UNIVERSIDAD DE LA LAGUNA

ESCUELA UNIVERSITARIA DE CIENCIAS EMPRESARIALES

Grado en Contabilidad y Finanzas

Curso 2014/2015

LAS SICAV EN ESPAÑA: ANÁLISIS FINANCIERO, FISCAL Y ACCIONARIAL

THE SICAV IN SPAIN: FINANCIAL, TAX AND SHAREHOLDER ANALYSIS

Realizado por Gabriel Camacho Cabrera y Jaime Manuel Méndez Mohamed

La Laguna, 1 de Julio de 2015

RESUMEN

La finalidad de este trabajo de fin de grado es arrojar luz sobre las SICAV y desmitificar aquellas ideas populares existentes sobre su opacidad. Para ello, realizamos un estudio de carácter nacional e internacional que abarca los elementos regulatorios vigentes, los aspectos fiscales donde radica una sustancial parte de la polémica que les concierne. Así como un análisis financiero y estadístico. Además, a través de este estudio intentamos identificar aquellos factores que a nuestro parecer son inadecuados por parte de la legislación o que son contradictorios a la definición de colectivos. En definitiva pretendemos poder construir una opinión acorde con la realidad que envuelve a este tipo de sociedades de inversión colectiva y que durante los últimos años ha sido objeto de duras críticas.

ABSTRACT

This final degree project is intended to shed light on "SICAVs" (ICVCs) and bring down the popular myths about their lack of transparency. With that goal in mind we have carried out a national and international research that involves the current regulatory elements, the fiscal aspects which are an essential part of this controversy, and a financial and statistical analysis. Our study also intends to identify those factors that in our opinion are inadequate legally speaking or that are contradictory to the definition of collectives. In conclusion, our purpose is that of building an opinion in accordance with the reality that surrounds these type of societies of collective investment which have been strongly criticized in the last years.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN 5
2. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN SOCIECONÓMICA ACTUAL 6
3. LAS SICAV EN ESPAÑA 7
3.1. CONTEXTO HISTÓRICO 7
3.2. LEYES REGULADORAS DE LA INVERSIÓN COLECTIVA 7
3.2.1. Ley 35/2003 del 4 de Noviembre. 7
3.2.2. Ley 31/2011 de 4 de Octubre. 7
3.2.3. Otros aspectos regulatorios 7
3.2.4. Características notorias de la SICAV 8
3.2.5. La estructura principal de una SICAV 8
3.3. EL NÚMERO DE LAS SICAV EN ESPAÑA 8
3.4. EL CRECIMIENTO DE LAS SICAV EN ESPAÑA 9
3.5. EL ACCIONARIADO DE LAS SICAV 11
4. MARCO FISCAL DE LAS SICAV 14
4.1. ESTRUCTURA FISCAL DE LAS SICAV 14
4.2. TRIBUTACIÓN DE LAS SICAV 14
4.3. TRIBUTACIÓN DE LOS ACCIONISTAS 15
4.3.1. Sujetos al Impuesto de Sociedades (IS) 15
4.3.2. Sujetos al impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) 15
4.4. TRIBUTACIÓN DE LAS SICAV EN EUROPA 17
4.5. EVOLUCIÓN DEL PAGO DE IMPUESTOS EN LA SICAV 18
4.6. LAS SICAV EN EL PAÍS VASCO 19
4.7. VENTAJAS FISCALES DE LAS SICAV 19
5. MARCO FINANCIERO DE LAS SICAV 21
5.1. EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD 21
5.2. CARTERA DE INVERSIÓN 22
5.2.1. Cartera interior y exterior 22
5.2.2. Inversiones Financieras 22
5.2.3. Diversificación del riesgo. 23
5.2.4. Rentabilidad del primer trimestre de 2015 23
5.3. COMPARATIVA SICAV, BOLSA Y LETRAS DEL TESORO 24

5.4. DIVIDENDOS Y LIQUIDEZ 25
5.4.1. Dividendos 25
5.4.2. Liquidez 25
5.5. BALANCE Y PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADO 26
5.5.1. Balance 26
5.5.2. Pérdidas y Ganancias 27
5.5.3. Comentarios 27
6. CONCLUSIONES 28
7. BIBLIOGRAFÍA 30

1. INTRODUCCIÓN

Las SICAV forman parte de las llamadas instituciones de inversión colectiva (IIC), la función de estas instituciones es la de captar, gestionar e invertir fondos, bienes o derechos del público en general de manera colectiva.

Las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) han sido mitificadas como herramientas de evasión y elusión de impuestos, vehículos para la gestión individual de las carteras de inversión o como sociedades cuyo fin es la compra de activos tangibles como yates, coches o bienes inmuebles para el uso y disfrute de los accionistas de la misma. El objetivo de este estudio es desmitificar a las SICAV, dando una visión más cercana a la realidad de las mismas y viendo su comportamiento en los últimos años. Para ello hemos analizado la composición accionarial de las sociedades de inversión colectiva, la fiscalidad y la rentabilidad/riesgo seleccionando una muestra de 500 sociedades de inversión colectiva (un 15% del total) y que tiene un margen de error del más/menos 1.5%. El contenido del estudio está dividido en cinco partes, la primera de ellas explica la situación socio/ económica actual y cómo puede afectar a las SICAV, la segunda abarca lo relativo al crecimiento en números y patrimonio de las SICAV, la estructura de las mismas, la localización en el mapa español y cómo está formado el accionariado. La segunda parte, la compone un análisis fiscal de las sociedades de inversión colectiva y sus accionistas, comparándola con las de otras de la unión europea y viendo sus mayores ventajas. La tercera, es el análisis financiero de estas IIC: rentabilidad, riesgo, cartera de inversión, balance y el cuadro de pérdidas y ganancias son analizados en dicho apartado. Por último, el estudio terminará con las conclusiones a las que se han llegado.

Finalmente, queremos agradecer el trabajo de asesoramiento de Ramón Mendoza Torres, socio-consultor en Garoe Travis Consultores y de Luis Vera, subdirector de Renta 4 Tenerife.

2. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN SOCIECONÓMICA ACTUAL.

En el panorama internacional, la crisis financiera que hace ocho años sacudió los mercados, parece haber menguado considerablemente. Con carácter excepcional existen países cuyos problemas económicos persisten e incluso se acentúan, como es el caso de Grecia que mantiene una dura negociación con sus socios europeos para solventar sus problemas económicos y de momento ha establecido un límite de transacciones dinerarias como ocurriera en el año 2001 en Argentina.

En el panorama nacional se respira optimismo, tanto la crisis financiera como los efectos de la crisis provocada por la burbuja inmobiliaria parece estar llegando a su fin. Las previsión de crecimiento del PIB para España por parte del FMI, que lo sitúa en el 3.1% para 2015 y del 2.5% para 2016, un descenso del paro acumulado de 357.354 personas en los últimos 12 meses (datos hasta mayo 2015), lo que supone una tasa de reducción interanual del 7.8%, así como la confianza recuperada por los mercados entre, otras causas, son argumentos para creer en la recuperación.

No obstante, la situación social del país sigue siendo cuanto menos comprometida. La presencia de una tasa de paro inaceptable, las políticas de austeridad aplicadas, la pérdida de los derechos laborales logrados durante años y como detonante los continuos casos de corrupción por aquellos que gobiernan el país, han agitado a una población que parece decidida a provocar un cambio político sin precedentes ejerciendo su derecho a voto.

Han proliferado alternativos reales al bipartidismo, como ha quedado reflejado en las pasadas elecciones europeas y en mayor medida, en las autonómicas. Teniendo en cuenta la ideología de algunos de los partidos emergentes, claramente de izquierda, podríamos estar ante un nuevo panorama de políticas económicas que a tenor de lo ocurrido con Grecia, a los mercados le sembraría mucha desconfianza.

En este sentido, las SICAV podrían ver modificada considerablemente su legislación en una dirección que podría suponerles un duro revés a sus intereses.

Pese a estos acontecimientos inciertos, se presenta un periodo ilusionante para las SICAV ante las buenas cifras de crecimiento que presentan en estos últimos dos periodos como veremos en adelante.

3. LAS SICAV EN ESPAÑA

3.1. CONTEXTO HISTÓRICO

La necesidad de crear un régimen jurídico especial para las IIC, que enumerara los fundamentos básicos como la movilización del ahorro y la canalización de estos hacia las inversiones así como la protección del inversor, hizo que el legislador regulara por primera vez a estas instituciones, bajo el paragua de la *Ley de 15 de julio de 1952.* Aunque esta ley fue derogada por otras leyes como la ley 26 de diciembre de 1958 entre otras, así como por decretos que se aprobaron en años venideros, es la que constituyó los pilares básicos sobre los que hoy se asienta el marco regulatorio de las IIC y con ello de las SICAV.

Para la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva podemos encontrar diferentes etapas, de creación, de fortalecimiento, estancamiento, expansión y las dos más recientes, la de maduración que comprende el periodo de 2003 a 2007 y la de crisis financiera del 2008 en adelante. Estas dos últimas son las que han moldeado el actual marco regulatorio de las IIC.

3.2. LEYES REGULADORAS DE LA INVERSIÓN COLECTIVA

3.2.1. Ley 35/2003 del 4 de Noviembre.

Esta ley, cuyo objetivo era establecer un régimen jurídico que satisficiera las necesidades de un sector de inversión colectiva que tras una fase de crecimiento, se entraba ya en una fase de madurez. Para ello se asentaba en tres principios, la liberalización de las políticas de inversión, reforzar la protección de los inversores con nuevos instrumentos y el perfeccionamiento del régimen de intervención administrativo.

