

MEMORIA DEL TRABAJO FIN DE GRADO

LAS SICAVS EN ESPAÑA (1998/2016)

(SICAVS IN SPAIN (1998/2016).)

Autor: D. Eugenio Peraza PERERA

Tutor/a: D^a María Jesús Hernández García

Grado en Administración y Dirección de Empresas
FACULTAD DE ECONOMÍA, EMPRESA Y TURISMO
Curso Académico 2015/2016

En La Laguna a 6 de Septiembre de 2016

Dña **María Jesús Hernández García** del Departamento de **Economía, Contabilidad y Finanzas**

CERTIFICA:

Que la presente Memoria de Trabajo Fin de Grado en Administración y Dirección de Empresas titulada "**LAS SICAVS EN ESPAÑA, (1998/2016)**" y presentada por el/la alumno **Eugenio Perera Peraza** realizada bajo mi dirección, reúne las condiciones exigidas por la Guía Académica de la asignatura para su defensa

Para que así conste y surta los efectos oportunos, firmo la presente en
La Laguna a 6 de septiembre de 2016

La tutora

A handwritten signature in blue ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke, positioned below the text 'La tutora'.

Fdo: **Dña María Jesús Hernández García**

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN.....	3
1. INTRODUCCIÓN.....	4
1.1. METODOLOGÍA.....	4
1.2. MARCO TEÓRICO.....	4
1.2.1. Antecedentes e historia de las SICAV.....	4
2. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.....	6
2.1. CONCEPTO.....	6
2.2. FORMA JURÍDICA DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.....	7
2.2.1. Fondos de Inversión.....	7
3. SICAV.....	7
3.1 CONCEPTO.....	7
3.2. REQUISITOS.....	7
3.3. RESTRICCIONES DE INVERSIÓN.....	8
3.3.1. Coeficiente de liquidez.....	8
3.3.2. Coeficiente de diversificación.....	8
3.3.3. Coeficiente de Inversión.....	9
3.4. FISCALIDAD DE LAS SICAV.....	9
3.4.1. Fiscalidad de la sociedad.....	9
3.4.2. Fiscalidad de sus socios.....	9
3.4.3. Comparativa entre operar mediante una SICAV u operar como inversor individual.....	10
3.4.4. Comparativa de la fiscalidad entre una SICAV y una sociedad estándar.....	13
3.5 REGULACIÓN JURÍDICA DE LAS SICAV.....	15
4. EVOLUCIÓN DE LAS SICAV EN ESPAÑA (2000/2015).....	17
4.1. EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE INSTITUCIONES.....	17
4.2. EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO SOCIAL.....	18
4.3. COMPOSICIÓN DE LA CARTERA.....	20
5. MERCADO EN QUE COTIZAN LAS SICAV.....	22
5.1. MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL.....	22
5.1.1. Modalidades de negociación de las SICAV en el MAB.....	23
6. RENTABILIDAD FINANCIERA DE LAS SICAV EN ESPAÑA.....	23
7. AGENCIAS DE RATING EN EL CASO DE LAS SICAV.....	25
7.1. CASO MORNINGSTAR (SICAV).....	25
8. CONCLUSIONES.....	34
Bibliografía.....	36

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Escala del ahorro IRPF	10
Tabla 2. Comparativa pago de impuestos totales Individuo vs SICAV	12
Tabla 3. Tipos impositivos del Impuesto de Sociedades	13
Tabla 4. Tipos efectivos del Impuesto de Sociedades	15
Tabla 5. Comparación de la rentabilidad media y la volatilidad antes y después de la crisis.....	25
Tabla 6. Rentabilidad "SICAV 5 estrellas" año 2015.....	33

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Impuestos totales acumulados anuales.....	13
Gráfico 2. Evolución del número de SICAV en España	17
Gráfico 3. Diferencial interanual del número de SICAV en España	18
Gráfico 4. Evolución del patrimonio social de las SICAV en España	18
Gráfico 5. Evolución del patrimonio medio por SICAV	19
Gráfico 6. Evolución de la cartera de inversión de las Sociedades de Inversión	21
Gráfico 7. Evolución en la distribución de la cartera de las Sociedades de Inversión.....	21
Gráfico 8. Sociedades que cotizan en el MAB	22
Gráfico 9. Funcionamiento de una SICAV estándar (comunicación en D+1) en el método de valor liquidativo	23
Gráfico 10. Evolución temporal de la rentabilidad de las SICAV.....	24
Gráfico 11. Comparativa SICAV con la misma rentabilidad y distinto riesgo	29
Gráfico 12. Asignación de estrellas en el Rating Morningstar.....	30
Gráfico 13. Evolución rentabilidad mensual de las SICAV "5 estrellas", las SICAV con más de 500 accionistas y el IBEX-35	31
Gráfico 14. Tasas instantáneas diarias SICAV "5 estrellas"	32

RESUMEN

Desde finales de los años 90 se ha producido una proliferación del número de Sociedades de Inversión en Capital Variable (**SICAV**) en España, debido a su, aunque polémico, atractivo tributario.

En el presente trabajo analizaremos los antecedentes de las **Instituciones de Inversión Colectiva** en Europa y en España, desde una aproximación histórica, luego abordaremos los conceptos de **Instituciones de Inversión Colectiva**, **Fondos de Inversión** y **SICAV**, analizando sus requisitos de constitución, las restricciones de inversión y el régimen fiscal desde el punto de vista de la sociedad y de los socios que la componen. Posteriormente nos centramos en la evolución temporal del número de instituciones y del patrimonio de la totalidad de las SICAV y en la evolución de la composición de la cartera. También realizamos una aproximación del Mercado Financiero, **Mercado alternativo Bursátil**, donde cotizan las **SICAV** para, a continuación, poder entrar a analizar en profundidad la rentabilidad financiera de estas sociedades en los diecisiete últimos años (1998/2015). Para finalizar, realizamos el análisis de la metodología de la agencia de rating **Morningstar**, la cual categoriza a un total de 120 **SICAV** españolas desde octubre de 2015, analizando la rentabilidad y los tantos instantáneos diarios que han obtenido aquellas **SICAV** cuyo ratings han sido los mejores en el último año.

Palabras clave: Instituciones de Inversión Colectiva, SICAV, régimen fiscal, Mercado alternativo Bursátil, rentabilidad financiera, agencia de rating, Morningstar.

ABSTRACT

Because of its controversial fiscal attractiveness, Open-ended investment companies (known as **SICAV**) have proliferated in Spain from the end of nineties.

In this work we will analyze the precedents of **Collective Investment Institutions** in Spain and Europe, by means of an historical approximation. Then, we will approach the **Collective Investment Institution**, **Investment Fund** and **SICAV** concept, through of the analysis of its setting-up requirements, its investment restrictions and its tax regulations from the company and the shareholders point of view. Later we will focus in the historical evolution of the amount of companies, the corporate patrimony and the portfolio composition. Also, we will examine the market where **SICAV** quote: **Mercado alternativo Bursátil**, and we will measure its returns of equity for the last seventeen years (1998/2015). Finally, we will analyze the **Morningstar** methodology which is used to rate to 120 spanish **SICAV** from October, 2015. Besides of this, we will study the profitability of the best rated **SICAV** by Morningstar throughout last year.

Key words: Collective Investment Institution, Open-ended investment companies (SICAV), tax regulations, Mercado alternativo Bursátil, profitability, returns of equity, rating agency, Morningstar.

1. INTRODUCCIÓN

1.1. METODOLOGÍA

La metodología de este trabajo ha seguido una estructura que siempre se desplaza del planteamiento teórico al tratamiento empírico de los datos, comienza con el estudio del marco y el concepto teórico de las Instituciones de Inversión Colectiva, para llegar al de las **SICAV**, analizando sus precedentes, primero a nivel europeo y luego al español. Una vez realizada dicha contextualización, estudiamos el concepto y los requisitos que conlleva la creación de este tipo de sociedades, para afrontar, debidamente documentados, el objetivo de este estudio.

También, para abordar el concepto de **SICAV** (tipo de sociedad, restricciones a la inversión, requisitos de constitución), se han utilizado fuentes de datos secundarias (entendiendo por datos secundarios informaciones que han sido producidas por otras personas o instituciones) disponibles en diccionarios económicos, leyes publicadas en el BOE y publicaciones de autores.

Partiendo del marco general anteriormente planteado (conceptos, sin los cuales no es posible entender adecuadamente el tema de este trabajo) pasamos a ámbitos más concretos, para ello, nos vamos acercando paulatinamente, desde los antecedentes europeos, hasta las SICAV más significativas a nivel español. De este modo, a la hora de analizar el marco económico-financiero, la información necesaria ha sido extraída de las series estadísticas disponibles en la CNMV, además de los datos disponibles en los mercados financieros, acerca de los valores liquidativos mensuales de las SICAV.

Siguiendo con el estudio empírico, se analizan aspectos como la evolución temporal del número de sociedades y su relación con el patrimonio social total, hasta llegar al análisis de la composición de la cartera de las **SICAV** utilizando datos disponibles en la CNMV y al principal mercado en que cotizan las **SICAV**: el Mercado alternativo Bursátil (**MAB**).

En cuanto al análisis financiero de las **SICAV**, desarrollamos el análisis de la rentabilidad financiera (de todas las sociedades) mediante los balances consolidados y el análisis de la variación porcentual de los valores liquidativos de una muestra de 7 sociedades basándonos en el método de rating de Morningstar denominado "**Rating de Estrellas**" (el cual también es examinado y explicado en este trabajo) y seleccionando las que han obtenido los mejores resultados mediante esa metodología de rating. También aportamos el cálculo de las tasas instantáneas diarias para cada mes desde enero de 2015 a junio de 2016 (equivalentes a las mensuales) de dicha muestra.

1.2. MARCO TEÓRICO

1.2.1. Antecedentes e historia de las SICAV

Para abordar los precedentes y la historia de las Sociedades de Inversión en Capital Variable debemos primero entender el porqué de la aparición de las Instituciones de Inversión Colectiva en general, es decir, qué lleva a un inversor individual a pasar a formar parte de un colectivo inversor. De esta manera procederemos a hacer un análisis de las principales ventajas de la inversión colectiva frente a la inversión individual.

Una inversión financiera es la colocación de un capital para adquirir activos financieros durante un cierto tiempo con el objetivo de obtener un rendimiento económico. Una premisa financiera es que toda inversión, conlleva una rentabilidad, una liquidez y un riesgo, es en el análisis de estas tres variables donde radica la decisión final del inversor. Sabemos que existe una relación directa entre la rentabilidad y el riesgo, y es que, los activos más rentables suelen ser también los más arriesgados. Partiendo de estas premisas, podemos entender que todo inversor quiera reducir el riesgo y por esta razón aparece el mecanismo de la diversificación. Si un inversor invierte una cuantía C_0 en acciones de una misma empresa, tiene su cartera comprometida con el devenir de la empresa y en caso de un bajada de cotización, toda la cartera se vería afectada, sin embargo, si distribuye C_0 en acciones de varias empresas, las subidas y bajadas en la cotización de las distintas empresas se podrían compensar y se reduciría el riesgo¹.

La Teoría de Carteras se basa en la adquisición de un gran número de títulos cuyas oscilaciones no sean paralelas, es decir, que los títulos no tengan relación entre sí. De este modo, mientras unos aumentan su valor, otros pueden experimentar bajadas en sus precios. Así, la diversificación se produce de una manera más inteligente, puesto que cuando unimos dos o más títulos arriesgados, el riesgo total no es la suma de los riesgos individuales, sino que al tener en cuenta la covarianza de ambos títulos, puede existir correlaciones que hagan descender el riesgo total². Para que una diversificación sea efectiva se debe tener una cartera con gran número de títulos y es posible que un solo inversor no pueda abarcar la adquisición de todos ellos, de esta manera, va cobrando forma la idea de la agrupación de distintos inversores individuales para poder así abarcar una cartera con títulos suficientes (Blanco Mendialdua, 2012).

Cabe destacar también que las Instituciones de Inversión Colectiva ofrecen a los inversores un acceso a mercados inaccesibles como los mercados internacionales además de una gestión profesional de la cartera.

1.2.1.1. Antecedentes históricos en Europa

Para aproximarnos a los antecedentes históricos de las Instituciones de Inversión Colectiva en Europa es necesario señalar que no se conoce un lugar o momento concreto, en el cuál situar su nacimiento, si bien es cierto, se pueden encontrar varios antecedentes que cumplen con varias de las características de las instituciones colectivas.

Un primer antecedente a destacar es la *Société Générale de Pays-Bas pour Favoriser l'Industrie National* creada por Guillermo I en 1822 tras la independencia de Bélgica en Bruselas. Esta sociedad es el primer antecedente en Europa por el hecho de ser creada con el objetivo de diversificar el riesgo mediante la agrupación de inversores individuales y tenía funciones de banquero del gobierno, emisor de moneda y de promover la industria, la agricultura y el comercio del país.

