mismo, el legislador pretende incentivar la inversión, por un lado, proporcionando al inversor individual la facultad de invertir directamente en bolsa o deuda sin tener que pagar impuestos por las plusvalías que generan cada operación, mediante la facultad de diferir el pago de impuestos si llevan a cabo una reinversión y, por otro, favoreciendo el funcionamiento de la actividad de las IIC mediante el tipo impositivo aplicable del 1%.

En conclusión, bajo nuestro punto de vista, ha quedado totalmente demostrado que la SICAV es el instrumento financiero más atractivo de nuestro país, al ofrecer las mismas ventajas fiscales que su homólogo el Fondo de Inversión, mucho más extendido y popular, a la vez que unas mejores ventajas financieras, entre la que cabe destacar su gran rentabilidad. Por lo tanto, mediante nuestro trabajo hemos demostrado que, hoy en día, no sólo ya no existen motivos para recelar de estas sociedades como era usual, sino que, basándonos en el análisis del marco teórico y práctico de estas SICAVs y su evolución económico-financiera, existen motivos más que suficientes para apostar fuertemente por la inversión financiera en estas instituciones, que se encuentran al alcance de todos, ahorradores e inversores, y viven en España su momento de gloria.

## 9. BIBLIOGRAFÍA.

Calvo, A; Parejo, J; Rodríguez, L y Cuervo, A (2014): *Manual del sistema financiero español*, Editorial Planeta, Madrid. 25ª Edición.

Montaño, J (2014): *Análisis de productos y servicios de inversión*, IC Editorial, Madrid.

Peces, J; Rodríguez-Solano, R; Merino, S; Serra, A y Calderón, C (2014): *Manual del asesor financiero*, Ediciones Paraninfo, Madrid.

Bahillo, M; Pérez, M y Escribano, G (2013): *Gestión Financiera*, Ediciones Paraninfo, Madrid.

Varios autores; Coordinador - Uría, F (2007): *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, LA LEY, Madrid.

Moral, C (2012): *Mercados Financieros II*, International Technical & Financial Institute, Madrid.

Manzano, D y Valero, F (2012): *Guía del Sistema Financiero Español*, Empresa Global, Madrid. 6ª Edición.

CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores: *Folletos en los registros oficiales de la CNMV*. En: <http://www.cnmv.es/Portal/Folletos-Registros-Oficiales.aspx>

CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores: *Estadísticas IIC 2005-2014, Publicaciones, estadísticas e investigación*. En: <http://www.cnmv.es/Portal/Menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>

MAB - Mercado Alternativo Bursátil (2013). *SICAV, Descripción del modelo de mercado*. En: <https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/SICAVS>

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones - INVERCO (2015): *Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones, Informe 2014 y perspectivas 2015*. En <http://www.inverco.es/documentos/publicaciones/documentos/>

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones - INVERCO (2014): *Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones, Informe 2013 y perspectivas 2014*. En <http://www.inverco.es/documentos/publicaciones/documentos/>

Morningstar: *Morningstar News- Fundtimes*. En <http://www.morningstar.es/es/news/archive.aspx>

El Confidencial: *Mercados, El Confidencial.com*. En <http://www.elconfidencial.com/mercados>

Expansión: *Invest, Expansión.com*. En <http://www.expansion.com/mercados.html>

El Economista: *Bolsa, Mercados y Cotizaciones, El Economista.es*. En <http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/>

Financial Group: *Noticias, Bolsamanía.com*. En <http://www.bolsamania.com/noticias/>

AMSEL Assesors (2014): *Las SICAVs crecen al mayor ritmo de su historia, Actualidad*. En <http://www.amsel.es/Actualidad/Fichaactualidad>

Mardomingo, J (2012): *Las Instituciones de Inversión Colectiva de Carácter Financiero*, Cuatrecasas Gonçalves Pereira Abogados, Madrid.

Ley 35/2003, de 4 de Noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (revisada por Ley 22/2014, de 12 de noviembre). «BOE» núm. 265, de 05/11/2003.