3.2.2. Ley 31/2011 de 4 de Octubre.

Tiene como objetos además de la transposición de las dos Directivas citadas en el preámbulo de la misma, reforzar la competitividad de nuestra industria en un contexto de mayor integración y competencia, y establecer medidas en aras de una mejora de la supervisión de las IIC y de las sociedades gestoras por parte de la CNMV. Para ello, modifica la Ley anterior de 35/2003, de 4 de Noviembre. También la deroga como aparece en la Disposición Derogatoria, *A partir de la entrada en vigor de la presente ley queda derogada la disposición transitoria quinta de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, así como cuantas disposiciones de igual o menor rango se opongan a lo establecido en esta ley.*

3.2.3. Otros aspectos regulatorios

Existen otras leyes y decretos a tener en cuenta en lo que a la regulación de la SICAV se refieren, como pueden ser el *Real Decreto 1082/2012, de 13 de Julio, la Ley de Sociedades de Capital* texto aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2

de julio, así como la Ley del Mercado de Valores, el Orden EHA/888/2008 de 27 de marzo de 2008 y las Circulares de la CNMV órgano supervisor de la SICAV desde la entrada en vigor de la ley 31/2011 de 4 de octubre.

3.2.4. Características notorias de la SICAV

Entre las diferentes leyes que conforman el marco regulatorio existen tres que otorgan a las SICAV sus características más importantes. Como por ejemplo La ley 35/2003 de 4 de noviembre, apartado 4º del artículo 9 determina que el número mínimo de accionistas será de 100. También, el art 80, apartado 2º del Real Decreto 1082/2012 de 13 de Julio, habla del capital mínimo exigible que asciende a 2.4 millones de euros.

En concordancia con el artículo 16 del Reglamento de IIC, estos límites podrían ser inferiores en determinadas situaciones especiales por período de 1 año.

Así como la disposición final segunda de la ley 35/2003 de 4 de noviembre que modificó apartado 5 del artículo 26 (“El tipo de gravamen”) de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades tributaran al tipo del 1%.

3.2.5. La estructura principal de una SICAV

La estructura de una SICAV viene determinada por cuatro órganos fundamentales, estos son, la junta general de accionistas con potestad para prescindir de la entidad gestora así como de la entidad depositaria. El órgano de administración, compuesto por un mínimo de 3 personas que necesitan la aprobación de la CNMV que establece requerimientos de formación relacionada con el mundo empresarial. La sociedad gestora, cuya función es la de gestionar la SICAV y que a diferencia de los Fondos de inversión no es la propietaria. Y por último, la sociedad depositaria encargada de custodiar las inversiones y títulos adquiridos, comúnmente se trata de una entidad bancaria.

Debe de tenerse en cuenta, que la SICAV pertenece exclusivamente a los accionistas y que estos se comunican a través de la junta general.

3.3. EL NÚMERO DE LAS SICAV EN ESPAÑA

Las SICAV en España alcanzan un total de 3266 entidades, datos de la CNMV para el primer trimestre del 2015.

En España existen SICAV por casi todo el territorio exceptuando algunas comunidades autónomas como es el caso de Melilla, Murcia y Extremadura donde no existe constancia de SICAV. No obstante, son numerosas las comunidades que apenas superan los 3 registros. Esto se debe a que la Comunidad de Madrid asume la casi totalidad de los registros con 2949 lo que supone un 90.29%.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV. (Tabla 1.)

Como podemos observar en el mapa 3.3., Cataluña es la segunda comunidad autónoma de España con más SICAV, concretamente 254, seguida de Aragón y de la comunidad valenciana con 17 y 11 SICAV cada una. En Canarias, solo contamos con 1 SICAV, que se sitúa en la provincia de Santa Cruz de Tenerife.

En resumidas cuentas, podemos apreciar como los inversores deciden situar sus instituciones en el centro neurálgico financiero de España, y que salvo en Cataluña las SICAV en otras comunidades no superan el 1%.

3.4. EL CRECIMIENTO DE LAS SICAV EN ESPAÑA

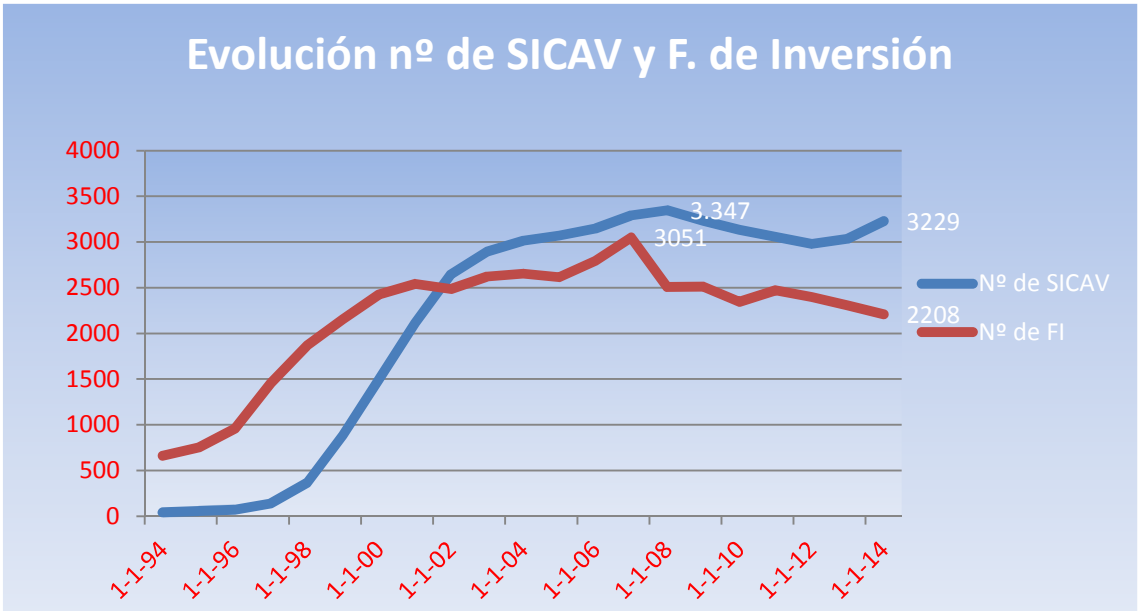
La SICAV ha adquirido durante los últimos 20 años un peso considerable dentro de las instituciones de inversión colectiva (en adelante IIC) en España. Un largo periodo de estabilidad económico sumado a una serie de modificaciones legislativas que paulatinamente se han ido acometiendo, han propiciado sin duda que este elemento de inversión sea atractivo para los inversores.

No obstante, la precipitación de la economía a causa de la crisis financiera, la cual ha afectado a todos y cada uno de los diferentes sectores financieros, no ha hecho una excepción con IIC las cuales han vivido momentos de cierta tensión.

La evolución de las SICAV en España, desde el año 1994 donde solo existían 41 instituciones hasta el año 2014 donde se registraron 3229 a cierre del ejercicio, ha tenido una tendencia alcista hasta la crisis, concretamente hasta el año 2008 donde alcanzó su máximo histórico 3347 SICAV. En cambio, los fondos de inversión

registraron su máximo histórico un año antes, en 2007, con un número total de 3051 fondos. Por lo tanto, ante la crisis, las SICAV alargaron un año más el crecimiento frente a estos concretamente crecieron un 1.7% respecto a 2007 (véase tabla 2.)

En el año 2002, por primera vez en la historia, el número de SICAV superó al número de fondos de inversión, tendencia que se ha mantenido y pronunciado en la actualidad.



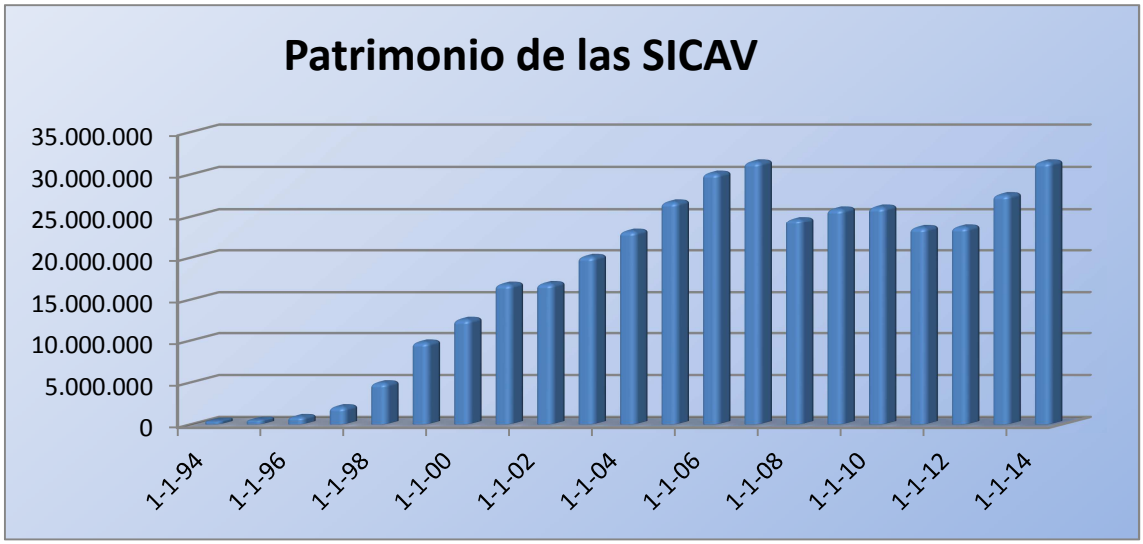
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados de la CNMV. (Tabla 2.)