¹ Para conseguir una efectiva reducción del riesgo es necesario identificar dos tipos de riesgo: el riesgo sistemático y

² En este sentido se pronuncia Markowitz.

En cuanto, al primer precedente real y legislado de una Institución de Inversión Colectiva, debemos remontarnos a la promulgación de las leyes inglesas "*Joint Stocks Company Act*" de 1862 y 1867 que supuso un punto de partida regulatorio para la aparición de los Investment Trust. De este modo nace en el año 1868 la primera Sociedad de Inversión de la historia: la Foreign and Colonial Government Trust, que pretendía "proveer al inversor moderado de las mismas ventajas que el gran capitalista mediante la diversificación de la inversión en gran número de títulos". Seguidamente aparece en 1873 la *Scottish American Investment Trust* y ya en 1875 existen en Gran Bretaña 18 Sociedades de Inversión (Investment Trusts).

Entre las principales características de las **Investment Trusts** destacamos:

- I. La inversión en valores seguros extranjeros.
- II. Una política conservadora de reparto de dividendos (manteniendo un porcentaje del beneficio como reserva ante posible futuras crisis).
- III. La falta de información a los socios.

1.2.1.2. Antecedentes históricos en España

Para encontrar una asociación similar a una IIC en nuestro país habría que remontarse hasta el año 1892, cuando se constituyó **El Crédito General Español**, primera compañía que podría asemejarse un poco a lo que entendemos hoy en día como IIC.

Pero para si queremos una compañía que tenga verdadera similitud con los actuales Fondos de Inversión y más concretamente con las SICAV debemos remontarnos al 28 de mayo de 1912 cuando se funda en Santa Cruz de Tenerife la sociedad comanditaria **Ahorro y Fortuna** como el primer antecedente a una IIC propiamente definida en España. Dicha compañía tenía un capital de 5000 pesetas y se presenta como la primera de esta índole en tener su propio órgano de difusión de la información, de manera mensual, denominado "**El Monitor Financiero. Ahorro y Fortuna**" tenía como objeto social la adquisición de unas series de valores públicos extranjeros amortizables por sorteo y beneficiarse de los premios a los que tuviese opción. Su similitud con las actuales IIC se debe a que presentaba una estructura triangular: una sociedad gestora, un patrimonio mobiliario y una entidad financiera depositaria. En cuanto a sus diferencias, cabe destacar que esta sociedad tenía forma jurídica de sociedad comanditaria y no anónima y que se trataba de una sociedad de capital cerrado prefijado por la gestora.

2. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

2.1. CONCEPTO

Una Institución de Inversión Colectiva es una institución creada para captar, gestionar e invertir (de forma conjunta) fondos, bienes o derechos del público. Están reguladas bajo la Ley 35/2003 bajo la cual se diferencian dos tipos de IIC, según la forma jurídica, puede hablarse de sociedades de inversión o de fondos de inversión.

2.2. FORMA JURÍDICA DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

2.2.1. Fondos de Inversión

Los fondos de inversión son IIC que no tienen personalidad jurídica, esto es, deben ser representadas por una sociedad gestora que representa al fondo y que ejerce todos sus derechos políticos y económicos. Estas sociedades gestoras precisan autorización y supervisión de la CNMV.

En un fondo de inversión, el patrimonio está dividido en participaciones de igual valor. La forma de invertir en un fondo de inversión es simplemente suscribiendo este tipo de participaciones. La suscripción de dichas participaciones es realmente una aportación al patrimonio común y confiere a los propietarios los siguientes derechos (entre otros):

- I. Solicitar y obtener el reembolso del valor de sus participaciones
- II. Obtener información veraz sobre el fondo así como la posición del partícipe del fondo
- III. Exigir responsabilidades a la sociedad gestora en caso de incumplimiento de sus obligaciones legales

Cabe destacar que, por norma general, el mínimo número de partícipes en un fondo de inversión es de 100.

En cuanto al patrimonio mínimo, es necesario reseñar que se trata de 3.000.000 de euros. Además dentro de cada fondo puede haber distintos subfondos o compartimentos cada uno de los cuales puede tener su propio régimen de funcionamiento y cada uno de los compartimentos puede tener distinto tipo de participaciones con valor liquidativo distinto al de otro compartimento.

3. SICAV

3.1 CONCEPTO

Una Sociedad de Inversión en Capital Variable (SICAV) es una sociedad anónima mediante la cual se gestiona un patrimonio financiero colectivo. Se trata de una IIC de carácter financiero, es decir, tiene como objeto la inversión en activos e instrumentos financieros. Su objeto social es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en instrumentos financieros.

3.2. REQUISITOS

La sociedad anónima creadora de la SICAV debe cumplir con una serie de requisitos:

- El número mínimo de accionistas debe ser 100
- Debe estar tutelada y controlada por la CNMV así como autorizada y registrada por la misma.
- El capital social debe ser como mínimo de 2.400.000 € y debe estar totalmente desembolsado. La gestión de la SICAV debe ser realizada por la propia sociedad anónima o en su defecto por una sociedad que esté habilitada para desempeñar en España el servicio de inversión.

- Las SICAV deben establecer un capital mínimo y un capital máximo en sus estatutos. El capital máximo no podrá exceder más de 10 veces el capital mínimo.
- La constitución, escisión, fusión o aumento de capitales están exentos de pagar el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

3.3. RESTRICCIONES DE INVERSIÓN

Como ya sabemos, las SICAV tienen permitida la inversión en activos financieros aunque cabe destacar la existencia de ciertas restricciones impuestas por la ley para cumplir con ciertos objetivos como la diversificación, liquidez o seguridad (Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva):

3.3.1. Coeficiente de liquidez

Los activos líquidos de la SICAV, entendiendo por activos líquidos efectivo, depósitos o cuentas bancarias a la vista, debe representar como mínimo el 3% del total del patrimonio. La CNMV podrá aumentar este coeficiente en algunos casos aunque nunca podrá exceder el 10% del total del patrimonio.

Además, el concepto de profundidad de mercado (capacidad que tiene el mercado de un valor para sostener un nivel de oferta y demanda que permita la existencia de liquidez) debe ser tenida en cuenta por las SICAV. (CNMV)

Si un mercado es profundo, habrá un volumen suficiente de ordenes pendientes (tanto de demanda como de oferta) para dotar de liquidez suficiente el mercado de un valor dado. Si abrimos órdenes en un mercado que no es profundo, nuestras órdenes podrían quedarse abiertas y no tener contrapartida, por lo que en caso de venta de un activo (por ejemplo), este tendría dificultades para ser vendido y para ser intercambiado por dinero.

Las SICAV deberán tener obligatoriamente sistemas internos de control de la profundidad del mercado para procurar una liquidación ordenada mediante los normales mecanismos de contratación. Así mismo, la SICAV deberá informar a la CNMV qué sistema de control de profundidad de mercado ha adoptado³, concretamente deberá informar si:

- I. Tiene un seguimiento de la relación entre el volumen invertido y su contratación habitual.
- II. Evalúa periódicamente el riesgo de liquidar drásticamente las posiciones.
- III. Mantiene sistemas para conocer los posibles problemas de falta de liquidez que el mercado en concreto haya tenido anteriormente.

3.3.2. Coeficiente de diversificación

Para conseguir el objetivo de la diversificación, la ley exige que la SICAV no tenga más de un 5% de su activo invertido en valores de una misma sociedad.

³ Si la SICAV cumple con dicha obligación, podría incluir en el folleto una mención similar a ésta: "La SICAV cuenta con sistemas internos de control de la profundidad del mercado de los valores en que invierte la IIC, considerando la negociación habitual y el volumen invertido, con objeto de procurar una liquidación ordenada de las posiciones de la IIC a través de los mecanismos normales de contratación."

Este límite podría ser ampliado al 10% siempre que el total de las inversiones que supere el 5% no sea superior al 40% del total del activo.

3.3.3. Coeficiente de Inversión

El coeficiente de inversión establece que las SICAV deben mantener un 90% del activo invertido en valores mobiliarios admitidos a cotización en mercados organizados que estén reconocidos oficialmente.

3.4. FISCALIDAD DE LAS SICAV

3.4.1. Fiscalidad de la sociedad

La Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades es la encargada de regular la fiscalidad de una SICAV al tratarse de una sociedad, más concretamente una Institución de Inversión Colectiva. Esta ley establece un tipo impositivo del 1% para todas las sociedades de inversión en capital variable reguladas por la ley 35/2003 de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, en el cuarto apartado de su artículo nº 29 "Tipo de Gravamen".

Además para poder tributar al 1%, la SICAV debe cumplir con lo estipulado en el artículo 9.4 de la ley 35/2003 de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, donde se establece que el mínimo de accionistas no podrá ser inferior a 100. En caso de no ser así la SICAV pasaría a tributar al tipo de gravamen general.

Cabe destacar también que las SICAV no podrán acogerse a las deducciones por doble imposición internacional⁴ siempre y cuando puedan tributar al 1% por cumplir con los requisitos anteriormente mencionados.

3.4.2. Fiscalidad de sus socios

Para hablar acerca de la fiscalidad de los accionistas de las SICAV, primero debemos diferenciar dos hechos imponibles: por un lado la compra-venta de acciones, esto es, la transmisión de acciones que supongan ganancias o pérdidas patrimoniales y las ganancias por dividendos distribuidos desde la SICAV hacia sus socios (práctica poco común en las SICAV).

En cuanto a la transmisión de acciones que supongan ganancias o pérdidas patrimoniales, cabe destacar que se integrarán en la base imponible de ahorro del IRPF y tributarán de la siguiente manera:

⁴ Tal y como establece el artículo 52 de la ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades: "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."

Tabla 1. Escala del ahorro IRPF

2015				2016			
Base liquidable	Tipo Estatal	Tipo autonómico	Tipo Total	Base liquidable	Tipo Estatal	Tipo autonómico	Tipo Total
Hasta 6.000€	9,50%	10%	19,50%	Hasta 6.000€	9,50%	9,50%	19%
Los siguientes 44.000€	10,50%	11%	21,50%	Los siguientes 44.000€	10,50%	10,50%	21%
En adelante	11,50%	12%	23,50%	En adelante	11,50%	11,50%	23%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Agencia Tributaria. (http://www.agenciatributaria.es/AEAT.internet/Inicio/La_Agencia_Tributaria/Campanas/_Campanas_/Impuesto_sobre_la_Renta_de las_Personas_Fisicas_IRPF_/INFORMACION/Reforma_Renta_2015/Tipos_y_escala_s_de_gravamen/Tipos_y_escalas_de_gravamen.shtml).

En cuanto a las ganancias derivadas de la transmisión de los dividendos desde la SICAV hacia los socios, estos tendrían consideración de rendimientos de capital mobiliario integrándose también en la base imponible del ahorro y tributando conforme a la **Tabla 1**.

3.4.3. Comparativa entre operar mediante una SICAV u operar como inversor individual

Como hemos visto anteriormente, existen muchas ventajas fiscales a la hora de elegir la inversión de forma conjunta, más concretamente formando parte de una SICAV, frente a la inversión individual. A continuación, analizaremos ambas modalidades para intentar entender cuál es la diferencia real en términos fiscales.

Si comparamos los beneficios después de impuestos de una SICAV en comparación con un inversor individual (asumiendo que tienen la misma capacidad para generar un nivel de beneficios antes de impuestos, esto es, de hacer crecer su cartera en la misma proporción porcentual), encontramos que la SICAV solo tributará un 1% frente al 19, 21 o 23% que tributaría el inversor individual. Por tanto, el beneficio después de impuestos (BDI) de la SICAV será superior al del inversor individual una vez devengados los impuestos.

Si asumimos un 23% en el pago del IRPF, el impuesto anual que pagaría el inversor individual sería:

$$IP_n = BAI_n \times 0,23$$

Siendo BAI_n = Beneficio antes de impuestos para ese año (aumento de la cartera expresada en variación desde el primer valor del año hasta el último).