Reglamento de Desarrollo de la Ley 35/2003 de las IIC (aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, del Reglamento de las IIC). «BOE» núm. 173 de 20/07/2012

Texto refundido de Ley de Sociedades de Capital (aprobado por Real Decreto 1/2010, de 2 de julio). «BOE» núm. 161, de 03/07/2010.

Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades. «BOE» núm. 288, de 28/11/2014.

Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (revisada por la Ley 26/2014, de 27 de Noviembre). «BOE» núm. 285 de 29/11/2006

Ley de Mercado de Valores (24/1988). «BOE» núm. 181, de 29/07/1988.

CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores: *Circulares CNMV, Legislación*. <https://www.cnmv.es/portal/legislacion/legislacion/reciente.aspx>

## 10. ANEXOS

### ANEXO 1. Número de SICAVs, Accionistas y Patrimonio.

2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1.489	3.070	3.149	3.290	3.347	3.232	3.133	3.056	2.986	3.035	3.260
<b>NÚMERO INSTITUCIONES</b>										
2000	2002	2004	2006	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
186.735	338.076	381.300	410.403	435.382	419.606	417.635	420.114	407.185	407.341	450.900
<b>ACCIONISTAS</b>										
2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
15.439	27.617	30.153	31.482	24.656	25.925	26.155	24.145	23.836	27.331	32.339
<b>PATRIMONIO INVERTIDO (millones de euros)</b>										

Fuente: Basada en Informe 2014 INVERCO, 2015.

Tabla 10.1.

### ANEXO 2. Cartera Interior, Exterior y Tesorería SICAVs.

AÑOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>INTERIOR</b>	16.176.331	13.514.335	12.880.135	12.385.321	11.567.963	12.118.895	11.564.034
VR DEUDA	10.435.062	7.400.478	5.435.923	7.460.781	6.021.408	6.304.341	5.286.369
INSTR PATRIM	3.214.853	3.376.284	2.989.468	2.508.483	2.271.694	3.005.537	3.457.511
INST IIC	1.108.840	1.091.064	756.475	667.392	700.983	1.134.853	1.485.971
DEPOSITOS	1.383.458	1.631.492	3.675.197	1.721.655	2.531.886	1.645.384	1.306.551
DERIVADOS	9.762	6.645	5.919	5.181	7.710	1.403	3.290
<b>EXTERIOR</b>	7.267.761	11.294.244	12.299.993	10.131.050	10.940.175	13.985.112	16.982.718
VR DEUDA	2.609.562	4.606.551	3.606.812	3.070.577	2.489.215	2.613.657	3.568.240
INSTR PATRIM	2.014.579	3.559.349	4.166.047	3.384.339	3.587.758	5.085.526	6.004.427
INST IIC	2.486.447	2.987.435	4.392.567	3.516.280	4.700.221	6.119.847	7.285.784
DEPOSITOS	120.472	113.049	119.712	145.126	147.101	152.519	115.738
DERIVADOS	28.888	26.277	12.098	10.827	14.034	5.477	776
<b>TESORERIA</b>	1.021.015	976.350	832.069	854.613	959.689	1.302.040	2.153.907

Fuente: Basada en Informes 2008-2014 CNMV (valores en euros).

Tabla 10.2.