Las SICAV cayeron durante 4 años seguidos desde 2008 hasta 2012, en este último, tocaron mínimos desde 2004 con un número que descendía hasta las 2981 entidades. Por su parte, los fondos de inversión se situaban para el mismo año en 2345 tras un descenso del 3% con respecto a 2011

Sendas opuestas siguieron SICAV y fondos de inversión durante los años 2013 y 2014, las primeras acumulan su segundo año consecutivo de incremento con subidas del 1.8% y del 6.4%. Por su parte, los segundos, mostraron un decrecimiento del 3.8% para 2013 y 4.3% para 2014, alcanzando mínimos desde 1999.

El patrimonio de la SICAV, muestra realmente la importancia que esta IIC ha alcanzado durante las últimas dos décadas. La evolución que ha registrado el patrimonio de las SICAV ha seguido, en términos generales, una línea muy similar a su número de entidades. Para el cierre de 2014, las SICAV presentaron un patrimonio total de 31487M€ lo que supone con respecto a 1994 un incremento de 31.036.698M€. (Véase cuadro 4.2.2, expresado en miles de euros)

El patrimonio de las SICAV, aumentaron desde 1994 hasta 2007 donde alcanzó un volumen de 31481.458M€, pese a que el número registrado de entidades aumento en 2008 un 1.7%, su patrimonio retrocedió hasta los 24656.895 un 24.7% menos que el año anterior.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recolectados en la CNMV. (Tabla 3.)

El caso opuesto ocurrió para los dos años siguientes 2009 y 2010, donde disminuyó el número de entidades pero aumento el patrimonio un 5.1% y 0.9% respectivamente. En la actualidad, las SICAV encadenan su tercer año consecutivo de incremento patrimonial. Los dos últimos periodos documentados 2013 y 2014 muestran incrementos del 16.6 y el 14%.

Estos últimos datos, presentan síntomas de recuperación y finalización de la crisis financiera, aunque para los más cautos, dicho incremento también se encuentra ligado a la amnistía fiscal realizada en 2012. Donde gran parte de los acogidos habrían optado por este vehículo de inversión.

3.5. EL ACCIONARIADO DE LAS SICAV

La Comisión Nacional de Mercados y Valores es el organismo encargado de determinar si una SICAV cumple los requisitos exigidos para constituirse como tal. Entre los diferentes requisitos para su constitución se encuentra el número de socios, que al menos, debe alcanzar los cien.

Sin duda, es este requisito el que ha suscitado más controversia en torno al cumplimiento de los elementos básicos de las IIC donde se desenvuelven las SICAV.

Con anterioridad al 2005, la Hacienda Pública que se había percatado del incumplimiento de varias SICAV en este requisito de constitución comenzó a girar las primeras liquidaciones al tipo impositivo del 30% en lugar del 1%, pues argumentaba a través del apartado 4º del artículo 9 de la *Ley 35/2003 de 4 de noviembre* que ante incumplimiento no podía aplicarle el criterio de una SICAV pues no se constituía como tal y optó por aplicar el de sociedades.

En 2005, el congreso apoyó una enmienda para evitar la actuación de hacienda. En definitiva, la aprobación de la nueva ley determinaba que sería la CNMV quien obtendría el control sobre las mismas en detrimento de la Hacienda Pública.

Gestha, el sindicatos de técnicos del Ministerio de Hacienda, denuncia que no se está respetando correctamente el fin y la naturaleza de las instituciones de inversión colectiva dado que en muchos casos, existen accionistas que controlan más del 90% de la sociedad y que por tanto atiende más a características de inversión privada, y que su único fin es beneficiarse de las ventajas fiscales de las IIC.

Desde el sindicato de técnico del Ministerio de Hacienda, abogan por aumentar el control, la rigurosidad de los mismos y la posibilidad de cambiar los porcentajes máximos de un mismo accionista en una SICAV, pero no son partidarios de una subida de impuestos.

A continuación, veremos un análisis pormenorizado del número de socios que componen las SICAV y el control que estos poseen en las mismas.

Intervalo de miembros	**Nº de SICAV**
Más de 10.000	0
5.001-10.000	1
3.001-5.000	2
1.001-3.000	7
501-1.000	15
401-500	5
301-400	51
201-300	197
151-200	279
100-150	2.606
50-99	24
0-49	39
TOTAL	**3.226**

La CNMV en su página oficial, aporta documentos, donde se puede apreciar el número de socios que componen las diferentes SICAV, en diferentes periodos de tiempo. El periodo que hemos analizado corresponde al cuarto trimestre de 2014.

En dicho trimestre, podemos apreciar como las SICAV que posee entre 100 y 150 son las más frecuentes. Concretamente alcanzan un total de 2606, lo que supone un 80,78%. El segundo intervalo que aglutina mayor número de socios es el de 151 y 200 con 279 (un 8.64%) sociedades.

Entre 3000 y 10000 socios solo existen 3 sociedades y por encima de este intervalo no existen registros.

Por tanto, podemos apreciar como la mayoría de las sociedades se constituyen en torno al mínimo legal, aunque en algunas ocasiones duplican este límite.

Para la existencia de SICAV cuyo número de socios se sitúa por debajo del límite legal establecido hay una explicación. La CNMV estable un periodo de un año para completar el mínimo que se haya podido sobrepasar por desinversión de algunos socios, bien buscando nuevos socios o fusionándose con otras SICAV.

A partir de los datos oficiales de la CNMV hemos realizado un trabajo estadístico para analizar qué porcentaje de las acciones sustentan los socios dentro de la SICAV y con ello el control que ejercen sobre las mismas.

Los resultados estadísticos están clasificados en tres intervalos:

- Nº de socios < 150. 80.6%=403 SICAV
- Nº de socios>150<500. 17%=85 SICAV
- Nº de socios>500. 2.40%=12 SICAV

} 100%=500 SICAV

Para estos intervalos hemos establecido una clasificación según el porcentaje del accionariado que componen las SICAV extraídas en el estudio (véase tabla 4.).

MENOS DE 150 ACCIONISTAS				
ACC<20%[1]	AAC>90%[2]	SOSPECHOSOS	ENTRE 21%-50%	ENTRE 51%-90%
31	114	16	95	141
7,81%	28,72%	4,03%	23,93%	35,52%
ENTRE 150-500 ACCIONISTAS				
ACC<20%	AAC>90%	SOSPECHOSOS	ENTRE 21%-50%	ENTRE 51%-90%
16	28	1	26	14
18,82%	32,94%	1,18%	30,59%	16,47%
MÁS 500 ACCIONISTAS				
ACC<20%	AAC>90%	SOSPECHOSOS	ENTRE 21%-50%	ENTRE 51%-90%
14	0	0	1	3
77,78%	0,00%	0,00%	5,56%	16,67%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV: [1]accionista no significativos.[2]accionistas significativos, AAC>90%, sospechosos, ENTRE 21%-50%, ENTRE 51%-90%. (Tabla 4.)

Como podemos apreciar, en las SICAV con menos de 150 accionistas, el número de accionistas que controlan menos del 51% de las acciones es superior a los que controlan más del 90%. En este sentido, se confirma que una gran parte de las SICAV tiene realmente por objeto la inversión colectiva. No obstante, existe un número de sociedades sospechosas que sería conveniente reducir, para proporcionar más confianza al sector.

Asimismo, las SICAV que poseen entre 150 y 500 accionistas, presentan un accionariado cuyo control se encuentra más repartido, resalta el aumento de los accionistas que poseen menos del 20% de las acciones. Además los accionistas con menos del 51% sigue siendo superior los que poseen más del 90%.

El control se encuentra muy repartido en aquellas sociedades de inversión que poseen más de 500 accionistas, y es que en algo más del 75% de las ocasiones ningún socio supera el 20% de las acciones y además nadie controla el más del 90%.

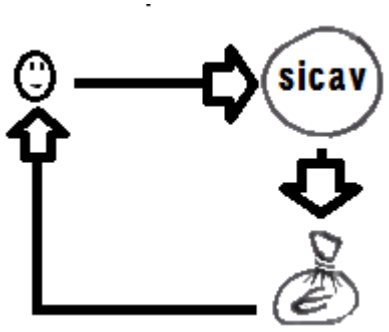
Por tanto, en los datos de participación en el accionariado de las SICAV no se contempla única y exclusivamente una sociedad dominada a placer por un socio, en muchos casos se cumple con la perspectiva que contempla el legislador como inversión colectiva.

4. MARCO FISCAL DE LAS SICAV

4.1. ESTRUCTURA FISCAL DE LAS SICAV

La SICAV como institución de inversión colectiva (IIC) es una persona jurídica creada con el fin de captar, gestionar e invertir fondos, bienes o derechos públicos en general. En España, esta figura como hemos expuesto anteriormente necesita de 100 accionistas como mínimo para ser considera una IIC.

La estructura que sigue una SICAV es la siguiente:



El inversor deposita los ahorros en la sociedad, esta gestiona los bienes, y el beneficio es llevado al inversor mediante dividendos o por la enajenación de la participación en la sociedad colectiva del mismo.

En este proceso surgen dos sujetos pasivos, por un lado tenemos la sociedad de inversión colectiva más comúnmente llamada SICAV y el inversor de la misma, que puede ser tanto una persona física como una persona jurídica. Es importante diferenciar esto último debido a que según sea el tipo de inversor este está sujeto al IRPF o al IS, y por lo tanto el tratamiento de los beneficios obtenidos en la IIC es diferente.

