



UNIVERSITAT  
POLITÈCNICA  
DE VALÈNCIA

TRABAJO FINAL DE CARRERA

---

Estudio sobre las Sociedades  
de Inversión de Capital  
Variable (SICAV). Caso  
práctico: Morinvest SICAV



**Juan Andreu Dolz**

**Octubre 2015**

Director: Aurelio Herrero Blasco  
Gonzalo Grau Gadea



## ÍNDICE

<b>CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN</b>	<b>11</b>
<b>1- INTRODUCCIÓN</b>	<b>12</b>
1.1 RESUMEN	12
1.2 OBJETO DEL TFC Y ASIGNATURA RELACIONADAS	14
1.3 OBJETIVOS	17
1.4 METODOLOGÍA	19
<b>CAPÍTULO 2: ANTECEDENTES (SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL)</b>	<b>21</b>
<b>2-ANTECEDENTES: SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL</b>	<b>22</b>
2.1 DEFINICIÓN: ¿QUÉ ES EL SISTEMA FINANCIERO?	22
2.2 FUNCIÓN	26
2.3 ESTRUCTURA	28
2.3.1 Los mercados financieros	30
2.3.2 Las instituciones financieras	37
2.3.2.1 Organismos ejecutorios y supervisores	37
2.3.2.2 Entidades financieras	39
2.4 EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL DENTRO DE LA UNIÓN EUROPEA	45
2.4.1 La supervisión del sistema financiero europeo	45
2.4.2 El mercado único de servicios financieros	47
2.4.3 La unión monetaria: el Euro	48
2.4.4 La reestructuración bancaria española	49
2.4.5 La unión bancaria europea	54
<b>CAPÍTULO 3: LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN DE CAPITAL VARIABLE</b>	<b>59</b>
<b>3-LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN DE CAPITAL VARIABLE (SICAV)</b>	<b>60</b>
3.1 INTRODUCCIÓN	60
3.2 ORIGEN Y CLASIFICACIÓN DENTRO DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA	61
3.2.1 Concepto de IIC	61
3.1.2 Breve historia y legislación aplicable de las IIC	62
3.1.3 Tipología de las IIC	64
3.1.4 Principales intervinientes	69
3.1.4.1 Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC)	69

3.1.4.2 Los Depositarios.....	70
3.1.5 Principios jurídicos y financieros de la regulación de las IIC _____	71
<b>3.3 MARCO TEÓRICO-JURÍDICO DE LA SICAV.....</b>	<b>73</b>
3.3.1 Requisitos y características _____	74
3.3.2 Procedimientos de negociación de acciones de SICAVs _____	80
<b>3.4 MARCO FISCAL DE LA SICAV.....</b>	<b>82</b>
3.4.1 Tributación de la SICAV _____	82
3.4.2 Tributación de los accionistas _____	84
<b>3.5 EUROPA Y LAS SICAVS.....</b>	<b>86</b>
3.5.1 Normativa europea _____	86
3.5.2. Las SICAVs de diferentes países europeos _____	88
<b>3.6 LA SICAV COMO INSTRUMENTO LEGAL DE EVASIÓN FISCAL.....</b>	<b>88</b>
<b><i>CAPÍTULO 4: CASO PRÁCTICO. MORINVEST SICAV</i> _____</b>	<b>93</b>
<b>4-CASO PRÁCTICO: MORINVEST SICAV.....</b>	<b>94</b>
4.1 PRESENTACION DE MORINVEST SICAV.....	94
4.2 ANALISIS ECONÓMICO-FINANCIERO.....	96
4.2.1 Evolución sectorial de las principales magnitudes de las SICAVS _____	96
4.2.1 Análisis Morinvest SICAV _____	103
4.2.1.1 Análisis Patrimonial.....	103
4.2.1.3 Análisis pormenorizado del año 2014.....	109
4.2.1.2 Análisis de la rentabilidad.....	115
<b><i>CONCLUSIONES</i> _____</b>	<b>119</b>
<b><i>BIBLIOGRAFÍA</i> _____</b>	<b>123</b>