**ANEXO 3. Rentabilidad histórica SICAVs.**

SICAVs (*nºregistro)	Riesgo (1-7)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (EyF)
Brunara(2)	5	11,4	7,5	3,2	-25	20,4	7,9	-5,8	7,3	9,7	8,6	6,0
Torrenova Inv. (32)	3	10,3	7	4,7	-5,4	4,2	3,5	1,8	8,5	6,2	3,5	2,8
Cia. General de Inv. (3163)	5	17,2	19,7	3,8	-22,7	0,3	2,7	-7	-4,4	8	5,4	8,1
Cartera Bellver(159)	4	12	9,5	5	-17,1	8,9	7	-1,9	11,1	9,5	6,0	5,8
Financiera Ponferrada (3138)	7	-	14,5	1,8	-34,8	-6,9	-30,9	-11,9	-19,7	7,8	2,8	9,6
Lluc Valores (170)	5	17,2	10,2	11,6	-28,8	22,7	12,8	-9,7	16,6	12,3	6,8	9,6
Barclays Inv. (35)	6	17,5	10,5	1,2	-22	11,8	4,3	-5,8	-20,7	7,2	6,9	8,4
Geiser Inv. 2000 (1277)	6	-	-	-	-	-	4,3	-3,9	11,8	8,8	8,8	1,4
Inv. Herrero (2283)	4	12,3	11,2	-3,2	-18,5	11,3	3,1	-3,4	5,2	5,2	6,4	6,0
PBP Flexible (3499)	5	-	-	-	-	13	4,1	-3,3	5,3	14,1	-0,9	5,5
Invermay SICAV (25)	5	8,9	15,3	0,3	-27	12,1	-1,9	-6,2	10,6	15,6	3,7	8,9
Elcano Inv. (971)	7	10	10,5	1,8	-3,7	1	10,8	3,8	10,4	32,7	-4,2	5,3
Gerlocapital (211)	5	-	7,3	-2,4	-39,7	15,7	16,9	-9	12	15,7	12,8	11,4
Centaurus (2819)	4	6,6	9,1	4,6	-22,5	0,9	-5,1	-7,6	11,9	10,6	4,0	4,9
Medigestión (2944)	3	8	9	7,7	-22,8	13	7,2	-6,4	3,9	2,8	4,5	4,0
PBP Premium (3264)	4	-	-	6	-0,4	8,3	-18,9	6,5	5,5	4,3	1	3,1
Santander PB Renta Fija 1 (638)	7	-0,9	6,6	2,9	-5,6	7,1	-0,8	1,1	5,7	4,2	2,7	1,0
PBP Dólar Premium(3581)	4	-	-	-	-	4,5	0,9	-2,7	5,2	4,3	13,2	8,3
Solventis Eos (3212)	6	-	-	0,2	-25,8	20,4	9	-17,9	10,8	21,3	7,8	9,6
BI Premiere(61)	5	10,8	8,9	-13,8	-11,3	5,1	-5,9	-14,5	2,2	8,4	2,2	8,3
Lierde(6)	6	-	-	-	-	-	-	-	16,4	27,4	-0,1	15,3
AF Dobra (2316)	5	-	-	-	-	-	-	-	6	13,2	1,8	11,5
<b>RENT. MEDIA</b>		<b>10,87</b>	<b>10,45</b>	<b>2,08</b>	<b>-19,59</b>	<b>9,15</b>	<b>1,55</b>	<b>-5,19</b>	<b>5,53</b>	<b>11,33</b>	<b>5,14</b>	<b>7,04</b>

Fuente: Elaboración propia. Tabla 10.3.

Esta tabla la hemos construido a partir de los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI), contenidos en los folletos que recogen el Perfil Inversor de cada una de las SICAVs mencionadas, disponibles públicamente en la página web de la CNMV.

Hemos escogido estas SICAVs por ser las más populares en España, esto es, aquellas con más de 500 accionistas.

En concreto, hemos recogido sus rentabilidades históricas en tanto por ciento (%) y el Perfil de Riesgo de cada una, en una escala del 1 al 7. Este perfil está calculado en base a datos históricos, por lo que pueden no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo de la SICAV.

El año 2015 es la rentabilidad media de los dos primeros meses, Enero y Febrero, y recoge la rentabilidad media de todas las SICAVs españolas, calculada por “Morningstar”.

Por último señalar que hemos añadido el número de Registro en la CNMV de cada SICAV acompañando al nombre, entre paréntesis.

#### ANEXO 4. Patrimonio Fondos de Inversión e IIC 2014.

PATRIMONIO	2000	2002	2004	2006	2007	2008
<b>FONDOS</b>	83.391	170.801	219.572	254.323	238.823	167.644
<b>DE</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>INVERSIÓN</b>	163.243	138.080	127.772	122.322	153.834	194.844

Fuente: Basada en Informes 200-2014 CNMV.

Tabla 10.4.

PATRIMONIO	2014
<b>FONDOS INV MOB</b>	194.844,00 €
<b>SICAVS</b>	32.339,00 €
<b>SOC INM</b>	826,00 €
<b>FOND INMB</b>	1.961,00 €
<b>IIC EXTR</b>	90.000,00 €

Tabla 10.5.

Fuente: Basada en Informes 2014 CNMV.