4.2. TRIBUTACIÓN DE LAS SICAV

La Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del impuesto sobre Sociedades (IS) expone en el apartado 4 del artículo 29 que tributarán al tipo impositivo del 1% *Las sociedades de inversión de capital variable reguladas por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, siempre que el número de accionistas requerido sea, como mínimo, el previsto en su artículo 9.4.* Aquellas que no cumplan dicho requisito tendrán que hacerlo al tipo impositivo general que en el año 2015 se encuentra en el 28% y para el año 2016 en el 25%.

La misma ley dictamina en el artículo 52 que *Las Instituciones de Inversión Colectiva reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva con excepción de las sometidas al tipo general de gravamen, no tendrán derecho a la exención prevista en el artículo 21 de esta Ley ni a las deducciones para evitar la doble imposición internacional previstas en los artículos 31 y 32 de esta Ley.* Por lo tanto las SICAV que tributen al 1% no podrán acogerse a la exención para evitar la doble imposición sobre dividendos y rentas derivadas de la transmisión de valores representativos de los fondos propios de entidades residentes y no residentes en territorio español ni a las deducciones para evitar la doble imposición jurídica: impuesto soportado por el contribuyente y la doble imposición económica internacional: dividendos y participaciones en beneficios. Dicho en otras palabras no se podrá acoger a las eventuales bonificaciones y deducciones fiscales que recoge la ley reguladora del impuesto sobre sociedades en términos de doble imposición.

En determinadas circunstancias, podría suceder que el establecimiento del tipo reducido del 1% no compense la exclusión de dichas bonificaciones fiscales, resultando que el inversor colectivo debe soportar, al final, una mayor carga tributaria que un

inversor directo. Por ejemplo, en el caso de la inversión en valores extranjeros, el inversor directo podrá deducirse en su imposición directa (IS o IRPF) el impuesto o retención soportados en el origen *withholding tax* con ocasión de la percepción de los dividendos, intereses o ganancias patrimoniales.

Con respecto a la Base Imponible en el IS, nada se dice sobre este elemento del tributo, y por tanto será a partir de resultado contable del que se obtendrá dicho elemento, esto no pasará con aquellas SICAV que no cumplan los requisitos para disfrutar de esta tributación reducida y estuviesen sometidas al tipo general del impuesto sobre sociedades.

4.3. TRIBUTACIÓN DE LOS ACCIONISTAS

4.3.1. Sujetos al Impuesto de Sociedades (IS)

En el caso de aquellos socios sujetos al impuesto sobre Sociedades, las rentas obtenidas se integrarán en sus respectivas bases imponibles tributando al tipo de gravamen que corresponda.

En relación a la integración de las rentas, según el artículo 53 del impuesto sobre sociedades *Los socios o partícipes de las Instituciones de Inversión Colectiva a que se refiere el artículo anterior, que tengan la consideración de contribuyentes de este Impuesto, o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes que obtengan sus rentas mediante establecimiento permanente en territorio español, integrarán en la base imponible los dividendos o participaciones en beneficios distribuidos por esas Instituciones, así como las rentas derivadas de la transmisión de acciones o participaciones o del reembolso de estas, sin que les resulte posible aplicar la exención prevista en el artículo 21 de esta Ley, ni las deducciones para evitar la doble imposición internacional previstas en los artículos 31 y 32 de esta Ley*. Esto significa que aquellos socios de las sociedades de inversión colectiva que estén gravadas al 1% en el IS deberán integrar en sus bases imponibles las rentas, positivas o negativas, obtenidas por la enajenación de las acciones de la SICAV y, por otro, los posibles dividendos que se hayan acordado en la junta de la sociedad de inversión colectiva en el último año fiscal efectivo.

4.3.2. Sujetos al impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF)

Según lo expuesto en el artículo 94 de ley del impuesto sobre la renta de las personas físicas:

En la transmisión de acciones y el reembolso de participaciones por accionistas sujetos al IRPF, las ganancias y pérdidas patrimoniales se integrarán y compensarán en la base imponible del ahorro conforme a lo establecido en la normativa del IRPF, y si tal base fuera positiva, tributará en el año 2015 y en el año 2016 de la siguiente manera:

	2015	**2016**
Desde 0 hasta 6.000€	20%	19%
Desde 6.000€ hasta 50.000€	22%	21%
Más de 50.000€	24%	23%

Fuente: Elaboración propia a partir datos de la Hacienda Pública. (Tabla 5.)

Las ganancias y pérdidas patrimoniales tratarían la diferencia entre el valor de transmisión de las acciones y su valor de adquisición, es decir, la enajenación de las mismas.

Si la SICAV repartiera dividendos, estos tendrán la consideración de rendimientos del capital mobiliario que se integrarán en la base imponible del ahorro, tributando en el año 2015 y en el año 2016 en la siguiente escala:

	2015	**2016**
Hasta 6.000€	20%	19%
Desde 6.000€ hasta 50.000€	22%	21%
Más de 50.000€	24%	23%

Fuente: Elaboración propia a partir datos de la Hacienda Pública. (Tabla 6.)

Hay que tener en cuenta que con la nueva actualización del IRPF ya no quedan exentos los primeros 1500 euros de dividendos como pasaba con anterioridad.

Con la entrada en vigor de la Ley 35/2006 del IRPF, se estableció en el artículo que estamos tratando una nueva medida normativa que, de forma similar a lo que acontece con los fondos de pensiones y asimilados, hace posible movilizar los fondos patrimoniales entre IIC sin que ello suponga el pago de impuestos. En concreto, según la normativa vigente *cuando el importe obtenido como consecuencia del reembolso o transmisión de participaciones o acciones en instituciones de inversión colectiva se destine, de acuerdo con el procedimiento que reglamentariamente se establezca, a la adquisición o suscripción de otras acciones o participaciones en instituciones de inversión colectiva, no procederá computar la ganancia o pérdida patrimonial, y las nuevas acciones o participaciones suscritas conservarán el valor y la fecha de adquisición de las acciones o participaciones transmitidas o reembolsadas*. Pero este punto de la Ley se guarda una segunda parte, ya que esto solo será aplicable en los siguientes casos:

En los reembolsos de participaciones en instituciones de inversión colectiva que tengan la consideración de fondos de inversión.

En las transmisiones de acciones de instituciones de inversión colectiva con forma societaria, siempre que se cumplan las dos condiciones siguientes:

- Que el número de socios de la institución de inversión colectiva cuyas acciones se transmitan sea superior a 500.

- Que el contribuyente no haya participado, en algún momento dentro de los 12 meses anteriores a la fecha de la transmisión, en más del 5 por ciento del capital de la institución de inversión colectiva.

Por lo tanto en resumidas cuentas podemos decir que los inversores de SICAV al contrario que los partícipes de los Fondos de Inversión para poder acogerse a este apartado necesitarán cumplir un mayor número de requisitos.

El régimen de diferimiento previsto en los anteriores párrafos no tendrá aplicación cuando *por cualquier medio, se ponga a disposición del contribuyente el importe derivado del reembolso o transmisión de las acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva*. Por lo tanto si se pone en disposición del inversor el importe del reembolso no se podrá adherir el contribuyente a esta ventaja fiscal que ofrecen las sociedades de inversión colectiva.

Una de las últimas novedades que afectan de forma exclusiva a las SICAV surgió en el año 2010 y modificó el artículo 94 de manera que cambió la tributación de las reducciones de capital.

Las leyes modificadoras de este artículo fueron la Ley 39/2010 y la Ley 40/2010. Estás dictaminan que los accionistas de una SICAV deberán integrar en la base imponible del IRPF las rentas procedentes de reducciones de capital con devolución de aportaciones y/o distribuciones de prima de emisión. En el caso de una operación de reducción de capital con devolución de aportaciones, solo se integrará como rendimiento del capital mobiliario la revalorización del valor liquidativo de las acciones durante el tiempo de tenencia o el importe de los beneficios distribuidos, mientras que con las primas de emisión dicha integración sería la cuantía total percibida.

Está modificación fue efectuada debido principalmente a que los inversores de SICAV sacaban las aportaciones iniciales de la misma sin tributar por ellas.

4.4. TRIBUTACIÓN DE LAS SICAV EN EUROPA

Las SICAV se encuentran repartidas por prácticamente todos los países de Europa occidental, en cada uno de ellos se les aplica un trato fiscal diferente en función de la legislación del país. Sobre todo estas diferencias se encuentran en la fiscalidad del inversor de la SICAV en la venta, cobro de dividendos y reembolso.

En este caso nos centraremos en el análisis de los tipos de gravámenes a los que son sometidas las sociedades debido a las diferencias que genera el tipo impositivo al que son gravadas las SICAV.

PAÍS	TIPO GRAVAMEN
ALEMANIA	0%
ESPAÑA	1%
FRANCIA	0%
IRLANDA	0%
ITALIA	12.50%
LUXEMBURGO	0%

Fuente: Elaboración propia a partir datos de INVERCO (Tabla 7.)

- Alemania, Francia e Irlanda

Las sociedades de inversión colectiva están exentas de tributación en estos países, de modo que el gravamen se produce en los accionistas como si ellos hubieran recibido directamente los rendimientos de las inversiones.

- Italia

Las SICAV están sujetas a un impuesto sobre sociedades con un tipo general del 12.5% que se aplica a la totalidad de la renta obtenida por IIC durante el año, ya sea por rendimientos del capital mobiliario o por incrementos del patrimonio.

Si la sociedad de inversión colectiva tiene resultados negativos, los mismos se consideran pérdida fiscal y se compensan con resultados positivos de ejercicios fiscales posteriores o con las cuentas de reservas positivas que se hayan acumulado de ejercicios anteriores. Como se observa el sistema de tributación en este sentido no difiere del español.