## **ÍNDICE ILUSTRACIONES**

Ilustración 1: Estructura básica del sistema financiero. _____	22
Ilustración 2: Estructura institucional básica del sistema financiero español. _____	29
Ilustración 3: Organigrama Bolsas y Mercados Españoles. _____	35
Ilustración 4: Esquema-resumen de los mercados de valores españoles. _____	36
Ilustración 5: Funciones del Banco de España. _____	38
Ilustración 6: El sistema europeo de supervisión financiera. _____	45
Ilustración 7: la banca tras seis años de crisis. _____	51
Ilustración 8: Reestructuración del sector bancario español tras el rescate: calendario. _____	53
Ilustración 9: El CÍRCULO vicioso de la crisis. _____	55
Ilustración 10: Piezas fundamentales que constituyen la reforma financiera de la UE.	57
Ilustración 11: Esquema-resumen Tipos de Instituciones de Inversión colectiva. _____	68
Ilustración 12: Patrimonio/capital mínimo. _____	72
Ilustración 13: Tipos de gravamen base liquidable del ahorro. _____	85
Ilustración 14: Administradores de Morinvest SICAV. _____	95
Ilustración 15: Número de SICAVs. (1993-2014). _____	96
Ilustración 16: Patrimonio de las SICAVs. (1994-2014). _____	97
Ilustración 17: Número de accionistas de las SICAVs. (1993-2014) _____	98
Ilustración 18: Distribución del patrimonio social del conjunto de SICAVs. (2004-2014) _____	99
Ilustración 19: Distribución porcentual del patrimonio social del conjunto de SICAVs. (2004-2014) _____	99

Ilustración 20: Evolución cartera interior-cartera exterior del conjunto de SICAVs. (2004-2014)	100
Ilustración 21: Evolución de la tesorería del conjunto de SICAVs. (2004-2014)	100
Ilustración 22: Distribución de la cartera de inversiones del conjunto de SICAVs. (2008-2014)	101
Ilustración 23: Evolución valores representativos de deuda de la c. interior del conjunto de SICAVs. (2008-2014)	102
Ilustración 24: Evolución instrumentos de patrimonio de la c. exterior del conjunto de SICAVs. (2008-2014)	102
Ilustración 25: Evolución instrumentos de patrimonio de la c. exterior del conjunto de SICAVs. (2008-2014)	102
Ilustración 26: patrimonio Morinvest. (2006-2014)	104
Ilustración 27: DISTRIBUCIÓN del patrimonio de morinvest. (2009-2014)	105
Ilustración 28: Comparativa cartera interior-cartera exterior de morinvest. (2009-2014)	105
Ilustración 29: Distribución de las inversiones financieras de morinvest. (2009-2014)	106
Ilustración 30: Distribución de las inversiones financieras de morinvest: porcentaje respecto al patrimonio. (2009-2014)	106
Ilustración 31: Desglose de la cartera de inversiones de Morinvest. (2011-2014)	107
Ilustración 32: Evolución valores representativos de deuda de la c. interior de morinvest. (2011-2014)	108
Ilustración 33: Evolución valores representativos de deuda de la c. interior de morinvest	108
Ilustración 34: Evolución IIC de la c. exterior de morinvest. (2011-2014)	109
Ilustración 35: Distribución del patrimonio de Morinvest. (2014)	110
Ilustración 36: distribución de la cartera de inversiones de morinvest. (2014)	110

Ilustración 37: Comparativa porcentual de la cartera de inversiones de Morinvest. (2014) _____	111
Ilustración 38: Distribución de las inversiones financieras de morinvest. (2014) ____	111
Ilustración 39: Distribución de las inversiones financieras de morinvest. % sobre el patrimonio. (2014) _____	112
Ilustración 40: Inversión de Morinvest en acciones nacionales a finales de 2014. __	112
Ilustración 41: Inversión de Morinvest en IIC nacionales a finales de 2014. _____	114
Ilustración 42: Rentabilidad media Morinvest. (2005-2014) _____	116
Ilustración 43: Rentabilidad media “top 15 SICAV”. (2005-2014) _____	116
Ilustración 44: Rentabilidad Morinvest vs rentabilidad “Top 15”. (2005-2014) ____	117

## **ÍNDICE ACRÓNIMOS Y ABREVIATURAS**

ABE	Autoridad Bancaria Europea
AES	Autoridades Europeas de Supervisión
AESP	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
AEVM	Autoridad Europea de Valores y Mercados
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
CE	Comisión Europea
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DGS	Directiva sobre sistemas de garantía de depósitos
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DGT	Dirección General de Tributos
DRRB	Directiva en materia de Rescate y Resolución Bancaria
EAFI	Empresas de Asesoramiento Financiero
ECR	Entidades de Capital-Riesgo
EECC	Entidades de Crédito
EEUU	Estados Unidos
ESI	Empresas de Servicios de Inversión
FI	Fondos de inversión
FMI	Fondo Monetario Internacional
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
IAE	Impuestos sobre Actividades Económicas