El pago total de impuestos al cabo de n años sería:

$$IP_{total} = \sum_{i=1}^n BAI_n \times 0,23$$

En el caso de la SICAV, asumiendo un 1% en el IS, el impuesto anual que pagaría la sociedad sería:

$$IP_n = BAI_n \times 0,01$$

Los totales serían:

$$IP_{total} = \sum_{i=1}^n BAI_n \times 0,01$$

Una vez planteada esta comparación, cabe destacar que los accionistas de la **SICAV** no tendrán que tributar individualmente (IRPF) hasta que enajenen sus acciones, y, en ese caso, pasaría a tributar lo mismo que el inversor individual, tanto en ese caso como en el reparto de dividendos. De este modo, si escogiéramos la modalidad de invertir mediante una **SICAV**, una vez queramos disfrutar de nuestros beneficios (fruto de canalizar nuestro ahorro en la **SICAV**), tendríamos que pagar los mismos impuestos que un inversor individual, sumados al 1% ya tributado anteriormente por la sociedad. De este modo podemos calcular el pago de impuestos en el momento de enajenación (último año (n+1)) del individuo que invierte en la SICAV de la siguiente manera:

$$IP_{n+1} = \sum_{i=1}^n BDI_{SICAV\ n} \times 0,23$$

donde el beneficio después de impuestos de la **SICAV** se expresa como:

$$BDI_{SICAV\ n} = BAI_n \times (1 - 0,01) = BAI_n \times 0,99,$$

El pago de impuestos del inversor en una **SICAV** en el momento de la enajenación de las acciones será igual al sumatorio de los beneficios después de impuestos de cada año de la **SICAV** multiplicado por el tipo impositivo del IRPF, que asumimos que es un 23%. El sumatorio del BDI_{SICAV} es igual a la variación total de la cartera desde el inicio hasta el momento de enajenación, menos los impuestos totales pagados por la **SICAV**.

El cuantía devengada en concepto de impuestos en el momento de enajenación sería:

$$IP_{n+1} = \sum_{i=1}^n BAI_n \times 0,99 \times 0,23 = BAI_n \times 0,2277$$

Una vez calculados los impuestos que pagaría un inversor individual, una **SICAV** y el accionista de la **SICAV** en el momento de enajenar sus acciones, para un mismo nivel de Beneficios Antes de Impuestos (calculados como la variación de la cartera), podemos proceder a calcular la diferencia entre ambas modalidades:

$$\begin{aligned} DIFERENCIA\ TOTAL &= I_{INVERSOR\ INDIVIDUAL} - (I_{SICAV} + I_{ENAJENACIÓN}) = \\ &= \left(\sum BAI_n \times 0,23 \right) - \left\{ \left(\sum BAI_n \times 0,01 \right) + \left(\sum BAI_n \times 0,2277 \right) \right\} = \\ DIFERENCIA\ TOTAL &= - \sum BAI_n \times 0,0077 \end{aligned}$$

En conclusión, la diferencia entre invertir de manera individual (“jugado” de bolsa) o invertir en una **SICAV** para finalmente enajenar tus acciones, es de 0,77% sobre el beneficio antes de impuestos, es decir, un inversor en una **SICAV** terminará pagando un 0,77% más sobre sus beneficios totales que un inversor individual teniendo en cuenta tanto el pago del Impuesto de Sociedades de la **SICAV**, como el pago del IRPF una vez enajenadas las acciones de la misma.

Documentamos lo anterior con el siguiente ejemplo, considerando, un inversor individual que invierta 2.400.000€ en bolsa, durante 5 años y sea capaz de revalorizar su cartera un 3% anualmente, pagando un 23% en el IRPF, frente a un inversor que invierta en una SICAV y sea capaz de lo mismo:

Tabla 2. Comparativa pago de impuestos totales Individuo vs SICAV

	REVALORIZACIÓN		MODALIDAD INDIVIDUAL		MODALIDAD SICAV			
	CARTERA	BAI(3% ANUAL)	IMPUESTOS INVERSOR INDIVIDUAL (23% IRPF)	BDI (INVERSOR INDIVIDUAL)	IMPUESTOS SICAV (1% IS)	BDI (SICAV)	IMPUESTOS INDIVIDUO SICAV (23% IRPF)	TOTAL IMPUESTOS MODALIDAD SICAV (IS + IRPF)
1	2.400.000 €	72.000 €	16.560 €	55.440 €	720 €	71.280 €	0	720 €
2	2.472.000 €	74.160 €	17.057 €	57.103 €	742 €	73.418 €	0	742 €
3	2.546.160 €	76.385 €	17.569 €	58.816 €	764 €	75.621 €	0	764 €
4	2.622.545 €	78.676 €	18.096 €	60.581 €	787 €	77.890 €	0	787 €
5	2.701.221 €	81.037 €	18.638 €	62.398 €	810 €	80.226 €	87.040 €	87.850 €
TOTALES	382.258 €		87.919 €	294.338 €	3.823 €	378.435 €	87.040 €	90.863 €

Fuente: Elaboración propia.

La diferencia total en el pago de impuestos sería:

$$DIFERENCIA\ TOTAL = 90.863\text{€} - 87.919\text{€} = 2.944\text{€}^5$$

También podemos calcularla como:

$$DIFERENCIA\ TOTAL = 382.258\text{€} \times 0,77\% = 2.943,39\text{€}$$

De este modo se observa como en el ejemplo planteado, la modalidad de inversión mediante **SICAV**, produce un pago total de impuestos superior en 2943,39€ con respecto a la modalidad individual.

Pero, si esto es así y la **SICAV** no sirve para pagar menos impuestos a largo plazo, ¿cuál es la verdadera ventaja fiscal de la canalización del ahorro del inversor en una **SICAV**?, la respuesta a esta pregunta es el diferimiento del pago de impuestos. El accionista de una **SICAV** puede mantener su participación todo el tiempo que desee necesario sin tener que tributar por ello, en otras palabras, "El socio puede generar la máxima rentabilidad, ya que el pago del IRPF correspondiente se difiere hasta el momento en que decide recuperar su dinero".

Si partíamos de que:

$$DIFERENCIA\ TOTAL = IP_{INVERSOR\ INDIVIDUAL} - (IP_{SICAV} + IP_{ENAJENACIÓN})$$

⁵ Valor calculado con datos redondeados a la unidad.

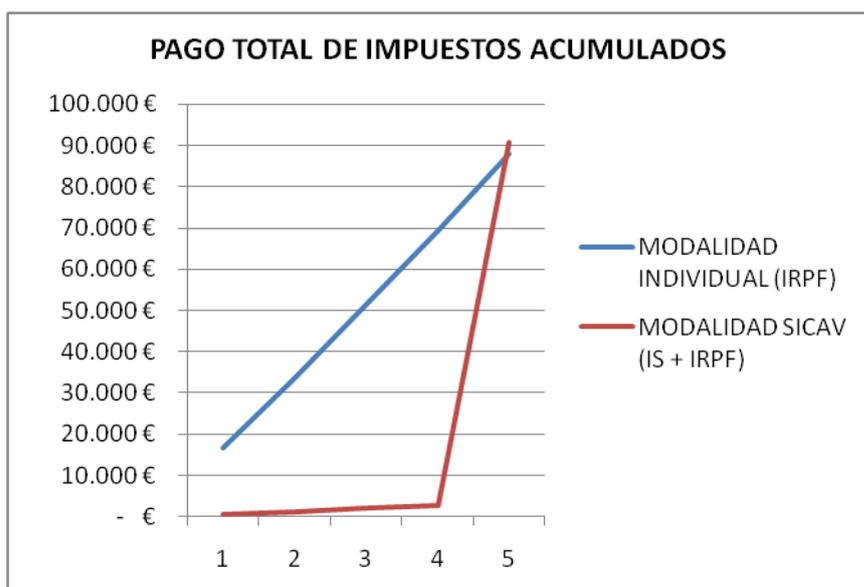
Asumiendo que el inversor no quiere enajenar todavía sus acciones de la **SICAV**, $IP_{ENAJENACIÓN} = 0$, la diferencia en el pago de impuestos sería:

$$DIFERENCIA SIN ENAJENACIÓN = (BAI_n \times 0,23) - (BAI_n \times 0,01) = \mathbf{BAI_n \times 0,22}$$

Es decir, un inversor por la modalidad **SICAV**, puede aprovecharse de pagar un 22% menos de impuestos sobre el beneficio antes de impuestos que un inversor individual, y, además, puede decidir en qué momento enajenar su cartera y tributar por el IRPF.

Siguiendo el ejemplo anterior, en el Gráfico 1, encontramos el pago acumulado de impuestos en ambas modalidades, por un lado la modalidad individual donde se paga el IRPF, y por otro lado, el pago de IRPF e IS de la segunda modalidad. De este modo podemos encontrar la verdadera ventaja fiscal que tienen las **SICAV**, y es que, aunque al final de los 5 años, la modalidad **SICAV** soportará sensiblemente mayor carga fiscal, se ha aprovechado durante los 4 primeros años del diferimiento de pago de impuestos.

Gráfico 1. Impuestos totales acumulados anuales



Fuente: Elaboración propia.

3.4.4. Comparativa de la fiscalidad entre una SICAV y una sociedad estándar

El Impuesto de Sociedades establece en la actualidad un tipo impositivo general del 28% para 2015 y del 25% para el 2016. Como hemos visto anteriormente las SICAV tributan al 1% sobre su beneficio (Tabla 3).

Tabla 3. Tipos impositivos del Impuesto de Sociedades

SUJETOS PASIVOS		2015	2016
Tipo general		28%	25%
Empresas Reducida Dimensión	Hasta 300.000€	25%	25%
	Resto	28%	25%
SICAVs		1%	1%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Agencia Tributaria.

Siguiendo la Tabla 3, encontramos que una SICAV pagará los siguientes impuestos:

$$\text{Impuestos SICAV} = B^{\circ} \times 0.01$$

Del mismo modo, una sociedad sujeta al tipo general (tomando el tipo impositivo para el año 2016) pagará:

$$\text{Impuestos Sociedad} = B^{\circ} \times 0.25$$

Por tanto, la diferencia en la tributación sería:

$$\begin{aligned} \text{Diferencia en la tributación} &= \text{Impuestos Sociedad} - \text{Impuestos SICAV} \\ &= B^{\circ} \times 0.25 - B^{\circ} \times 0.01 = B^{\circ} \times (0.25 - 0.01) = B^{\circ} \times 0.24 \end{aligned}$$

En la Tabla 4 encontramos una comparación del tipo efectivo que pagan las empresas que pertenecen a grupos empresariales, las empresas que no pertenecen y las **SICAV**. Para entender la tabla, primero debemos entender qué es una empresa que pertenece a un grupo, de este modo, según el artículo 42 del Código de Comercio, un grupo de empresas existe cuando una sociedad ostenta directa o indirectamente, control sobre otras sociedades.

Además, es necesario señalar la diferencia entre resultado contable (RC) y Base Imponible (BI), así mismo, el resultado contable es el beneficio antes de impuestos que las sociedades obtienen en sus balances, mientras que la base imponible es el mismo resultado contable al que se le han aplicado una serie de ajustes extracontables debido a las discrepancias existentes entre la norma contable y la fiscal. De este modo podemos definir el tipo efectivo sobre el Resultado Contable como:

$$\text{TIPO EFECTIVO SOBRE RC} = \frac{\text{Impuestos pagados por la empresa}}{\text{Resultado contable}}$$

y el tipo efectivo sobre la base imponible como:

$$\text{TIPO EFECTIVO SOBRE BI} = \frac{\text{Impuestos pagados por la empresa}}{\text{Base Imponible}}$$

Tabla 4. Tipos efectivos del Impuesto de Sociedades

		2010	2011	2012	2013	2014
EMPRESAS NO GRUPO	TIPO EFECTIVO SOBRE BI(%)	21,9%	21,0%	21,6%	21,8%	22,5%
	TIPO EFECTIVO SOBRE RC(%)	15,4%	15,8%	16,0%	15,0%	13,9%
EMPRESAS GRUPO	TIPO EFECTIVO SOBRE BI(%)	16,4%	17,5%	18,1%	16,2%	19,2%
	TIPO EFECTIVO SOBRE RC(%)	5,0%	3,8%	5,3%	6,3%	6,9%
SICAVs	TIPO EFECTIVO SOBRE BI(%)	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
	TIPO EFECTIVO SOBRE RC(%)	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual de Recaudación Tributaria del 2015 de la Agencia Tributaria:

(http://www.agenciatributaria.es/static_files/AEAT/Estudios/Estadisticas/Informes_Estadisticos/Informes_Anuales_de_Recaudacion_Tributaria/Ejercicio_2015/IART15.pdf)

En este caso observamos como los tipos efectivos sobre la Base Imponible son mayores que los tipos efectivos sobre el Resultado Contable tanto para las empresas grupo como para las empresas no grupo, por lo tanto, concluimos que la base imponible es menor que el resultado contable en el conjunto de las empresas españolas. En otras palabras, los ajustes extracontables minoran, por lo general, los resultados contables, es decir, las empresas españolas se aprovechan de ajustes extracontables negativos.

También encontramos que las diferencias entre el tipo efectivo sobre la Base Imponible y el tipo efectivo sobre el Resultado Contable son mayores en las empresas que pertenecen a grupos debido a que tienen la capacidad de acogerse a mayor número de deducciones para evitar la doble imposición.