La regulación italiana añade dos tipos más al general, habiendo un gravamen del 27% para aquellas SICAV destinadas a inversores extranjeros y de un 5% para aquellas que inviertan, al menos dos tercios del activo, en empresas de pequeña y mediana capitalización dentro de la Unión Europea.

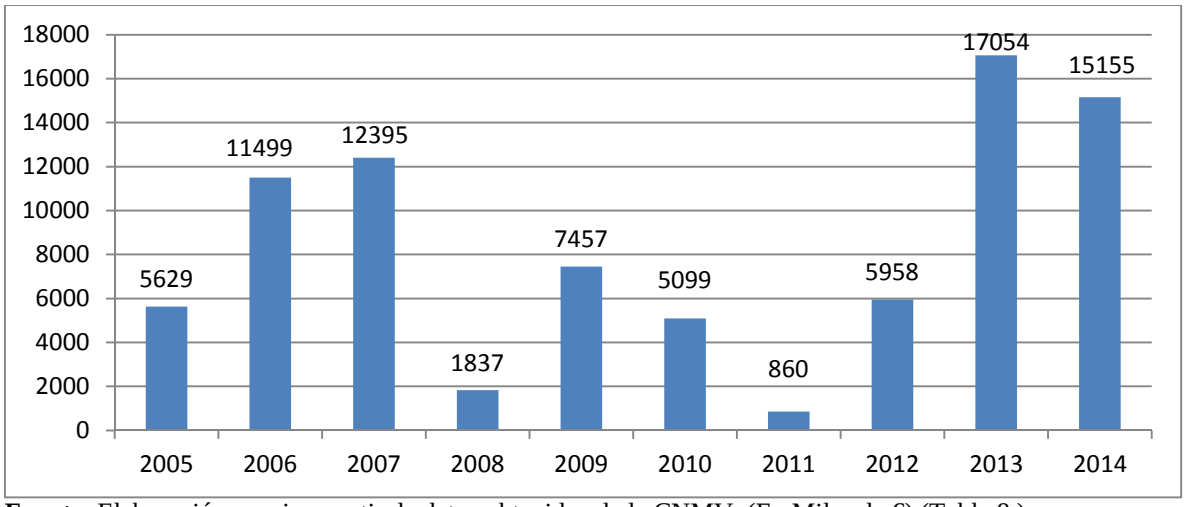
La gran diferencia que nos encontramos en la regulación italiana frente al resto de Europa es que son las SICAV las que tributan por los inversores, no como en España, por ejemplo, donde tributan tanto la sociedad de inversión como los accionistas. Esta característica hace que los accionistas de las IIC que tributen sus rendimientos por el impuesto sobre la renta no deban tributar nada y en el caso de hacerlo por el impuesto sobre sociedades puedan adherirse a créditos fiscales que reduzcan su base imponible por deducciones por doble imposición.

- Luxemburgo

Las SICAV luxemburguesas están exentas del IS, siendo los únicos tributos que se aportan el llamado "impuesto de aportación", que asciende a 1250 euros pagables en el momento de la constitución, y el "impuesto de registro", basado en el valor del patrimonio de la sociedad de inversión colectiva y que tiene un tipo impositivo del 0.05%.

A pesar de que la legislación en cada país varía todos tienen en común un patrón: solo hay un sujeto pasivo, este por lo general suele ser el inversor y no la SICAV. El único país que tiene dos sujetos pasivos de los analizados es España, provocando una doble imposición por la misma renta.

4.5. EVOLUCIÓN DEL PAGO DE IMPUESTOS EN LA SICAV



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de la CNMV. (En Miles de €) (Tabla 8.)

En el gráfico queda representada la tendencia que ha seguido la recaudación de Hacienda, en cuanto al pago de impuestos sobre sociedades de las SICAV, los últimos 10 años.

Los dos factores a tener en cuenta para explicar que la recaudación ahora sea superior a la de años atrás recaen en el rendimiento que han obtenido las sociedades de inversión colectiva los últimos años y el aumento del número de SICAV constituidas.

El periodo entre 2008 y 2012 muestra como afecto la crisis a la rentabilidad de las SICAV haciendo que el pago de impuestos sobre el beneficio descendiera en apenas un año en un 85% y que esto no volviera a elevarse a niveles pre-crisis hasta el año 2013.

4.6. LAS SICAV EN EL PAÍS VASCO

El País Vasco cuenta con una peculiaridad respecto a otras comunidades autónomas de España, está es conocida como el Concierto Económico Vasco. Este sistema regula las relaciones tributarias y financieras entre Euskadi y el Estado y está reflejado en la Constitución española, es decir, es la comunidad autónoma la que tiene capacidad normativa para regular entre otros tributos los del IRPF y el IS.

A finales de 2009 el gobierno de Euskadi decide aumentar la tributación de las SICAV del 1% al 28% de las sociedades mercantiles. En ese momento se encuentran registradas en el País Vasco 92 sociedades de inversión colectiva, colocándose junto a Cataluña y Madrid en la lista de comunidades con mayor número de SICAV.

Esta medida ha tenido dos resultados palpables:

1. A finales de 2014 solo se encontraba registrada en el País Vasco una única SICAV, lo que supone un descenso del 98.95% desde que se aplicara cinco años atrás la medida.
2. Las principales gestoras de SICAV han decidido registrarse en otras zonas fuera de Euskadi a fin de impedir que las sociedades de inversión que gestionan tributen al 30%.

Por lo tanto si un individuo invirtiera en una SICAV de la citada comunidad autónoma debería tributar un 27% de impuestos más al año, que de hacerlo en, por ejemplo, Madrid.

4.7. VENTAJAS FISCALES DE LAS SICAV

Las sociedades de inversión colectiva como hemos observado pagan dos veces tributos (por un lado la SICAV y por otro el accionista), no pueden someterse a las deducciones y exenciones de la doble imposición y necesitan cumplir un mayor número de requisitos que los fondos de inversión para poder movilizar los patrimonios de los accionistas de una sociedad a otra sin tributar. A pesar de estas desventajas hay algo que hace atractivo a esta institución de inversión colectiva y es el diferimiento de pago de impuestos. Para entenderla vamos a proponer un ejemplo, donde en el caso a) un individuo decide invertir de manera individual y un caso b) donde otra persona decide invertir en una SICAV.

Caso a):

	2014	2015	2016	TOTAL
GANANCIAS	1.000.000,00 €	1.000.000,00 €	1.000.000,00 €	3.000.000,00 €
IRPF (%)	27,00%	24,00%	23,00%	24,67%
IMPUESTO	270.000,00 €	240.000,00 €	230.000,00 €	740.000,00 €
BENEFICIO	730.000,00 €	760.000,00 €	770.000,00 €	2.260.000,00 €

Fuente: Elaboración propia a partir datos Hacienda Pública. (Tabla 9.)

Caso b):

Lo primero que veremos es el pago de la SICAV a Hacienda por el tipo impositivo reducido que le aplica el impuesto sobre sociedades.

	2014	2015	2016	TOTAL
BAI	1.000.000,00 €	1.000.000,00 €	1.000.000,00 €	3.000.000,00 €
IS (1%)	10.000,00 €	10.000,00 €	10.000,00 €	30.000,00 €
RE	990.000,00 €	990.000,00 €	990.000,00 €	2.970.000,00 €

Fuente: Elaboración propia a partir datos Hacienda Pública. (Tabla 10.)

Ahora veremos el pago de impuestos por parte del accionista.

	2014	2015	2016	TOTAL
GANANCIAS	0,00 €	0,00 €	2.970.000,00 €	2.970.000,00 €
IRPF (%)	27,00%	24,00%	23,00%	-
IMPUESTO	0,00 €	0,00 €	683.100,00 €	683.100,00 €
BENEFICIO	0,00 €	0,00 €	2.286.900,00 €	2.286.900,00 €

Fuente: Elaboración propia a partir datos Hacienda Pública. (Tabla 11.)

Las tres grandes ventajas del diferimiento de pago de impuestos son:

a) Menos problemas de liquidez, como se observa si invertimos individualmente debemos hacer frente a pagos anuales en la declaración de la renta en cambio en al invertir por la SICAV el pago se traspasa al momento de la venta o reembolso por lo que no tendríamos que hacer ningún pago antes a Hacienda. Por lo que tendríamos que disponer de la suficiente liquidez para hacer frente al pago a hacienda.

b) En caso de encontrarnos con una bajada de los tipos de gravamen, como es el caso, nos damos cuenta de que pagaremos menos impuestos que si lo hacemos anualmente. La media de pago en la inversión individual es del 24.67% en cambio en la inversión colectiva al diferir el pago sería al tipo del momento que en este caso sería el 23% de 2016. Aunque esto se podría volver una desventaja si el cambio fuera a la inversa y los tipos subieran, ya que pagaríamos más impuestos.