IBI	Impuesto sobre Bienes Inmuebles
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
IICIL	Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre
IRPF	Impuesto sobre la Renta de Personas Físicas
IS	Impuesto sobre Sociedades
ITP-AJD	Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados
IVA	Impuesto del Valor Añadido
JEF	Junta de Estabilidad Financiera
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
LIIC	Ley Instituciones de Inversión Colectiva
LIS	Ley del Impuesto sobre Sociedades
LSC	Ley de Sociedades de Capital
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MEFF	Mercado Español de Futuros Financieros
MUR	Mecanismo Único de Resolución
MUS	Mecanismo Único de Supervisión
OICVM	Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios
OPIHE	Organización Profesional de Inspectores de Hacienda del Estado
RDIIC	Real Decreto de Instituciones de Inversión Colectiva
SA	Sociedad Anónima

SAREB	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SL	Sociedad Limitad
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEPA	Zona Única de Pagos en Euros
SESF	Sistema Europeo de Supervisión Financiera
SGERC	Sociedades Gestora Entidades de Capital-Riesgo
SGFT	Sociedades Gestora de Fondos de Titulización
SI	Sociedades de Inversión
SII	Sociedades de Inversión Inmobiliaria
SIP	Sistemas Institucionales de Protección
SGIIC	Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva
SIMCAV	Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
SON	Sistema Organizado de Negociación
SNCE	Sistema Nacional de Compensación Electrónica
TEAC	Tribunal Económico-Administrativo Central
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
VL	Valor Liquidativo

# **CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN**

# 1- INTRODUCCIÓN

## 1.1 RESUMEN

Desde que se inició la crisis, hace unos años, hasta hoy día, los diferentes gobiernos que ha tenido España, bien porque creían que era la mejor solución o bien por imposición a nivel europeo han llevado a cabo una serie de medidas para intentar solucionar dicha situación de crisis. Las medidas adoptadas han afectado a ámbitos tan diversos como la educación, sanidad, dependencia, etc. y se han producido importantes reformas en materia fiscal y laboral entre otros, todo ello no ha hecho más que empeorar y empobrecer a la gran mayoría de la sociedad española.

Centrándonos en el ámbito fiscal, en los últimos años el gobierno ha pedido un esfuerzo a todos los ciudadanos al subir todo tipo de impuestos (IRPF, IVA, Impuesto de Sociedades, IBI, Impuesto a las Rentas de Capital, etc.) incluso ha introducido nuevos impuestos como el copago sanitario.

Esta subida de impuestos, si bien es cierto, ha afectado a todas las estamentos de la sociedad, ha sido la clase media la que ha soportado el mayor esfuerzo fiscal ya que es la base de la recaudación fiscal, viéndose así aumentada la desigualdad, y por consiguiente, la brecha social entre pobres y ricos ha ido ensanchándose en los últimos años.

Hace un tiempo, leí una noticia en la cual se venía a decir que las grandes fortunas de nuestro país utilizaban, lo que se denomina “ingeniería fiscal” que no es más que una estrategia cuidadosamente planificada, que tiene como finalidad evitar, demorar o reducir al máximo el pago de impuestos de una persona o empresa, eso sí respetando en todo momento la legalidad vigente, pero aprovechándose de vacíos legales e imprecisiones en las leyes. Adentrándome más en el tema de la ingeniería fiscal parte de la opinión pública señala a las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV) como uno de los instrumentos legales que utilizan las grandes fortunas de nuestro país para pagar menos impuestos.

Con todos estos antecedentes he decidido hacer una estudio sobre este tipo de sociedades para conocerlas en profundidad y comprobar si en la práctica las SICAV son un instrumento legal que utilizan los ricos para evadir impuestos como señalan

algunos medios o si por el contrario tienen esa reputación totalmente inmerecida y son un buen instrumento canalizador del ahorro.

Una vez definidos los objetivos y las asignaturas las cuales me ayudarán en la realización del presente trabajo, el siguiente paso será analizar el sistema financiero español con la finalidad de situar las SICAV dentro de su contexto económico. En dicho capítulo se definirá el sistema financiero, determinando cuál es su función dentro de la economía española y se desglosará su estructura, finalmente teniendo en cuenta que formamos parte de una economía global y sobretodo europea se situará el sistema financiero español en su contexto europeo.