En contraposición, encontramos a las **SICAV**, las cuales no pueden realizar los ajustes extracontables mencionados anteriormente siempre y cuando quieran acogerse al tipo impositivo del 1% según las leyes que regulan el Impuesto de Sociedades.

3.5 REGULACIÓN JURÍDICA DE LAS SICAV

Desde el punto de vista jurídico y de forma cronológica, encontramos una serie de leyes que han ido dando forma a las IIC como las conocemos hoy en día:

3.5.1. Ley 46/1984 del 26 de diciembre

La ley 46/1984 del 26 de diciembre, fue la reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva hasta el 5 de febrero de 2004. En dicha ley se define lo que se entiende por IIC en España como *"aquellas sociedades que capten públicamente fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos"* según establece el título preliminar. Además se introduce la diferenciación entre instituciones de carácter financiero (debido a que invierten en activos financieros) e instituciones de carácter no financiero (porque invierten en activos de otra naturaleza).

3.5.2. Ley 35/2003 del 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva

Esta ley deroga a la anterior ley 46/1984 del 26 de diciembre y otorga algunas de las características más notorias a las SICAV. Es la ley que regula actualmente todas las IIC en

España y surge para regular, en una sola ley, todo lo relativo a las mismas. Además como novedad se regula la comercialización transfronteriza de las acciones y participaciones de IIC.

En ella se determina, por ejemplo, una de las características más notorias de las Sociedades de Inversión: que el número mínimo de accionistas debe ser 100⁶.

3.5.3. Real Decreto Legislativo 1/2010 del 2 de julio (Ley de Sociedades de Capital).

Esta ley es la norma jurídica fundamental que regula el funcionamiento de las sociedades de capital en España unificando toda la normativa existente sobre sociedades anónimas, sociedades de responsabilidad limitada, sociedades anónimas cotizadas y sociedades comanditarias por acciones, es decir, todas las sociedades de capital existentes en el ordenamiento jurídico español. Como hemos mencionado anteriormente, las SICAV son también sociedades anónimas por lo que son objeto de regulación de dicha ley.

3.5.4. Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

Como ya sabemos, esta ley establece un tipo impositivo del 1% para las SICAV en el cuarto apartado de su artículo nº 29 "Tipo de Gravamen.

Para finalizar este apartado, comentar que esta última, **Ley 27/2014, de 27 de noviembre**, está actualmente muy cuestionada y nos remitimos a las conclusiones a este trabajo, donde se plantean las propuestas actuales de modificaciones de la misma.

⁶ Según el apartado 4 del artículo 9.

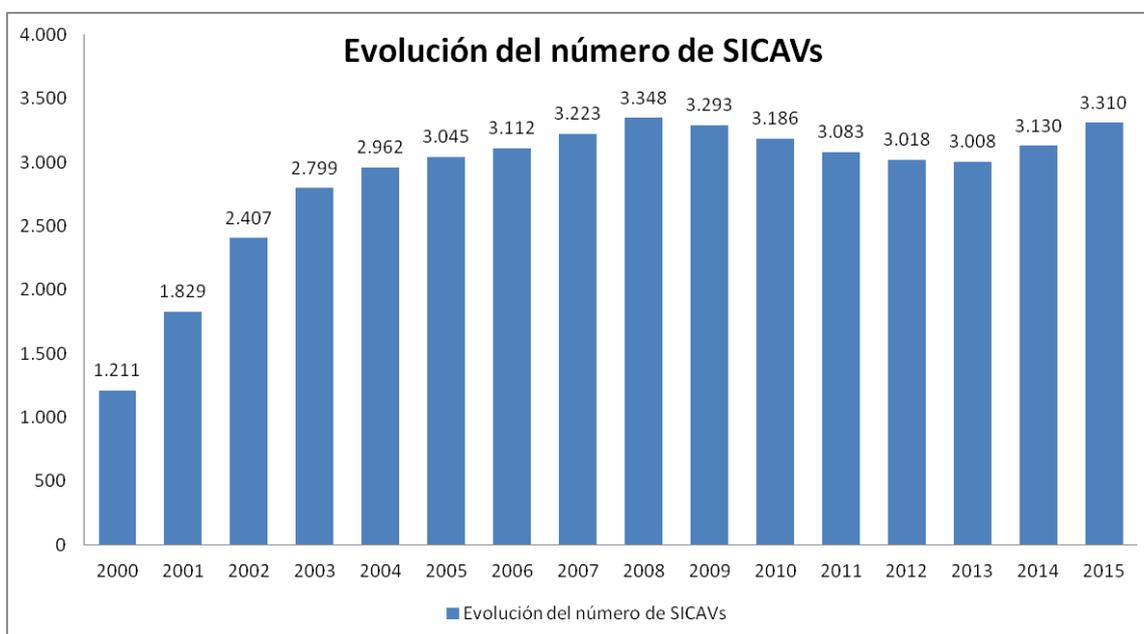
4. EVOLUCIÓN DE LAS SICAV EN ESPAÑA (2000/2015)

En este apartado nos centraremos en analizar la evolución de distintos aspectos de las **SICAV** desde el año 2000 (comienzo siglo XXI) hasta el año 2015 en España. Para ello, estudiaremos la evolución del número de instituciones, del patrimonio social y de la composición de la cartera para intentar determinar en qué medida se ha producido una proliferación de **SICAV** y cómo han afectado los factores macroeconómicos al devenir de estas sociedades.

4.1. EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE INSTITUCIONES

Para analizar la evolución en el número de instituciones analizaremos el **Gráfico 2**, en él podemos encontrar el número de SICAV que hubo, como media anual, cada año en España desde el año 2000

Gráfico 2. Evolución del número de SICAV en España



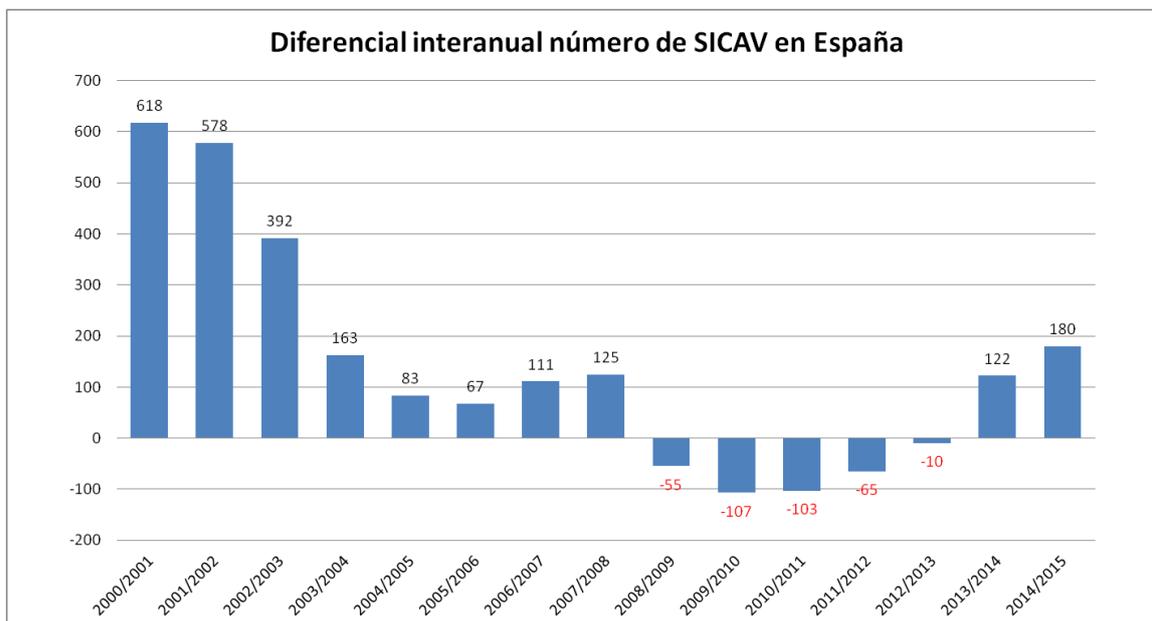
Fuente: Elaboración propia a partir de las series estadísticas de la CNMV. (<http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/SeriesWeb/Grafico.aspx?serie=IS0772&vista=5>).

En el año 2000 hubo en España una media de 1.211 SICAV y durante los 8 siguientes años el número de SICAV en España llega a una media de 3.348 SICAV en 2008, es decir, desde el año 2000 hasta el año 2008 (máximo histórico), el número de SICAV casi se ha duplicado. Es por primera vez a partir de ese año, debido a la crisis financiera, cuando el número de **SICAV** comienza un decrecimiento que se prolonga hasta el 2013.

A partir del 2013, el número de **SICAV** empieza a repuntar, adelantándose a la recuperación económica, además es en el 2015, el año en el que se produce el mayor aumento interanual de los últimos 10 años, pasando de 3.130 SICAV en 2014 a 3.310 en 2015 (un aumento neto de 180 **SICAV** como podemos observar en el

Gráfico 3).

Gráfico 3. Diferencial interanual del número de SICAV en España

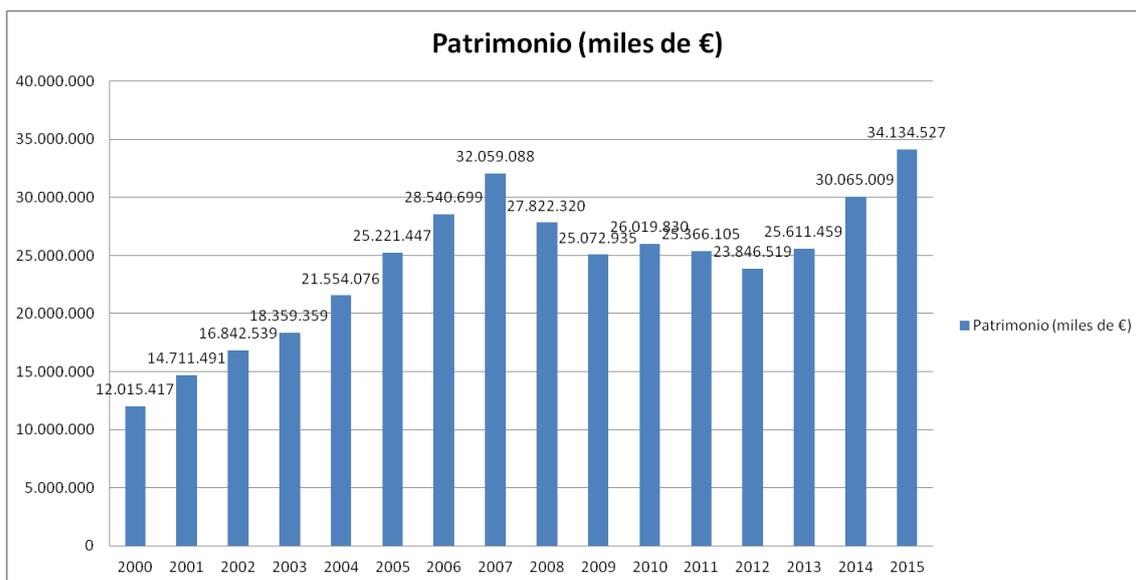


Fuente: Elaboración propia a partir de las series estadísticas de la CNMV. (<http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/SeriesWeb/Grafico.aspx?serie=IS0772&vista=5>).

4.2. EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO SOCIAL

Para el estudio de la evolución del patrimonio social de la totalidad de las SICAV existentes en España, analizaremos el **Gráfico 4**, en el que podemos encontrar el patrimonio total del conglomerado de SICAV españolas desde el año 2000 hasta el 2015.

Gráfico 4. Evolución del patrimonio social de las SICAV en España



Fuente: Elaboración propia a partir de las series estadísticas de la CNMV. (<http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/SeriesWeb/Grafico.aspx?serie=IS0009&vista=5>).

Al igual que ocurría con la evolución del número de sociedades, el patrimonio de las SICAV sufre un notable crecimiento desde sus inicios hasta el año 2007 debido al gran crecimiento de la economía española. Más tarde a partir del año 2007 el inicio de la crisis financiera, provoca una disminución de este patrimonio, disminución que se prolonga hasta el 2012.

Existen dos razones para la variación del patrimonio social: la disminución o aumento del capital aportado, o la revalorización o desvalorización general de las carteras de inversión. En este caso, desde 2007 la crisis financiera internacional azotó con fuerza a las SICAV provocando caídas como la producida en el año 2008, pasando de unos 32 a unos 27,8 miles de millones de euros de patrimonio.