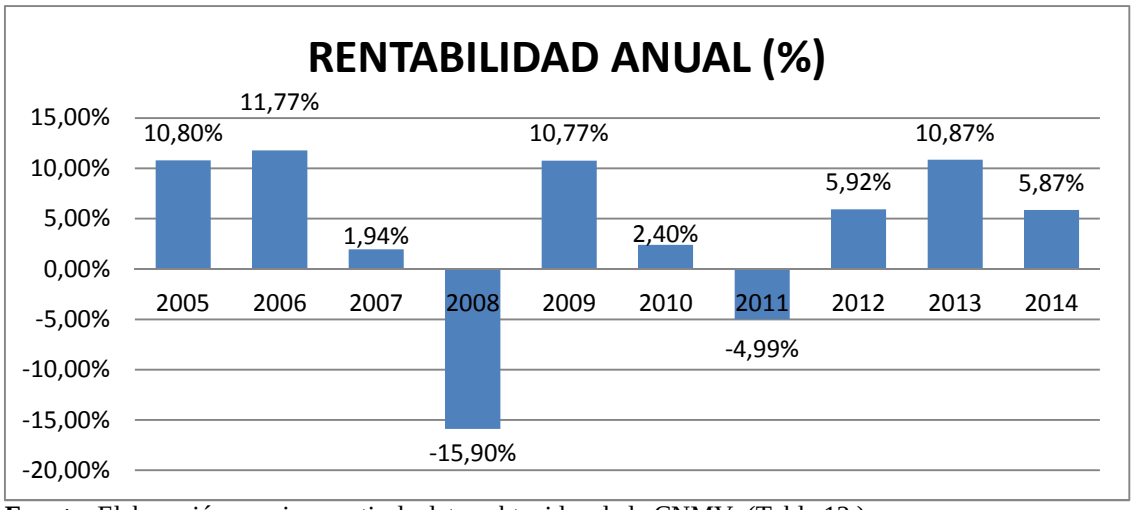
c) Mayor capacidad de reinversión, al diferir el pago solo se tributa al 1% por la SICAV por lo tanto el 99% del beneficio después de impuestos (BDI) quedaría libre para su reinversión. Esto no ocurre con la inversión individual, ya que al declarar anualmente en el IRPF las ganancias patrimoniales la tasa reinversión rondará entre el 73% y el 77% dependiendo del tipo impositivo del año.

Las explicaciones dadas pueden contribuir a desmitificar la supuesta opacidad fiscal que la legislación vigente confiere a estos instrumentos financieros. Por el contrario vemos que la carga tributaria puede diferirse pero no reducirse en comparación a la que se asocia a otros rendimientos que proceden del capital financiero y del ahorro.

5. MARCO FINANCIERO DE LAS SICAV

5.1. EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD

La rentabilidad de las sociedades de inversión colectiva se ha mantenido de manera estable durante los últimos 10 años, el periodo de tiempo con más volatilidad fue el acontecido entre los años 2008 y 2011.



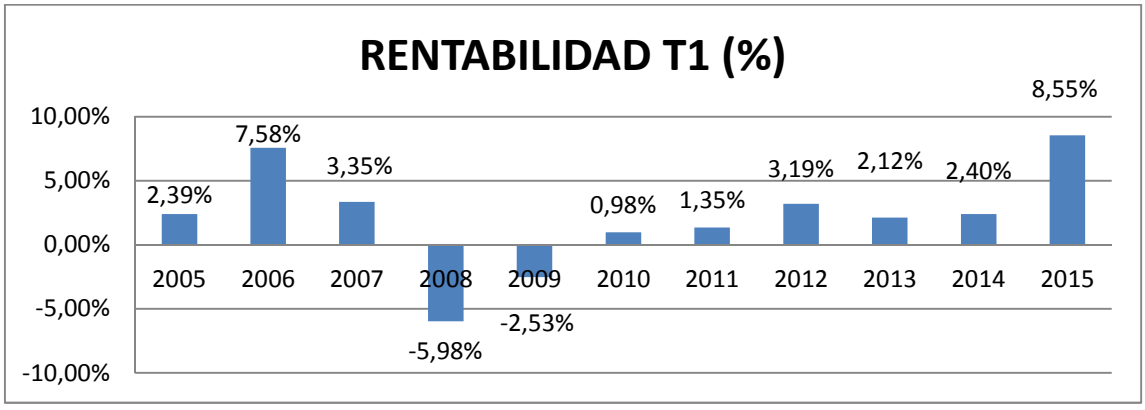
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de la CNMV. (Tabla 12.)

Como se observa en el gráfico, el periodo anterior a 2008 ofrece una rentabilidad media anual del 8.17% para las SICAV, hasta llegar a dicho momento donde observamos cómo la rentabilidad cae considerablemente debido al clima de incertidumbre que se generó a nivel internacional por la crisis bancaria de Estados Unidos de América y al estallido de la burbuja inmobiliaria en nuestro país.

A partir de la caída de la rentabilidad sufrida en 2008, el período 2009-2011 está se recupera sensiblemente hacia el terreno positivo, ofreciéndonos los datos una media anual del 2.73%.

La etapa correspondiente a los años 2012-2014 se muestra como la de la recuperación total de las SICAV con una rentabilidad media del 7.55% y que se acerca a al 8.17% del período antes de la crisis

En la actualidad, los datos del primer trimestre de 2015 son alentadores en cuanto a la rentabilidad que obtendrán las sociedades de inversión colectiva.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de la CNMV. (Tabla 13.)

Con un 8.55% de rentabilidad se sitúa como la mayor rentabilidad en un primer trimestre de los últimos años, colocándose por encima incluso del 7.58% del año 2006.

5.2. CARTERA DE INVERSIÓN

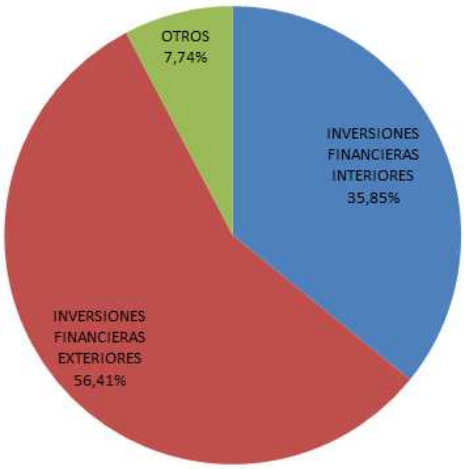
La cartera de inversión de una SICAV determinara la rentabilidad y el riesgo de la sociedad de inversión colectiva.

El estudio llevado a cabo analiza las inversiones de las sociedades a 31 de diciembre de 2014, no solo centrándose en el tipo de activo sino también en los porcentajes de inversión dentro y fuera de España.

5.2.1. Cartera interior y exterior

La cartera interior corresponde a las inversiones dentro del país, en este caso España, y la cartera exterior las inversiones fuera de este.

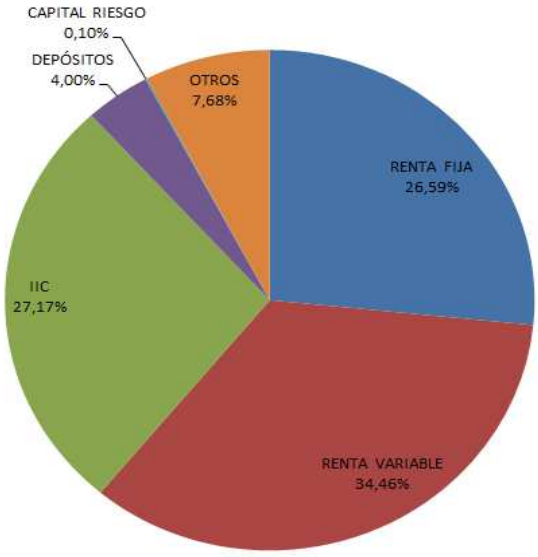
En el gráfico se puede observar como las inversiones interiores ocupan un 35.85% de la cartera mientras que las exteriores un 56.41% del total. Por lo que el volumen de inversiones es mayor en el mercado extranjero que en el nacional.



El 7.74% correspondiente a Otros: está formado principalmente por la tesorería y en menor medida por derivados cuya principal función es la cobertura de riesgo. Está última de cara a los informes de la CNMV no es tomada en cuenta a la hora de determinar el volumen de inversiones exteriores e interiores.

5.2.2. Inversiones Financieras

Las sociedades de inversión colectiva tienen la posibilidad de invertir, dentro de unos límites, en todo tipo de activos financieros. En el gráfico observamos que principalmente estos activos se encuentran invertidos renta variable, renta fija y en otras instituciones de inversión colectiva. Entre las tres suman un 88.12% de la cartera total media de las SICAV.



Las inversiones en depósitos y sociedades de capital riesgo suman un total del 4.10% de la cartera.

El 7.68% pertenecientes a Otros está formado por la tesorería, los intereses de la cartera de inversión, derivados y otros tipos de inversiones.

5.2.3. Diversificación del riesgo.

La diversificación del riesgo es una de las grandes ventajas se las sociedades de inversión colectiva frente a otros tipos de inversiones. La capacidad de estas para poder diversificar su cartera ya no solo en diferentes activos sino que también en diferentes mercado hace que la volatilidad de la cartera disminuya considerablemente.

	SICAV	IBEX 35
Volatilidad a 5 años	15,36%	56,62%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Mornigstar y Bolsa de Madrid. (Tabla 14.)

En la tabla podemos apreciar la diferencia del 41.26% que hay entre el riesgo de las SICAV los últimos 5 años y el índice bursátil español más importante. Para hallar dicho riesgo hemos utilizado la Teoría de la Cartera Moderna.

	SICAV	IBEX 35
Rentabilidad a 5 años	20,06%	-15,36%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV y Bolsa de Madrid. (Tabla 15.)

El efecto de la diversificación incide directamente, como se aprecia en la tabla, en la rentabilidad. El inversor en bolsa, al invertir sus ahorros únicamente en bolsa está expuesto a la alta volatilidad del mercado, en caso de ir al alza los beneficios serán altos pero si el mercado va a la baja los beneficios irán a la baja, pudiendo dar pérdidas. En cambio en las SICAV este efecto no se produce ya que si un mercado va a la baja otro puede ir al alza y compensarse las pérdidas de uno con las ganancias del otro.