En la capítulo siguiente se analizarán propiamente las SICAV, primero se introducirán las instituciones de inversión colectiva de las cuales las SICAV son un tipo, seguidamente se determinarán sus características jurídicas y fiscales, a continuación se hará una comparativa de la situación de las SICAV en Europa y por último, se intentará determinar si es cierto que dichas sociedades sirven como un instrumento legal para “evadir impuestos”.

Para que no todo el trabajo sea teórico en el último capítulo se llevará a cabo un análisis económico-financiero sobre una SICAV real, para ello se ha elegido a la SICAV Morinvest la cual es una de las principales SICAV con mayor patrimonio gestionado de España, alrededor de 500 millones de euros. Antes de centrarse en Morinvest, se analizarán las principales magnitudes para el conjunto de todas las SICAV registradas en España lo que nos servirá para comparar los datos con los obtenidos para el caso concreto de Morinvest y determinar si siguen comportamientos parejos.

Por último no cabe más que presentar las conclusiones finales y la bibliografía utilizada en la consecución del trabajo.

## 1.2 OBJETO DEL TFC Y ASIGNATURAS RELACIONADAS

El objeto del presente trabajo de final de carrera, consiste en realizar un estudio sobre las Sociedades de Inversión de Capital Variable con el fin de conocer en profundidad su funcionamiento y entender qué papel juegan dentro de la economía española.

Además de realizar un estudio teórico sobre las SICAV, en el capítulo 4 se hará un análisis económico-financiero de la SICAV Morinvest para darle un enfoque más práctico al trabajo, en donde se presentarán los datos en forma de tablas y gráficos para mayor claridad con el fin de hacerse una idea fiel de cuál es la situación de la SICAV.

El Paso previo a todo esto es definir el sistema financiero español en el cual se desenvuelven las SICAV con la finalidad de situar y comprender el marco teórico-económico de actuación de dichas sociedades.

Todo trabajo final de carrera debe desarrollarse de acuerdo a los estudios recibidos en la titulación, por lo que el siguiente paso es relacionar los capítulos en los que se divide el proyecto con las asignaturas cursadas en la Licenciatura de Administración y Dirección de empresas.

<i>Capítulo del TFC</i>	<b>Antecedentes (Sistema Financiero español)</b>
<i>Asignaturas relacionadas</i>	Introducción a los sectores empresariales. Economía de la empresa II Dirección Financiera Economía española y mundial Economía española regional Sistemas y mercados financieros
<i>Breve justificación</i>	Todas estas asignaturas me ayudan a la hora de definir y entender el sistema financiero español que es donde se enmarcan las SICAV.

	<p>En las asignaturas de Introducción en los sectores empresariales, Sistemas y mercados financieros y Dirección financiera se explican las características más importantes del sector financiero, así como su estructura y los productos que se comercializan.</p> <p>En Economía de la Empresa II me ha ayudado a comprender la importancia del sector financiero en la economía además de enseñarme a evaluar los estados financieros y elegir la mejor forma de financiación para las empresas analizando su rentabilidad.</p> <p>Como todos sabemos la economía española en general y muy en especial el sector financiero y del cual forma parte el sector bancario entre otros, está supeditado al control europeo. De esta modo las asignatura de Economía española y mundial y Economía española regional me han ayudado a conocer el entorno macroeconómico y la política monetaria (totalmente controlada por el Banco Central Europeo) en el que se mueve el sector financiero mucho más vigilado por Europa desde el inicio de la crisis.</p>
<p><i>Capítulo del TFC</i></p>	<p><b>Las sociedades de inversión de capital variable. SICAV</b></p>
<p><i>Asignaturas relacionadas</i></p>	<p>Derecho de la empresa</p> <p>Legislación laboral y de la empresa</p> <p>Gestión fiscal en la empresa</p> <p>Dirección financiera</p> <p>Economía española y mundial</p> <p>Sistemas y mercados financieros</p>