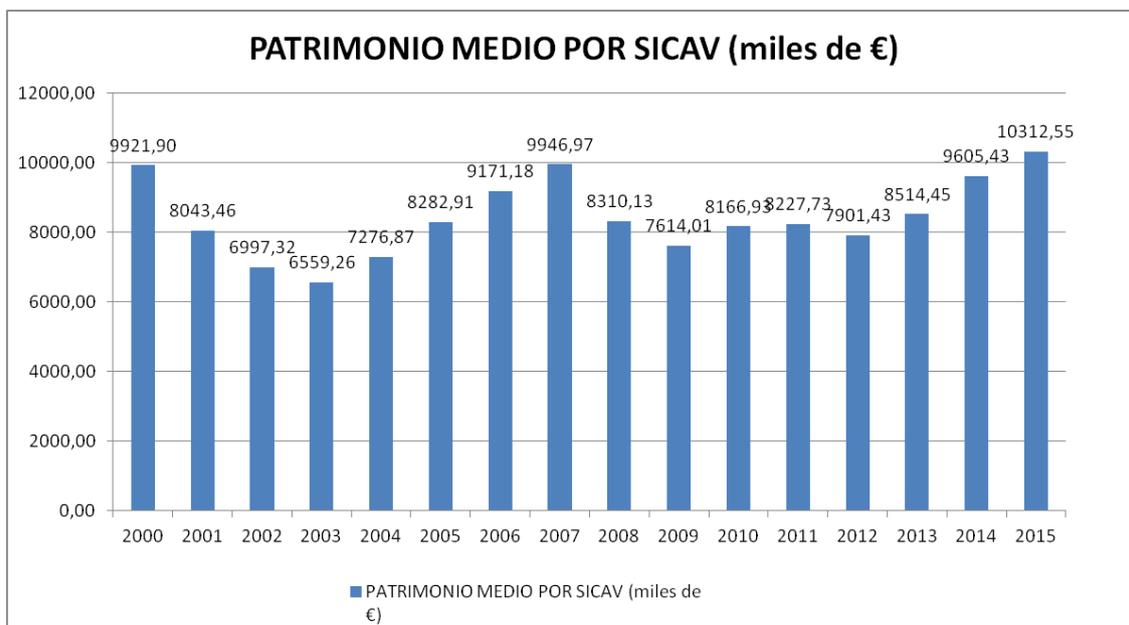
A partir del año 2013 España comienza la recuperación económica por lo que el patrimonio social de las **SICAV** comienza también, a recuperarse hasta alcanzar la cantidad de 34,1 miles de millones de € en 2015, máximo histórico en España.

Pero debemos tener en cuenta que los aumentos y disminuciones del patrimonio total pueden verse afectados por los aumentos o disminuciones del número de sociedades, por lo tanto, definimos el patrimonio medio por **SICAV** para cada año (n) como:

$$PATRIMONIO MEDIO POR SICAV_n = \frac{PATRIMONIO TOTAL_n}{NÚMERO DE SOCIEDADES_n}$$

De este modo, el **Gráfico 5** nos muestra la evolución del patrimonio medio por SICAV para cada año desde el inicio del siglo XXI hasta el año 2015 tomando los datos anteriores.

Gráfico 5. Evolución del patrimonio medio por SICAV



Fuente: Elaboración propia a partir de las series de datos de la CNMV.

En los años anteriores a la crisis, 2000-2007, tanto el patrimonio total de las **SICAV**, como el número de instituciones aumentaron, sin embargo, podemos identificar tres etapas bien diferenciadas en la evolución del patrimonio medio por **SICAV**:

1.- La primera etapa, la que concurre hasta el año 2003, en la que el patrimonio medio decrece debido a la etapa de expansión del número de SICAV, cuyo aumento lo hace en mayor proporción que el patrimonio total y por ello se produce la disminución del patrimonio medio.

2.- La segunda etapa, la comprendida entre 2003 y 2007, cuando la evolución del crecimiento del número de **SICAV** entra en etapa de madurez y comienza a aumentar en menor medida que el patrimonio total, provocando el consiguiente aumento en el patrimonio medio por **SICAV**.

3.- La tercera etapa, desde el año 2007 hasta el 2009 se produce una fuerte disminución del patrimonio medio, en gran parte debido a la disminución del patrimonio total de las **SICAV** (fruto de la desvalorización de la cartera debido a la crisis financiera).

A partir del 2009 se produce una recuperación en el patrimonio medio teniendo un aumento progresivo hasta el año 2015 (exceptuando el año 2012). Durante este período el número de **SICAV** no paró de descender hasta el 2013 y el patrimonio no paró de descender hasta el año 2012. Por lo que concluimos que hasta el año 2013, el número de SICAV disminuyó en menor medida que el patrimonio total.

A partir del 2013 se produce un gran aumento en el patrimonio medio, llegando a superar los datos del año 2000 y 2007, debido a un mayor aumento en el patrimonio que en el número de **SICAV**. Durante esa etapa se produce un aumento de casi 10 mil millones de € en el patrimonio total de las **SICAV** debido en gran parte a la recuperación económica y la revalorización de las carteras de inversión.

4.3. COMPOSICIÓN DE LA CARTERA

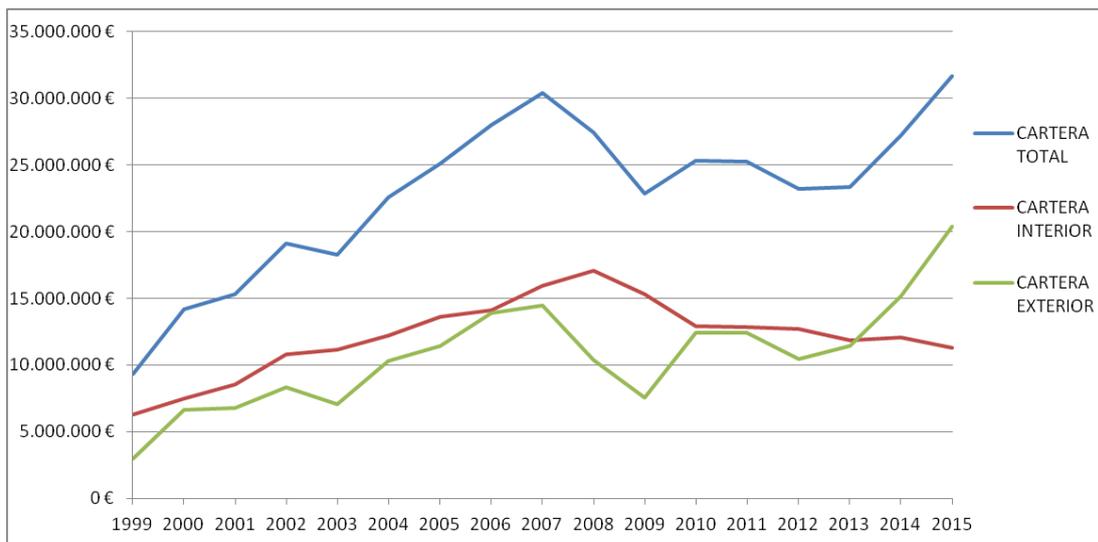
Para tratar la evolución en la composición de la cartera de las SICAV, debemos primero definir el término de cartera como una determinada combinación de activos financieros en diversas proporciones o pesos específicos. De este modo, podemos distinguir entre cartera interior o cartera exterior, dependiendo de la procedencia de nuestros activos financieros. La cartera interior estará formada por activos financieros emitidos en territorio nacional (en este caso España), mientras que la cartera exterior estará formada por activos emitidos fuera del territorio nacional.

Analizando la evolución temporal del volumen de la cartera de las SICAV, encontramos un paralelismo lógico con la evolución del patrimonio detallada en el apartado

4.2. EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO SOCIAL, debido a la relación positiva entre el patrimonio y la cartera de inversión (**Gráfico 6**).

Tanto la cartera exterior como la cartera interior no dejaron de crecer hasta el año 2007 y 2008 respectivamente, años donde las inversiones cayeron debido a la crisis financiera. Después de dichos años se observa un cambio en la tendencia de la inversión, iniciándose un proceso de traslado de la inversión desde el territorio nacional hasta el internacional ya que la evolución de la cartera interior desde el año 2008 no volvió nunca a crecer en contraposición con la cartera exterior que se recuperó a la anterior caída estableciéndose en máximos históricos en 2015 con 20.370 millones de €. Es a partir del año 2013 cuando por primera vez el volumen de inversiones es mayor en el mercado extranjero que en el nacional como podemos observar en el **Gráfico 6**.

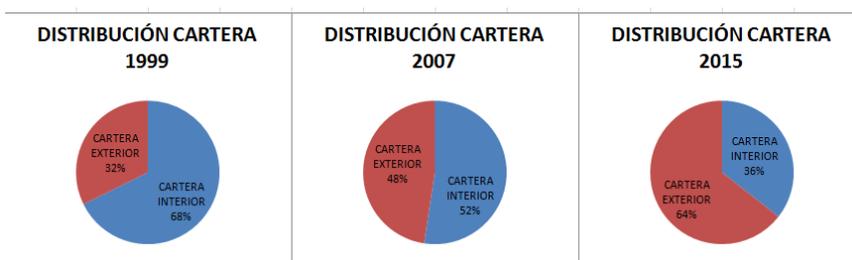
Gráfico 6. Evolución de la cartera de inversión de las Sociedades de Inversión



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (miles de €).

Si analizamos la evolución en la distribución de la cartera, encontramos las inversiones financieras llevadas a cabo por las SICAV, se han ido trasladando paulatinamente hacia el extranjero (salvo un bajón entre 2007 y 2009, justo después del estallido de la crisis financiera). Partíamos de una situación en 1999 en la que el 68% de las inversiones se hacían en territorio nacional, pasando por el año 2007, en el cual dichas inversiones cayeron hasta el 52% y finalmente en el año 2015 ya las inversiones nacionales supusieron un 36% dándole la mayoría del protagonismo a las inversiones realizadas en el extranjero, como podemos observar en el **Gráfico 7**.

Gráfico 7. Evolución en la distribución de la cartera de las Sociedades de Inversión



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

5. MERCADO EN QUE COTIZAN LAS SICAV

Las **SICAV** como cualquier empresa tienen la posibilidad de hacer cotizar sus acciones para conseguir financiación y mayor liquidez. En este sentido, las SICAV son sociedades que cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

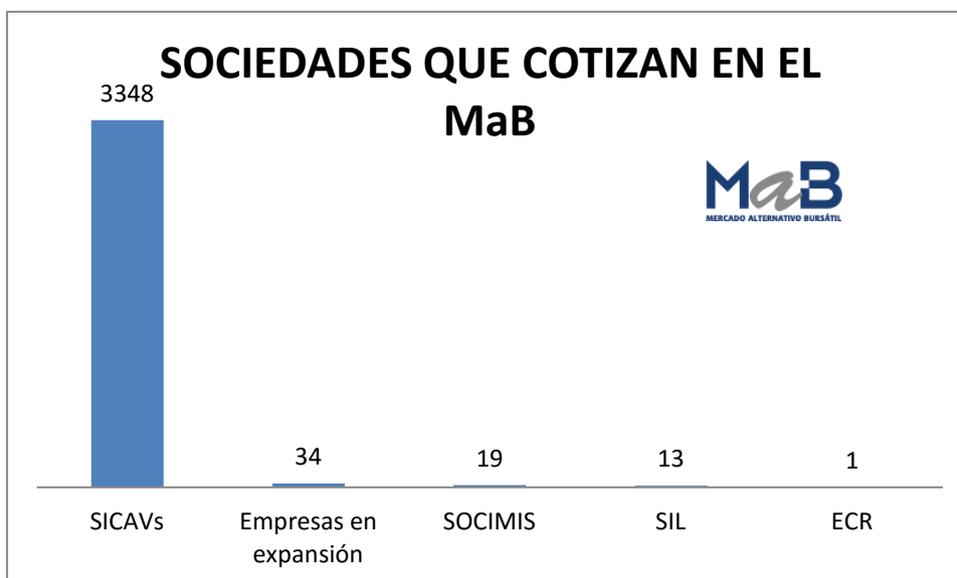
5.1. MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL

El MAB es un mercado organizado supervisado por la CNMV que ofrece un sistema de contratación y liquidación de operaciones sobre valores emitidos por entidades de una capitalización reducida y también sobre acciones y valores de Instituciones de Inversión Colectiva. Realmente el MAB fue creado para dotar de una plataforma de cotización a las empresas pequeñas y en fase de expansión que quieren acudir al mercado en busca de financiación, pero actualmente se divide en 5 segmentos:

- I. Empresas en expansión
- II. Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI)
- III. SICAVs
- IV. Entidades de Capital Riesgo
- V. Sociedades de Inversión Libre

Como podemos observar en el **Gráfico 8**, 3.348 SICAV del total de 3415 sociedades forman parte del Mercado alternativo Bursátil, lo que representa aproximadamente un 98% de todas las empresas que cotizan en el MAB.

Gráfico 8. Sociedades que cotizan en el MAB



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Mercado alternativo Bursátil.