5.2.4. Rentabilidad del primer trimestre de 2015

La rentabilidad de las SICAV el primer trimestre de este año fue de un 8.55%. A través del estudio que hemos llevado a cabo hemos podido determinar cómo han gestionado las SICAV su cartera y por qué han logrado unas sociedades rendimientos por debajo de la media y otros por encima de ella.

	MÁS MEDIA	MEDIA	MENOS MEDIA
INTERIOR	33,14%	35,85%	38,56%
EXTERIOR	59,16%	56,41%	53,66%
OTROS	7,70%	7,74%	7,78%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV. (Tabla 16.)

En el cuadro se observan tres columnas, la primera representa la cartera interior y exterior de aquellas SICAV que obtuvieron una rentabilidad por encima de la media, la segunda columna representa la media y la tercera la cartera de inversión de aquellas sociedades de inversión colectiva que obtuvieron una rentabilidad por debajo del promedio.

Se observa cómo las sociedades que obtuvieron mayores rentabilidades que la media invirtieron en una mayor proporción que el resto en mercados internacionales. La tendencia general es la de invertir los activos en mercados extranjeros antes que en el nacional, así un 29.20% de las SICAV tenían en su cartera un peso superior las

inversiones interiores y en el 70.80% de las sociedades lo tenían las inversiones exteriores.

	MÁS MEDIA	MEDIA	MENOS MEDIA
RENTA FIJA	14,51%	26,59%	38,67%
RENTA VARIABLE	49,05%	34,46%	19,87%
IIC	25,94%	27,17%	28,40%
DEPÓSITOS	2,82%	4,00%	5,18%
CAPITAL RIESGO	0,12%	0,10%	0,08%
OTROS	7,56%	7,68%	7,80%

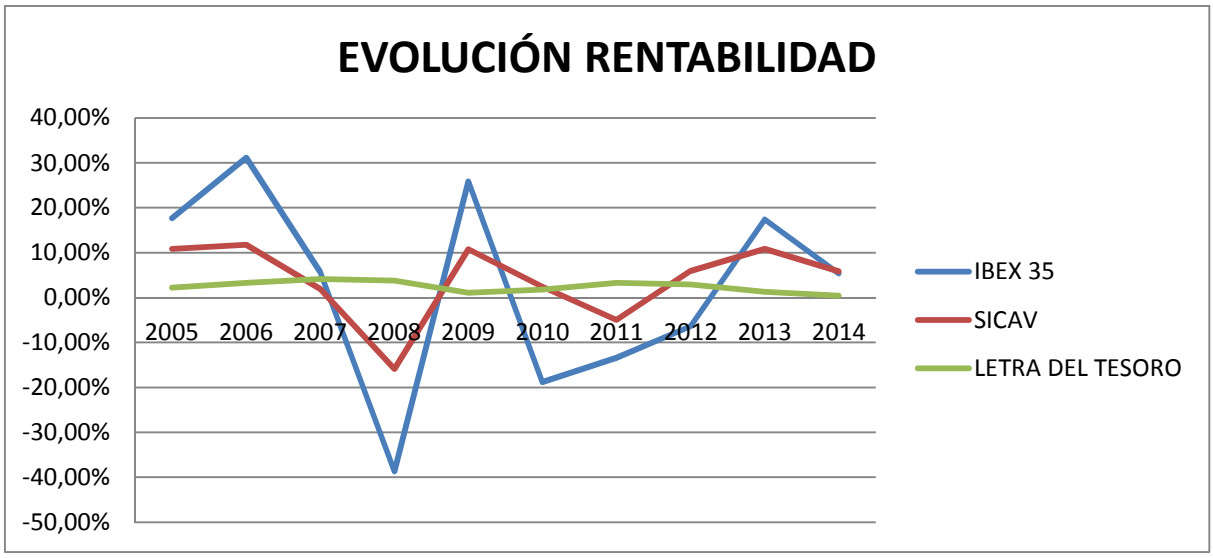
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV. (Tabla 17.)

La principal diferencia entre aquellas sociedades de inversión colectiva que han obtenido rentabilidades superiores a la media respecto a las que han obtenido resultados inferiores está en la proporción de inversión en renta variable y renta fija. Mientras que aquellas que han obtenido una rentabilidad por encima de la media han invertido en cerca de un 49.05% en renta variable, las que se encontraban por debajo lo han hecho en un 19.87%. Invirtiendo en mayor proporción en renta fija, en concreto un 38.67% frente al 14.51% de las SICAV más rentables.

Las variaciones en inversiones en otras IIC, depósitos y sociedades de capital riesgo apenas varían en diferencias que deban ser tomadas en cuenta.

Cabe destacar, que el 25% de las sociedades analizadas invertían principalmente en renta fija, el 40.80% en renta variable, el 31.40% en instituciones de inversión colectiva y un 2.80% en depósitos. Los activos de inversión dependerán en gran medida de las políticas de inversión de las SICAV, siendo aquellas que busquen mayores rentabilidades las que tengan carteras más expuestas a la renta variable y a ciertas instituciones de inversión colectiva, mientras que aquellas que buscan menor volatilidad lo harán en depósitos, renta fija y en ciertas IIC.

5.3. COMPARATIVA SICAV, BOLSA Y LETRAS DEL TESORO



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV, Tesoro Público y Bolsa de Madrid. (Tabla 18.)

Hemos analizado la evolución que ha sufrido el IBEX 35, las Letras del Tesoro a un año y las SICAV en la última década. Las conclusiones son las siguientes:

- Rentabilidad:

	BOLSA	SICAV	LETRA
RENTABILIDAD	25,79%	39,43%	24,11%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV, Tesoro Público y Bolsa de Madrid. (Tabla 19.)

La rentabilidad acumulada en la última década por las SICAV es la mayor de las tres, en segundo lugar queda la Bolsa con una diferencia del 13.64% y en último lugar las letras del tesoro con una del 15.32%.

- Riesgo:

La volatilidad queda representada en el gráfico, se aprecia como la anchura de la curva del IBEX 35 tiene la mayor amplitud de las tres y por consiguiente es la menos estable y que más riesgo tiene. Las Letras del Tesoro son la más estable, apenas ha variado en los últimos 10 años y si a eso le añadimos que desde el punto de vista financiero tiene un riesgo 0 tenemos la inversión de menor volatilidad. En medio de estas dos se encuentran las sociedades de inversión colectiva; esta representación no es casual y se debe a la diversificación de la cartera.

Por lo tanto las SICAV han sido más rentables que el IBEX35 y las Letras del Tesoro la última década, teniendo una volatilidad más eficiente que estas dos.

5.4. DIVIDENDOS Y LIQUIDEZ

5.4.1. Dividendos

El dividendo es la parte del beneficio de una empresa que se reparte entre los accionistas de una sociedad.

En el caso de la SICAV es algo poco común, a través de nuestro estudio determinamos que tan solo un 1.40% de las sociedades lo hicieron en el año 2014. El valor medio de los dividendos repartidos fue de 0.29 €/acción.

La razón por la que las sociedades de inversión colectiva deciden evitar la política de reparto de dividendos se encuentra en el diferimiento de pago de impuestos. Si la sociedad reparte beneficios, los accionistas deben declarar dichas rentas en el capital mobiliario perdiendo la ventaja del aplazamiento del pago de impuestos y lastrando la reinversión de los rendimientos.

5.4.2. Liquidez

Las SICAV cuentan con mecanismos que garantizan la liquidez a los accionistas de la sociedad. Cabe destacar tres de ellos:

- El Coeficiente de Liquidez: El artículo 30.2 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de inversión colectiva expone que *las IIC deberán mantener el coeficiente de liquidez que garantice suficientemente el régimen de*

reembolso en los términos que reglamentariamente se determinen. Este debe ser del 3% del activo actualmente.

- Las Acciones Propias: El artículo 32.8. de la ley de instituciones de inversión manifiesta que *La adquisición por la sociedad de sus 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 Ley de Sociedades de Capital. Por debajo de dicho capital mínimo podrá adquirir acciones con los límites y condiciones establecidos en la citada Ley de Sociedades de Capital*. Las acciones propias son acciones que habiendo siendo emitidas por la sociedad están temporalmente en su poder, estas tienen un límite del 10% en las sociedades que cotizan en el mercado bursátil y del 20% para aquellas que no lo hagan. En el caso de las SICAV como explica la norma estos límites no se tienen en cuenta salvo que el capital social se encuentre debajo del mínimo de constitución. Por lo tanto, la sociedad de inversión colectiva puede adquirir aquellas acciones de los socios que quieren vender su participación en la SICAV.

- Por último, si se diera el caso de que la SICAV cotizara en el MAB, el accionista podrá recuperar su aportación en el mismo momento de la solicitud.

Queda por lo tanto observado que la liquidez para los accionistas de la SICAV está asegurada.