<p><i>Breve justificación</i></p>	<p>Este capítulo se centra exclusivamente en el estudio de las SICAV, esto conlleva un análisis de la normativa que rige dichas sociedades, así como sus requerimientos jurídicos y requisitos formales además de examinar sus aspectos fiscales.</p> <p>Para ello las anteriores asignaturas han servido de gran ayuda, ya que es necesario conocer las formas jurídicas que pueden adoptar las empresas, es decir si son sociedades limitadas (S.L.), sociedades anónimas (S.A.), cooperativas..., la normativa a la cual están sujetas y deben cumplir, tanto en materia fiscal, mercantil como laboral.</p> <p>Además de todo esto también se indagará en qué situación se encuentran las SICAV en Europa por lo que los conocimientos estudiados en Economía española y mundial resultan muy útiles a la hora de situar la economía española con respecto a otras economías de la eurozona que poseen una legislación similar en materia financiera y concretamente en las SICAV.</p>
<p><i>Capítulo del TFC</i></p>	<p><b>Caso práctico: Morinvest SICAV</b></p>
<p><i>Asignaturas relacionadas</i></p>	<p>Contabilidad Financiera</p> <p>Derecho de la empresa</p> <p>Contabilidad de Sociedades</p> <p>Contabilidad general y analítica</p>
<p><i>Breve justificación</i></p>	<p>En este apartado primero se presentará a la empresa Morinvest, definiendo sus propietarios, domicilio fiscal, capital en circulación y demás información corporativa. Para luego realizar un análisis económico-financiero comparándolo con datos del sector.</p> <p>Con este fin los conocimientos adquiridos durante estas asignaturas han resultado clave en el análisis de las cuentas de la empresa Morinvest ya que nos han permitido entender las</p>



	<p>diferentes magnitudes contables: pasivo, activo, patrimonio neto, capital suscrito, resultado del ejercicio, etc.</p> <p>Por otro lado nos han dado las herramientas para examinar y analizar dichas magnitudes tales como ratios, rentabilidades, flujos de caja, etc. Además de proponer tanto posibles acciones de mejora que ayuden a revertir la situación patrimonial de la empresa en los casos en la que ésta sea mala, como acciones de consolidación cuando la situación de la empresa sea solvente.</p>
--	---

### 1.3 OBJETIVOS

Como ya he comentado anteriormente el objetivo principal de este trabajo de final de carrera es conocer en profundidad las características de las Sociedades de Inversión de Capital Variable, su forma jurídica, su régimen fiscal y tributario, la legislación a la cual está sometida, si existen o no algún otro tipo de sociedades o fondos con similares características, para en caso afirmativo identificar las diferencias y las similitudes; y su interacción dentro del sistema financiero tanto español como europeo ya que gran parte de las decisiones y normativa que afectan a España nacen en el seno europeo, con la finalidad de discernir si en la práctica se utilizan como instrumento de gestión del patrimonio particular, es decir, para evadir impuestos por parte de las grandes fortunas o si por el contrario son una institución de carácter colectiva encargada de canalizar los agentes con exceso de ahorro hacia los agentes con carencia de inversión, con el único fin de dinamizar la inversión financiera.

Como se puede apreciar el trabajo se divide en tres grandes bloques o capítulos por lo que además del objetivo principal antes mencionado en cada una de estas partes se pretende llegar a conseguir unos objetivos secundarios.

El primer bloque versa sobre el sistema financiero español como tal y dentro de su contexto europeo, por lo que estos son los objetivos que se quieren alcanzar en su desarrollo:

- Conocer la situación general del sistema financiero nacional, mediante su estructura, su regulación, los agentes que intervienen en él y velan por su buen funcionamiento, y los mercados financieros existentes.

- Situar el sistema financiero español dentro de su contexto europeo. Para ello se determinará, como afecta la unión monetaria, cuáles son los órganos supervisores a nivel europeo, y las directrices que nos exige la Unión Europea en el ámbito financiero especialmente desde el inicio de la crisis.

En el siguiente bloque tratará exclusivamente sobre las SICAV, en este capítulo se pretende lograr los siguientes objetivos:

- Profundizar en las instituciones de inversión colectiva (IIC) entre las que se encuentran las SICAV.
- Definir el concepto de SICAV.
- Conocer el marco legal que envuelve a las Sociedades de Inversión de Capital Variable.
- Comparar la figura de las SICAV en España con las SICAV del resto de Europa.
- Determinar si la hipótesis de que este tipo de sociedades son un instrumento de evasión fiscal es cierta.