5.1.1. Modalidades de negociación de las SICAV en el MAB

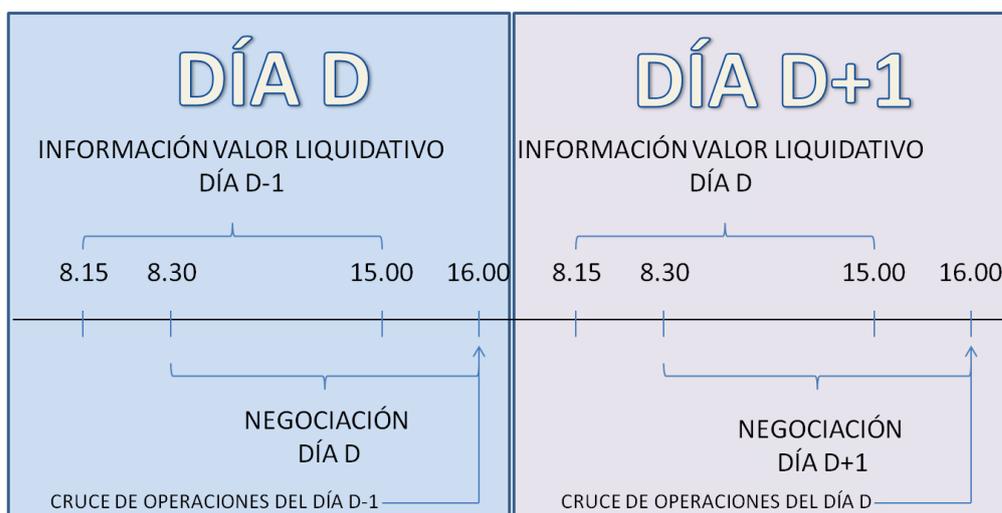
En cuanto a las modalidades de negociación de las participaciones o acciones de las SICAV en el Mercado alternativo Bursátil, cabe destacar que la fijación de precios se realizará a través de dos modalidades:

- I. Método "fixing": Es un método de subasta basado en la confluencia de la oferta y la demanda en un período concreto. El fixing es un sistema de contratación que marca precios en dos subastas por día durante dos períodos determinados. De este modo, los precios se fijan a las 12h y a las 16h.
 - i. Subasta de apertura: de 8:30 a 12:00 horas.
 - ii. Subasta de cierre: de 12:00 a 16:00 horas.
- II. Método de comunicación de operaciones a valor liquidativo: En este método el comprador introduce los volúmenes de órdenes y el precio será el valor liquidativo de la SICAV al término de la sesión. En esta modalidad, la SICAV garantiza la compra y venta de acciones a cada orden que se introduzca, de este modo las órdenes se introducen sin especificar precio y son atendidas al valor liquidativo por la SICAV. Así se garantiza la liquidez en la inversión de estas sociedades.

En el caso de las SICAV estándar, y como podemos ver en el **Gráfico 9**, las órdenes que se introducen a lo largo de la sesión D, desde las 8.30 a las 16.00, solo informan de los títulos a negociar (no se conoce el precio) y quedan a la espera hasta que la SICAV informe del valor liquidativo a las 8.15 del día siguiente hasta las 15.00.

Existe además SICAV no estándares que comunican el valor liquidativo a los dos días o incluso a los tres días (comunicación en D+2 ó D+3).

Gráfico 9. Funcionamiento de una SICAV estándar (comunicación en D+1) en el método de valor liquidativo



Fuente: Elaboración propia.

6. RENTABILIDAD FINANCIERA DE LAS SICAV EN ESPAÑA

Tal y como establece (Amat, 2008), la rentabilidad financiera es la relación entre el beneficio neto y los fondos propios, definida de la siguiente manera:

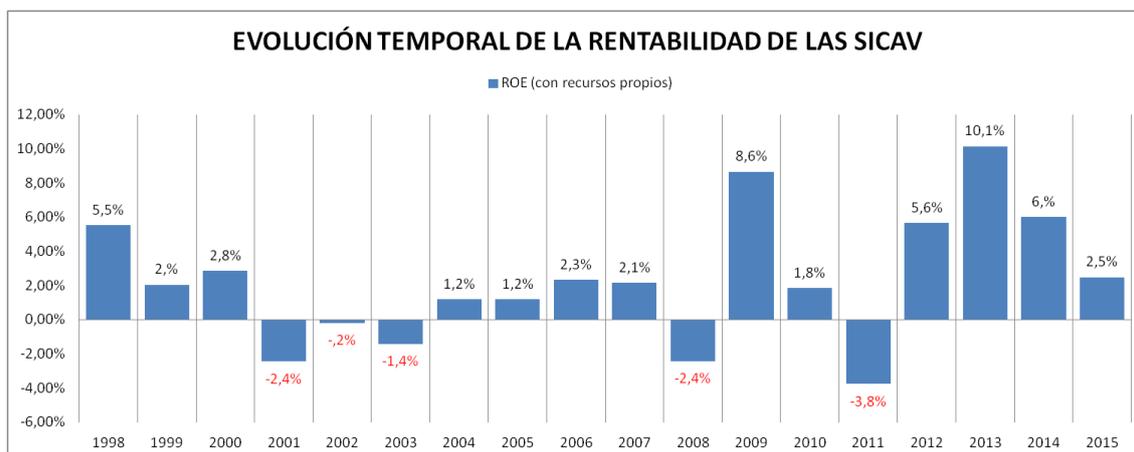
$$RENTABILIDAD\ FINANCIERA_n = \frac{Resultado\ del\ ejercicio_n}{Fondos\ propios_n}$$

donde n es igual al año objeto de cálculo.

La rentabilidad financiera mide el beneficio neto generado en relación a la inversión de los propietarios de la empresa, en otras palabras, este ratio mide la evolución del principal objetivo del inversor.

Para el cálculo de las rentabilidades medias anuales he elaborado el **Gráfico 10** extrayendo el Resultado del ejercicio y los Fondos Propios disponibles en el balance consolidado anual de las SICAV de la CNMV.

Gráfico 10. Evolución temporal de la rentabilidad de las SICAV



Elaboración propia a partir de datos de los balances consolidados de las SICAV disponibles en la CNMV.

Analizando la rentabilidad financiera media anual del conjunto de SICAV, encontramos una gran diferencia entre el período anterior y el posterior a la crisis financiera internacional.

Por un lado, la rentabilidad media anual del período anterior a la crisis fue de un 1,31% con una volatilidad (medido con la desviación típica) de un 2,27%. Por otro, la rentabilidad media después de la crisis fue del 3,56% con una volatilidad del 4,97% (

Tabla 5). Es decir, durante los años posteriores a la crisis, las SICAV ganaron más dinero en relación con los recursos invertidos por sus accionistas, pero sin embargo lo hicieron de manera más dispersa, registrando dos años con rentabilidades negativas, como son 2008, con un -2,4% de rentabilidad y 2011 con un -3,8% de rentabilidad. Además observamos que la máxima rentabilidad financiera histórica se produce en el año 2013 cuando las SICAV consiguieron un 10,10%.

Tabla 5. Comparación de la rentabilidad media y la volatilidad antes y después de la crisis.

	MEDIA	VOLATILIDAD
1998-2007	1,31%	2,27%
2008-2015	3,56%	4,97%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.

7. AGENCIAS DE RATING EN EL CASO DE LAS SICAV

Las agencias de rating (o agencias de calificación de riesgos) son empresas independientes que se dedican a analizar la calidad crediticia de unos determinados productos financieros, tanto de empresas como incluso de gobiernos.

Básicamente las agencias valoran en sus calificaciones el riesgo de impago y el deterioro de la solvencia del emisor utilizando modelos matemáticos, econométricos e incluso cualitativos, entrando desde lo más general (macroeconomía) a lo más particular (estados financieros, estructura de gastos, proceso de dirección). En otras palabras, estas agencias informan si la inversión en un determinado producto financiero es arriesgada, mediante el análisis de la posibilidad de que el inversor cobre los intereses o recupere el dinero una vez enajenado el producto (rentabilidad y liquidez).

Es casi imposible para un inversor individual tener la suficiente información para llegar a conclusiones razonables y es entonces, donde las agencias de calificación aportan valor a dicho inversor proveyéndolo de información. Cabe destacar que las Agencias de Rating se amparan en la libertad de prensa y por tanto, sus calificaciones y análisis no dejan de ser meras opiniones de analistas y especialistas, si bien es cierto que existen agencias con más prestigio que otras, las tres agencias más grandes y con más prestigio del mundo son:

- I. Standard & Poor's (EE.UU.)
- II. Moody's Investors Service (EE. UU.)
- III. Fitch Ratings (Reino Unido)

7.1. CASO MORNINGSTAR (SICAV)

Como ya sabemos, contratar un fondo de inversión o invertir en una SICAV tiene sus riesgos, pero si tenemos en cuenta las calificaciones realizadas por las agencias podemos reducirlos. De



otro modo, es difícil encontrar agencias en España que califiquen a las SICAV.

Morningstar, Inc. (en adelante Morningstar) es un proveedor de análisis independiente para la inversión. Tiene como misión "crear productos excelentes que ayuden al inversor a alcanzar sus objetivos financieros" y además opera en 27 países y ofrece datos sobre unos 500.000 productos financieros. Se trata de una empresa fundada en 1984 en Chicago que tuvo un

beneficio de 28,7 millones de dólares en el primer trimestre de 2016 y que cotiza en el NASDAQ (símbolo: MORN).

En octubre del 2015, Morningstar comienza a categorizar a cerca de 120 SICAV españolas para ser analizadas y comparadas con respecto a fondos de inversión que inviertan en el mismo ámbito. Para que una SICAV sea analizada y categorizada, debe contestar a un breve cuestionario, tener un volumen elevado en términos de activos bajo gestión o tener un número alto de partícipes. De este modo, las SICAV pasaron a tener un rating cuantitativo, también denominado "Rating de estrellas" (el cual explicaremos más adelante), siempre y cuando tengan un historial mínimo de 3 años en la categoría actual.

7.1.1. Rating de Estrellas de Morningstar

El Rating de Estrellas de Morningstar fue introducido en 1985 para ayudar a los inversores a elegir un Fondo de Inversión dentro de la amplia gama que existen. De este modo, Morningstar asigna ratings basados en comparaciones entre todos los fondos de la misma categoría. El Rating de Morningstar tiene las siguientes características claves:

- I. El grupo de cada fondo para cada rating es conocido como "Categoría Morningstar"
- II. Los ratings están basados en rentabilidades ajustadas al riesgo de los fondos o SICAV.

El rating Morningstar nos dice cómo se posiciona un fondo en el ranking de su categoría utilizando el criterio de la rentabilidad ajustada al riesgo. Se trata de una calificación cuantitativa, por lo que los datos analizados son objetivos y proporciona información histórica.

7.1.2. Metodología del Rating de Estrellas de Morningstar

La categorización se basa en la asignación de 1, 2, 3, 4 ó 5 estrellas a las distintos fondos o SICAV según el ranking que ocupen dentro de su categoría, basándose en el cálculo de la rentabilidad como variación porcentual del Valor Liquidativo y realizándole una serie de ajustes:

- I. Las comisiones que soporta
- II. La posible inversión en un activo libre de riesgo (coste de oportunidad)
- III. El riesgo que soporta

A continuación encontramos una descripción resumida de los pasos que se llevan a cabo para la elaboración del Rating de Estrellas:

1. División por categorías:

Lo primero que se hace es dividir los fondos por categorías para facilitar su comparación una vez calculado el rating. Algunos ejemplos de estas categorías son:

- I. Mixto Defensivo Global
- II. Mixto Flexible Euro
- III. Mixto Agresivo Global
- IV. Diversificada a Corto Plazo Euro

Morningstar desarrolla también cada mes un informe sobre las correlaciones de las distintas categorías.

2. Cálculo de la rentabilidad total

Para el cálculo de la rentabilidad total para un mes se utiliza la siguiente fórmula:

$$RT = \left\{ \frac{VL_F}{VL_I} \prod_{i=1}^n \left(1 + \frac{D_i}{R_i} \right) \right\} - 1$$

donde $RT =$ Rentabilidad total,

$VL_F =$ Valor liquidativo final,

$VL_I =$ Valor liquidativo inicial,

$D_i =$ Dividendos distribuidos por acción,

$R_i =$ Reinversión por acción.

De este modo, observamos como la Rentabilidad total (base del cálculo del rating) está compuesta por la variación porcentual entre el Valor Liquidativo inicial y el Valor Liquidativo final, ponderado por la proporción de dividendos que se reparten durante el periodo.