5.5. BALANCE Y PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADO

5.5.1. Balance

Balance consolidado de las SICAV 2014

Importes en miles de euros

ACTIVO	
A) ACTIVO NO CORRIENTE	102,00
I. Inmovilizado intangible	2,00
II. Inmovilizado material	100,00
III. Activos por impuesto diferido	1,00
B) ACTIVO CORRIENTE	31.711.072,00
I.Deudores	367.073,00
II. Cartera de inversiones financieras	29.146.244,00
1. Cartera interior	11.032.918,00
1.1. Valores representativos de deuda	5.074.358,00
1.2. Intrumentos de patrimonio	3.324.393,00
1.3. Instituciones de Inversión colectiva	1.433.012,00
1.4. Depósitos en EECC	1.162.510,00
1.5. Derivados	6.783,00
1.6. Otros	31.863,00
2. Cartera exterior	18.010.382,00
2.1. Valores representativos de deuda	3.844.619,00
2.2. Intrumentos de patrimonio	6.227.677,00
2.3. Instituciones de Inversión colectiva	7.784.220,00
2.4. Depósitos en EECC	2.276,00
2.5. Derivados	142.137,00
2.6. Otros	9.454,00
3. Intereses de la cartera de inversión	100.733,00
4. Inversiones morosas o dudosas	2.211,00
III. Periodificaciones	11,00
IV. Tesorería	2.197.744,00
TOTAL ACTIVO	31.711.174,00

PATRIMONIO Y PASIVO	
A) PATRIMONIO ATRIBUIDO A ACCIONISTAS	31.486.847,00
A.1) Fondos reembolsables atribuidos a accionistas	31.486.847,00
I. Capital	28.782.219,00
II. Partícipes	1.019,00
III. Prima de emisión	3.284.882,00
IV. Reservas	8.862.980,00
V. (Acciones propias)	(10.309.767,00)
VI. Resultados de ejercicios anteriores	(787.124,00)
VIII. Resultado del ejercicio	1.656.844,00
IX. (Dividendo a cuenta)	(4.207,00)
B) PASIVO NO CORRIENTE	61,00
II. Deudas a largo plazo	60,00
III. Pasivos por impuesto diferido	1,00
C) PASIVO CORRIENTE	224.266,00
I. Provisiones a corto plazo	33,00
II. Deudas a corto plazo	181,00
III. Acreedores	156.127,00
IV. Pasivos financieros	21,00
V. Derivados	65.686,00
VI. Periodificaciones	2.219,00
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO	31.711.174,00

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV. (Tabla 20.)

5.5.2. Pérdidas y Ganancias

Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada de las SICAV en 2014
Importes en miles de euros

1. Comisiones de descuento por suscripciones y/o reembolsos	93,00
2. Comisiones retrocedidas	6.372,00
3. Gastos de Personal	(1.546,00)
4. Otros gastos de explotación	(232.874,00)
4.1. Comisión de gestión	(154.203,00)
4.2. Comisión depositario	(24.661,00)
4.3. Otros	(54.011,00)
5. Amortización del inmovilizado material	(19,00)
A.1) RESULTADO DE EXPLOTACION	(227.975,00)
8. Ingresos financieros	550.144,00
9. Gastos financieros	(21.235,00)
10. Variación del valor razonable en instrumentos financieros	784.663,00
10.1. Por operaciones de la cartera interior	141.073,00
10.2. Por operaciones de la cartera exterior	676.011,00
10.3. Por operaciones con derivados	(27.759,00)
10.4. Otros	(4.662,00)
11. Diferencias de cambio	54.974,00
12. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	531.429,00
12.1. Deterioros	(4.829,00)
12.2. Resultados por operaciones de la cartera interior	216.535,00
12.3. Resultados por operaciones de la cartera exterior	304.320,00
12.4. Resultados por operaciones con derivados	15.851,00
12.5. Otros	(447,00)
A.2) RESULTADO FINANCIERO	1.899.974,00
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	1.671.999,00
13. Impuesto sobre beneficios	(15.155,00)
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO	1.656.844,00

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV. (Tabla 21.)

5.5.3. Comentarios

El activo de las SICAV está formado en un 0.00032% por el no corriente y en un 99.99968% por el corriente, este último formado principalmente por la cartera de inversiones financieras. Cabe destacar, las cuentas de tesorería y deudores. Esta última compuesta normalmente por; retenciones y pagos a cuenta, dividendos pendientes de liquidar, comisiones, depósitos de garantía y deudas de la hacienda pública por el IS.

Cabe destacar que uno de los grandes mitos acerca de las sociedades de inversión colectiva está en la compra por parte de los accionistas de vehículos, yates o bienes inmuebles a través de esta para su uso y disfrute. Si esto sucediera el activo no corriente debería tener un mayor peso y estar representado en el balance.

En cuanto al patrimonio neto y el pasivo, se observa que el mayor peso recae sobre el primero haciendo que el ratio de endeudamiento sea de un 0.71%, una cifra muy baja debido a las características de las SICAV. En el pasivo, los acreedores están formados por: comisiones a pagar, gastos de auditoría pendientes de pago y deudas con la hacienda pública.

Para finalizar, se observa cómo la mayor parte de los gastos de la SICAV por los gastos de explotación y en concreto por las comisiones de gestión que en el 2014 fueron de media un 0.58% para el patrimonio y un 0.32% sobre los resultados.

6. CONCLUSIONES

Las conclusiones a las que hemos llegado tras la realización del proyecto son las siguientes:

1) En primer lugar, las SICAV son la institución de inversión colectiva preferida por los inversores, mientras que los fondos han disminuido el número de entidades registradas el de las sociedades de inversión colectiva siguen una tendencia de crecimiento.

2) En segundo lugar, el porcentaje de SICAV constituidas por un accionista que controla más del 90% de las acciones es de un 28,40% quedando demostrado que la mayoría de las SICAV cumplen el objetivo de invertir colectivamente sus carteras y no ser uno de los accionistas el que aporte la totalidad del patrimonio utilizando las sociedades de inversión colectiva para otro propósito. A sí mismo, es necesario un cambio regulatoria en ley reguladora de IIC debido a que la estructura de las sociedades de inversión colectiva conducen a que haya menos accionistas que en los fondos de inversión, ya que mientras estos últimos es la gestora la que gestiona el patrimonio en el caso de los primeros son los accionistas lo que tienen el derecho a voto para la toma de decisiones haciendo que sea insostenible tener 100 accionistas con un peso significativo en la sociedad.

3) En tercer lugar, en España las SICAV tributan dos veces por el beneficio, pagando en muchos casos más impuestos que aquellos que no invierten de manera colectiva. La solución a este problema se encuentra en que la tributación de las SICAV en España se debe adecuar a la de otros países de la zona Europea donde el gravamen aplicado es del 0% y son los accionistas los que tributan por las rentas obtenidas. Finalmente, se ha comprobado que el aumento del tipo de gravamen al 28% en el País Vasco provoco la fuga de capitales y la destrucción de sociedades de inversión colectiva en un 98.95% en apenas 5 años.

4) En cuarto lugar, la rentabilidad acumulada por las SICAV los últimos 10 años ha sido superior a la de Las Letras del Tesoro y a la del IBEX 35, y que tanto la rentabilidad como el riesgo derivan del tipo de cartera en la que invierta la sociedad. A sí mismo, queda comprobado que el reparto de dividendos en la SICAV no es una práctica común debido principalmente al aprovechamiento del diferimiento de pagos de impuesto.

5) En quinto lugar, las SICAV no son sociedades que sirvan para la compra de bienes para el disfrute privado de los accionistas debido a que casi el 100% del activo está invertido en el activo corriente del balance. Por otro lado, se observa como la mayor cantidad de gastos son las comisiones de gestión de las SICAV y como los ingresos provienen de las variaciones de la cartera de inversión de estas.

6) Finalmente, las sociedades de inversión de capital variable son actualmente uno de los mejores activos donde invertir dinero, que se encuentra en

expansión y en el que es necesario hacer ciertas mejoras legislativas con el fin de mejorar el atractivo de las mimas y el número de sociedades constituidas.

7. BIBLIOGRAFÍA

- Banco de España (BDE):
(CONSULTADO: 29/06/2015): http://www.bde.es/bde/es/
- Boletín Oficial del Estado (BOE):
(CONSULTADO: 01/06/2015): Ley 35/2006 IRPF:
http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2006-20764
(CONSULTADO: 01/06/2015): Ley 24/2014 IS:
http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-12328
(CONSULTADO: 03/06/2015): Ley 35/2003 IIC:
http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-20331
(CONSULTADO: 03/06/2015): Ley 35/2011 ICC:
http://www.boe.es/boe/dias/2011/10/05/pdfs/BOE-A-2011-15621.pdf
- Bolsa de Madrid:
(CONSULTADO: 12/06/2015): http://www.bolsamadrid.es/
- Comisión del Mercado de Valores (CNMV):
(CONSULTADO: 02/06/2015):
http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Estadisticas-IIC.aspx
(CONSULTADO: 02/06/2015):
http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/MostrarListados.aspx?id=18
(CONSULTADO: 02/06/2015):
http://ep00.epimg.net/descargables/2015/06/08/b3e0d35f1fa85f5d74261bace0ab8b13.pdf
(CONSULTADO: 02/06/2015):
http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/Informes.aspx
- Expansión:
(CONSULTADO: 12/06/2015):
- Fondo Monetario Internacional (FMI):
(CONSULTADO: 28/06/2015):
http://ep00.epimg.net/descargables/2015/06/08/b3e0d35f1fa85f5d74261bace0ab8b13.pdf
- Juan Carlos Ureta Domingo. (2009). Situación actual y perspectivas de las instituciones de inversión colectiva. España: Fundación de Estudios Financieros.
- Mar Barrero Muñoz (2000). Manual de SICAV y Fondos de inversión extranjeros. España: Inversor.
- Mercado Alternativo Bursátil:
(CONSULTADO: 27/05/2015):
https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Home.aspx
- Morningstar:
(CONSULTADO: 15/05/2015): http://www.morningstar.es/es/
http://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/indices/ibex35_I.IB.html
- Portal del sindicato de técnicos del Ministerio de Hacienda:
(CONSULTADO: 21/05/2015): http://www.gestha.es/
- Tesoro Público:
(CONSULTADO: 20/06/2015): http://www.tesoro.es/

- UDIMA. (2009). Ahorro-inversión de particulares, análisis y selección de inversiones. España: CEF.

Nota: Agradecemos a Renta 4 la aportación de información interna de carácter confidencial de la empresa para la realización del proyecto.