Tomando datos de la SICAV KALYANI cuyo Valor liquidativo inicial el 1 de enero del 2015 fue de 8,26€ , el 31 de enero del 2015 de 8,54 € y no repartiera dividendos (algo poco común en las SICAV debido a la intención de aprovecharse del diferimiento del pago de impuestos), la rentabilidad total sería:

$$RT = \left\{ \frac{8,54\text{€}}{8,26\text{€}} \prod (1 + 0) \right\} - 1 = 3,3898\%$$

3. Cálculo de la rentabilidad ajustada a los costes de operativos

La rentabilidad ajustada a los costes operativos (RC) viene dada por la siguiente fórmula:

$$RC = (1 + RT)(1 - F)(1 - R) - Dif \times (1 - F) \times \frac{\min(VL_F \text{ ó } VL_I)}{VL_I} - 1$$

donde $F =$ máxima comisión de suscripción,

$R =$ máxima comisión de enajenación,

$Dif =$ carga diferida para ese período

Siguiendo con el ejemplo anterior, si nuestra SICAV, tuviera una comisión máxima de suscripción y una comisión máxima de enajenación de un 1%, la rentabilidad ajustada a los costes de suscripción y enajenación sería:

$$RC = 1,033898 \times 0,99 \times 0,99 - 0 - 1 = 1,33234298\%$$

De este modo, podríamos calcular el índice de ajuste (a) de la siguiente manera:

$$a = \frac{1 + RC}{1 + RT}$$

Por lo que podríamos recalculer la rentabilidad ajustada a los costes operativos:

$$RC = a \times (1 + RT) - 1$$

En nuestro ejemplo:

$$a = \frac{1,013323}{1,033898} = 0,9801$$

$$RC = 0,9801 \times (1 + 0,033898) - 1 = \mathbf{1,3323\%}$$

4. Cálculo de la Rentabilidad Morningstar

Para calcular finalmente la Rentabilidad Morningstar, debemos realizar un ajuste por la inversión en activos libres de riesgo, es decir, debemos realizar un ajuste por el coste de oportunidad que tenemos al no invertir en valores seguros o semiseguros. Morningstar selecciona para Europa diferentes categorías pero no especifica ninguno, por lo que supondremos que la referencia sea el EURIBOR a 3 meses.

De este modo, la Rentabilidad Morningstar se calculará mediante la Rentabilidad relativa al EURIBOR (geometric excess return over the EURIBOR):

$$RM = \frac{1 + RC}{1 + EURIBOR_{3 \text{ meses}}} - 1$$

Tomando el EURIBOR_{3meses} de enero de 2015 (0,076%), la Rentabilidad Morningstar en nuestro ejemplo sería:

$$RM = \frac{1,013323}{1,00076} - 1 = \mathbf{1,2553\%}$$

5. Rentabilidad ajustada al riesgo

Para abordar el ajuste del riesgo, debemos reseñar que la metodología de esta calificación no está basada en el cálculo de la desviación típica de los valores liquidativos (volatilidad en la cotización) ni en el Índice Sharpe, en el que se mide el exceso de rendimiento por unidad de riesgo de una inversión. En su lugar, Morningstar elabora una fórmula donde el ajuste depende de δ que es el grado de aversión al riesgo. Cuanto mayor es el valor δ , mayor será la aversión al riesgo. Para el cálculo de la Rentabilidad ajustada al riesgo, Morningstar establece que δ será siempre igual a 2.

La Rentabilidad Morningstar ajustada al riesgo viene dada por la siguiente fórmula:

$$RMAR(\delta) = \left\{ \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (1 + RM_t)^{-\delta} \right\}^{\frac{-12}{\delta}} - 1$$

donde δ = grado de aversión al riesgo (Morningstar siempre usará el valor 2),

T = duración total del período (meses)

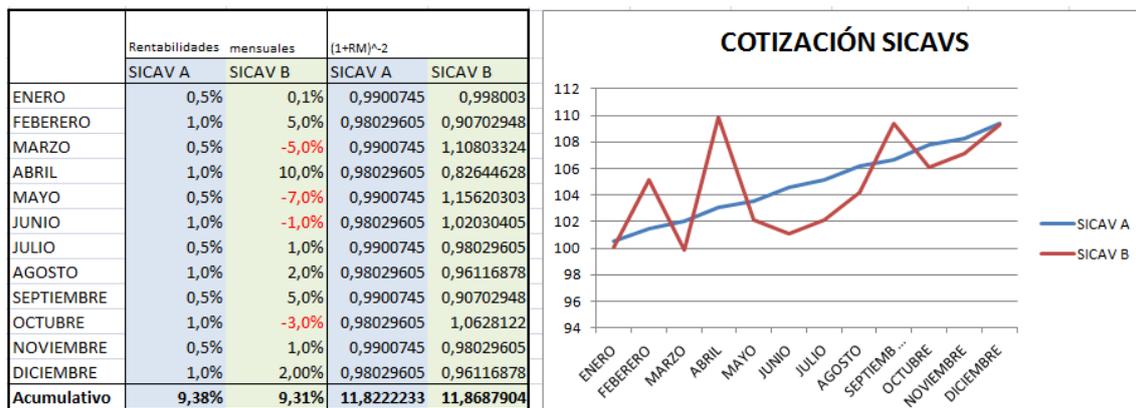
RM_t = Rentabilidad Morningstar en el mes t .

Además, una vez calculada la Rentabilidad Morningstar Ajustada al Riesgo, podemos definir el Riesgo Morningstar como:

$$Riesgo Morningstar = RM - RMAR(2)$$

En el ejemplo del **Gráfico 11** podemos observar las rentabilidades mensuales durante 12 meses de dos SICAV cuya rentabilidad anual es similar, para simplificar, asumimos que ninguna de las SICAV reparte dividendos, tienen costes operativos y la rentabilidad del activo libre de riesgos es igual al 0%. En otras palabras asumimos que: $RT = RC = RM$. Además, observamos como en el ejemplo la SICAV A tiene mucha menos volatilidad que la SICAV B.

Gráfico 11. Comparativa SICAV con la misma rentabilidad y distinto riesgo



Fuente: Elaboración propia.

Veamos qué pasa si, a partir de los datos anteriores, calculamos el Ratio Morningstar Ajustado al Riesgo:

$$RMAR Sicav A (\delta = 2) = \left(\frac{1}{12} \times 11,82 \right)^{\frac{-12}{2}} - 1 = 9,37\%$$

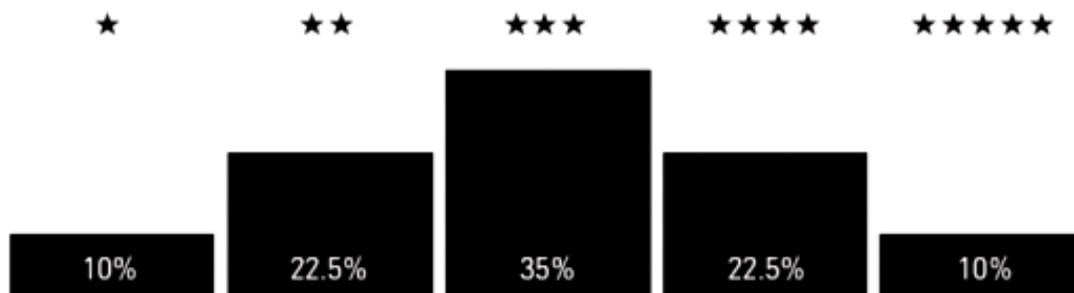
$$RMAR Sicav B (\delta = 2) = \left(\frac{1}{12} \times 11,87 \right)^{\frac{-12}{2}} - 1 = 6,82\%$$

Como podemos observar, la SICAV A (la menos volátil) es la que tiene mayor Rentabilidad Ajustada al Riesgo, por lo tanto recibirá mayor número de estrellas y mejor rating final.

6. Asignación de estrellas

A la hora de asignar las estrellas para calcular el rating final de un fondo o una SICAV, Morningstar pretende establecer una campana de Gauss ordenándolos de mayor a menor según su Rentabilidad Morningstar Ajustada al Riesgo y posteriormente asigna las estrellas de la siguiente manera:

Gráfico 12. Asignación de estrellas en el Rating Morningstar



Fuente:

http://corporate.morningstar.com/uk/documents/MethodologyDocuments/MethodologyPapers/MorningstarFundRating_Methodology.pdf

De este modo las estrellas que recibe cada fondo o SICAV, no determina una rentabilidad condicionada al riesgo absoluto, sino que se trata de una comparación con respecto a las demás de su misma categoría.

7.1.3. Posibles críticas al Rating de las Estrellas

- I. Es comparativo y no absoluto, esto es, que en casos extremos si el conjunto de la muestra tiene rentabilidades muy bajas, podríamos tener una SICAV con 5 estrellas cuyos valores sean arriesgados y poco rentables en términos absolutos, pero poco arriesgados y rentables en términos relativos.
- II. Utiliza los valores máximos de comisión por reembolso y suscripción y no los valores efectivos para cada caso, por lo que la Rentabilidad Ajustada a los costes operativos podría infravalorarse en algunos casos.
- III. Tiene en cuenta datos históricos, no proyecciones futuras ni opiniones de analistas expertos.
- IV. Es puramente cuantitativo y no tiene en cuenta variables como el estilo de inversión o la dirección.

7.1.4. SICAV españolas que se han mantenido con 5 estrellas desde la creación de este método hasta junio de 2016

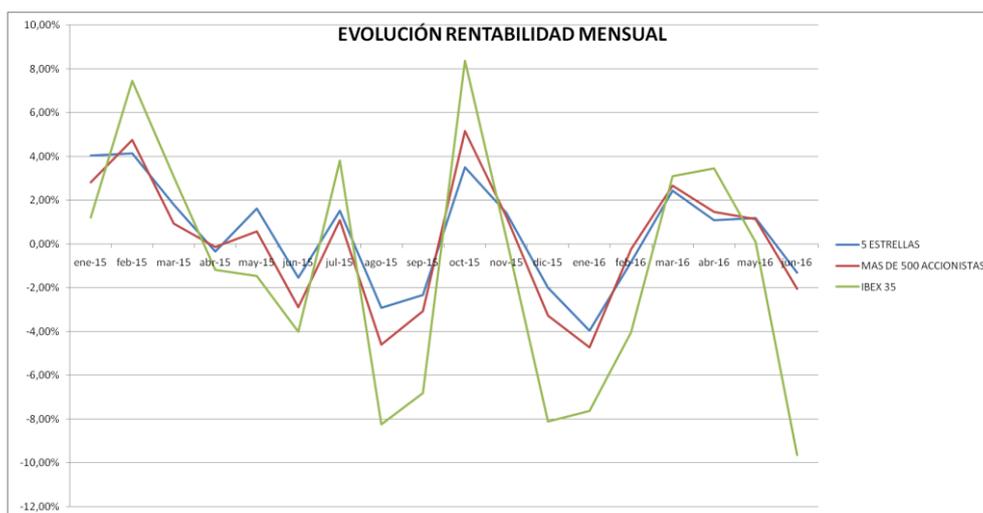
A junio de 2016, las siete SICAV españolas que se han mantenido con 5 estrellas desde el comienzo del análisis son:

1. Belgravia Beta
2. Belgravia Delta
3. Eurocostergo de Inversiones
4. Kalyani
5. Patkanga
6. Pigmanort
7. Arenberg Asset Management

Además, las SICAV que han tenido más de 500 accionistas desde principio de 2015 hasta junio de 2016 ininterrumpidamente han sido 15:

1. Brunara SICAV
2. Torrenova Inversiones SICAV
3. Cartera Bellver SICAV
4. Financiera Ponferrada SICAV
5. PBP Dólar Premium SICAV
6. Lluc Valores SICAV
7. Inversiones Herrero SICAV
8. PBP Cartera Flexible SICAV
9. Lierde SICAV
10. Gerlocapital SICAV
11. Invermay SICAV
12. Centaurus 2002 SICAV
13. Elcano Inversiones Financieras SICAV
14. Solventis Eos SICAV
15. Medigestión 02 SICAV

Gráfico 13. Evolución rentabilidad mensual de las SICAV "5 estrellas", las SICAV con más de 500 accionistas y el IBEX-35



Fuente: Elaboración propia.

Como podemos observar en el **Gráfico 13**, las rentabilidades mensuales de las SICAV “5 estrellas” y las SICAV con más de 500 accionistas siguen una evolución muy similar en comparación con las empresas pertenecientes al IBEX-35. Los tres grupos obtienen rentabilidades positivas el primer trimestre de 2015, negativas el segundo trimestre del 2015, para obtener una rentabilidad positiva en julio de 2015 y volver a caer a valores negativos hasta octubre de 2015 donde las SICAV con más de 500 accionistas y las empresas pertenecientes al IBEX-35 consiguen una rentabilidad mensual máxima en el período que estamos analizando. Posteriormente las rentabilidades mensuales vuelven a tener valores negativos hasta marzo del 2016, donde mantienen rentabilidades mensuales positivas hasta junio de 2016.

Si analizamos la volatilidad de los tres grupos, observamos como las SICAV “5 estrellas” obtienen una evolución mucho menos volátil que las SICAV con más de 500 accionistas y las empresas del IBEX-35 respectivamente. Además la rentabilidad media mensual de las SICAV “5 estrellas” para el período que estamos analizando fue de 0,41%; seguido de las SICAV con más de 500 accionistas, con una rentabilidad del 0,05% y las empresas del IBEX-35 con una rentabilidad del -1,13%.

Para el cálculo de los tantos instantáneos diarios y la realización del **Gráfico 14**, hemos tomado como referencia las rentabilidades mensuales obtenidas por cada una de las "SICAV 5 estrellas", calculada como la variación porcentual entre el valor del primer período del mes y el último.

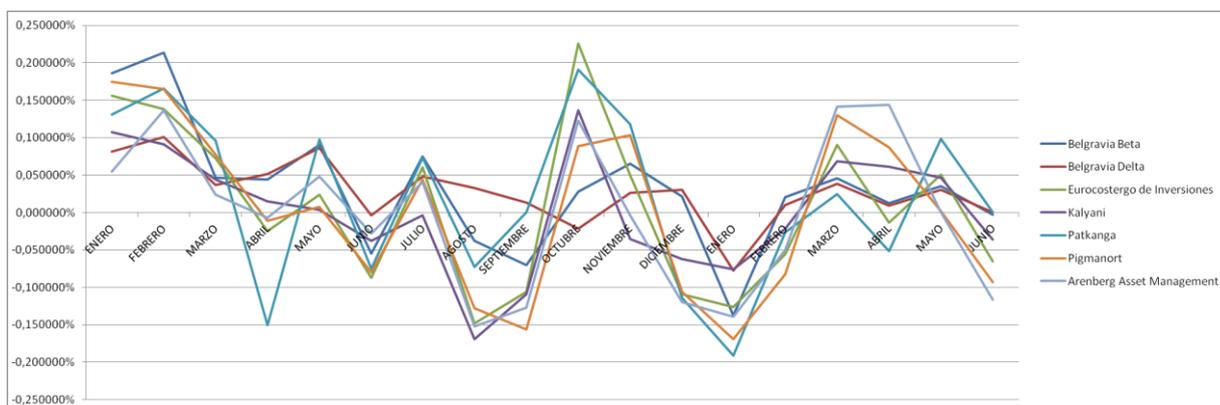
El cálculo del tanto instantáneo diario para cada mes (n), manteniendo la rentabilidad mensual constante se ha realizado siguiendo las leyes de la capitalización continua:

$$TANTO INSTANTÁNEO DIARIO EQUIVALENTE_{n} = \frac{\ln(1 + i_n)}{m_n}$$

donde i = tanto interés mensual,

m = perioricidad (nº de días que tenga el mes).

Gráfico 14. Tasas instantáneas diarias SICAV "5 estrellas"



Fuente: Elaboración propia

Cabe destacar que los tantos instantáneos diarios son utilizados para obtener las rentabilidades que se obtendrían en operaciones a muy corto plazo, de unas horas a 5 días, práctica muy poco

común para las **SICAV**, ya que los inversores prefieren mantener las acciones en cartera todo el tiempo posible para aprovecharse así del diferimiento en el pago de impuestos.

7.1.5. Comparación rentabilidad financiera 2015 vs rentabilidad mercado "SICAV 5 estrellas".

Mientras que la rentabilidad financiera de la totalidad de las SICAV fue de un 2,5% (**Gráfico 10**) en 2015, las SICAV "5 estrellas" obtuvieron de media un 8,93% de rentabilidad en dicho período como podemos observar en la **Tabla 6**.

Tabla 6. Rentabilidad "SICAV 5 estrellas" año 2015

	RENTABILIDAD (%) 2015
Belgravia Beta	0,199622845
Belgravia Delta	0,157152021
Eurocostergo de Inversiones	0,078512397
Kalyani	-0,007263923
Patkanga	0,148760331
Pigmanort	0,053742802
Arenberg Asset Management	-0,005681818
MEDIA	0,089263522

Fuente: **Elaboración propia.**

Un inversor que acuda al MAB e invierta en las SICAV "5 estrellas" habrá obtenido durante el año 2015 un 8,93% de rentabilidad, mientras que las sociedades en conjunto solo habrán sido capaces de obtener un 2,5% de rentabilidad financiera sobre los fondos propios de los accionistas.

8. CONCLUSIONES

En el presente trabajo se ha tratado de dar luz sobre uno de los vehículos de canalización del ahorro que más han proliferado en los últimos años (SICAV) en España y a la vista de todo lo expuesto hasta ahora y remitiéndonos a las últimas noticias sobre las **SICAV** en España, hemos llegado a las siguientes conclusiones :

1.-Las Instituciones de Inversión Colectiva han aparecido para dar respuesta a las necesidades de los inversores (tanto pequeños como grandes), permitiéndoles disfrutar de algunas de las siguientes ventajas:

- I. Gestión profesionalizada
- II. Seguridad (están sometidas al control de la CNMV)
- III. Rentabilidad
- IV. Liquidez
- V. Diversificación
- VI. Amplias alternativas de inversión
- VII. Ventajas fiscales

Aún así, las **SICAV** seguirán causando polémica en un entorno de crisis en el que disfrutar de un 1% como tipo impositivo, parece un insulto hacia las empresas que soportan el 25 ó 30%. En este sentido, concluimos que no es cierto que las **SICAV** supongan un instrumento para pagar menos impuestos, sin embargo, el diferimiento se establece como la verdadera ventaja fiscal.

2.- La tendencia en la evolución del número de **SICAV** ha sido positiva desde su creación, hasta principios del 2016, lo cual hace evidente el atractivo que estas sociedades tienen para los inversores. Además, es para los años posteriores a la crisis financiera cuando estas sociedades obtienen mayores rentabilidades (de forma conjunta). Sin embargo, la incertidumbre política generada durante el año 2016 y el temor a que los nuevos partidos políticos modificaran la tributación de las SICAV, han provocado en lo que va de año la desaparición de 177 **SICAV**, cifra que es un 1.000% superior al mismo período del año 2015 (Simón, Salobral, & Acebes, 2016).

El requisito de tener un mínimo de 100 accionistas no garantiza la representatividad de cada accionista en la toma de decisiones, y parece que la nueva coalición creada por PP-Ciudadanos pretende acabar con esta controversia: El acuerdo firmado por ambos partidos el domingo 28 de agosto de 2016, recoge que solo computarán dentro de ese centenar de accionistas aquellos que controlen al menos el 0,55% del capital, además el máximo accionista solo podrá controlar como máximo el 45,55%. Estas medidas terminarían con una de las principales ventajas operativas para las grandes fortunas que decidían utilizar este instrumento de inversión colectiva para canalizar su ahorro, asumiendo la mayoría de las acciones de la **SICAV** y teniendo el control en la gestión.

3.- El escenario futuro de las **SICAV** está lleno de incertidumbre, tomando como referencia lo sucedido en las comunidades autónomas de País Vasco y Navarra, donde el aumento en la tributación ha reducido actualmente el número de SICAV a 0.

A pesar de todo esto, no debemos olvidar que las SICAV tuvieron una cartera en el año 2015 de más de 30 mil millones de euros, de hecho, **“la edad de oro de las SICAV”** se produjo, como hemos argumentado en el presente trabajo, **entre 2012 y 2015**, por lo que podemos afirmar que, en definitiva, las SICAV han sido un instrumento de canalización del ahorro que tenían unas ventajas que las hacían muy atractivas.

Ya, en las últimas elecciones generales en España, (Diciembre 2015) ante la polémica abierta por Podemos y Ciudadanos, sobre la fiscalidad de las SICAV, la posterior propuesta del PSOE y Ciudadanos en febrero del 2016, de devolver a la Agencia Tributaria el control fiscal de las SICAV y no mantenerlo, la CNMV como hasta ahora, lo que, reforzaría el control frente al fraude y por último en agosto del 2016, el pacto entre PP y Ciudadanos, en el cual se propone un cambio de requisitos para las SICAV (requisitos tratados en el punto 2 de estas conclusiones).

Todo lo acaecido, va creando un ambiente poco favorable para las **SICAV**, de inseguridad e incertidumbre, entre los accionistas e inversores en este producto, que se traduce, además de en la liquidación de muchas de ellas, 53 en lo que va de año, lo que implicaría tributar por las plusvalías en el IRPF o en alguna de las dos opciones siguientes:

1ª.- Transformarla en sociedad anónima, se perdería la ventaja fiscal, pero se difiere el pago de impuestos hasta que se vendan las acciones.

2ª.- Fusionarla con un fondo de manera que se preserven las prebendas tributarias y no hay que “pasar” por Hacienda hasta se deshaga la inversión, como contrapartida, se pierde parte del control que en la práctica disfrutaban los accionistas de las SICAV sobre la política de inversión

Para finalizar estas conclusiones, señalar, que esta segunda opción, es la que más ha sido utilizada en España por las **SICAV** en lo que va del 2016 y tanto el perfil de las 22 gestoras que tutelan esta “absorción” de las **SICAV** por los Fondos, como los Fondos que se han “comido” en (un lenguaje coloquial) a las **SICAV**, son en general no aptos para “el gran público” o los pequeños inversores

Bibliografía

LITERARIA

- Amat, O. (2008). *Análisis de Estados Financieros*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Blanco Mendialdua, A. (2012). *La gestión de Fondos de Inversión en activos de renta fija*. Tesis doctoral.
- Carnero Lorenzo, F. (2003). *Instituciones de Inversión Colectiva en España desde una perspectiva histórica*. Madrid: AEHE.
- Collatti, M. B. (2002). *Teoría de Carteras*. Rosario: Bolsa de Comercio de Rosario.
- Fernández, P., Aguirreamalloa, J., & Corres, L. (2011). *IBEX 35: 1991-2010, Rentabilidad y creación de valor*. IESE BUSINESS SCHOOL.
- López, A. d., & Agudo, L. F. (1996). *Finanzas de Empresa*. Madrid: Centro de estudios Ramón Areces, S.A.

ARTÍCULOS

- Cenzano, J. S. (8 de octubre de 2015). *Morningstar lanza un proyecto de categorización de Sicavs españolas*. Recuperado el 30 de julio de 2016, de <http://www.morningstar.es/es/news/142973/morningstar--lanza-un-proyecto-de-categorizaci%C3%B3n-de-sicavs-espa%C3%B1olas.aspx>
- Simón, P. M., Salobral, N., & Acebes, L. S. (24 agosto 2016). El miedo a cambios fiscales dispara más del 1.000% la baja de sicavs en 2016: ¿ qué ocurre con las grandes fortunas? y (29 de agosto de 2016). *Las sicavs serán laminadas como vehículos para uso de los 'ricos'*. *El Confidencial* .
- Ugalde, R. (25 de marzo de 2016). *Daños colaterales: el ataque a las sicavs pone en jaque el 98% del negocio del MAB*. *El confidencial* .

PÁGINAS WEB

- *Agencia Tributaria*. (s.f.). Recuperado el 26 de junio de 2016, de <http://www.agenciatributaria.es/>
- CNMV. (s.f.). *Consultas sobre el nuevo reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva*. Recuperado el 5 de julio de 2016, de <http://www.cnmv.es/cnmvdia/noticiascnmv/docs/FAQRIIC.pdf>
- *Fondos de Inversión*. (s.f.). Recuperado el 5 de julio de 2016, de Diccionario económico de EXPANSIÓN: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/fondos-de-inversion.html>
- *Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades*. (s.f.). Recuperado el 2016 de julio de 23, de Boe.es: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-12328>
- *Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva*. (s.f.). Recuperado el 18 de julio de 2016, de <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-20331>
- *Mercado Alternativo Bursátil*. (s.f.). Recuperado el 08 de julio de 2016, de <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Home.asp>
- Morningstar, Inc. (2009). *The Morningstar Rating Methodology*. http://corporate.morningstar.com/uk/documents/MethodologyDocuments/MethodologyPapers/MorningstarFundRating_Methodology.pdf.

- Quiralte, E. F. (s.f.). *Instituciones de Inversión Colectiva*. Recuperado el 5 de agosto de 2016, de <http://www.notariosyregistradores.com/doctrina/inversi%C3%B3n%20colectiva.htm>
- Recio, J. I. (7 de enero de 2008). *Evaluar el riesgo de una inversión: Agencias de calificación* . http://www.consumer.es/web/es/economia_domestica/finanzas/2008/01/07/173458.php.
- Sainz de los Terreros, J. (17 de junio de 2015). Recuperado el 11 de julio de 2016, de Cinco tópicos sobre las SICAVs: <http://juanst.com/2015/06/17/cinco-topicos-sobre-las-sicavs/>