Para acabar se analizará un caso práctico, de una SICAV real, se ha elegido a Morinvest por tratarse de una de las principales sociedades de este tipo en España, así pues, estos son los objetivos que se pretenden conseguir en el tercer bloque:

- Conocer una SICAV real por dentro, sus socios y toda la información corporativa.
- Estudiar su evolución temporal y su composición patrimonial.
- Desglosar las partidas más importantes.
- Comparar los datos de Morinvest con los del sector.
- Estudiar los resultados de la sociedad para obtener la rentabilidad.

## **1.4 METODOLOGIA**

Para la realización de este estudio sobre las sociedades de inversión de capital variable se basará en avanzar de lo general a lo particular por ello se empezará, analizando el sistema financiero español de modo más genérico para poco a poco ir concretando y centrándose en las particularidades propias de nuestro sistema financiero, el siguiente paso será identificar todas las instituciones de inversión colectiva para acabar realizando un examen más exhaustivo de las SICAV, profundizando en la definición, origen, clasificación, régimen fiscal, características y requisitos constitutivos.

Por ultimo efectuaremos un análisis económico-financiero de la SICAV Morinvest extrayendo, entre otros, su rentabilidad, comparándolo siempre con datos del sector y de otras SICAV de tamaño similar. Teniendo en cuenta tanto dos puntos de vista tanto vertical como horizontal para abordar la evolución temporal.



# **CAPÍTULO 2:**

# **ANTECEDENTES**

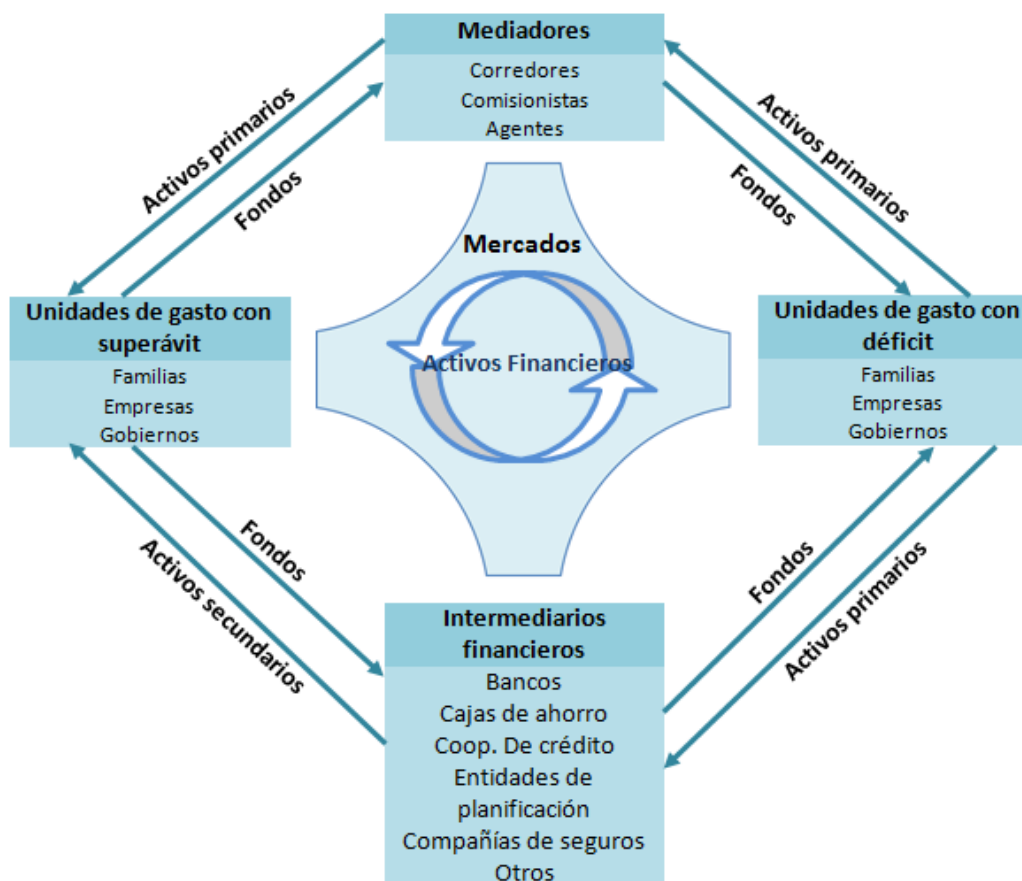
## **(SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL)**

## 2- ANTECEDENTES: SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

### 2.1 DEFINICIÓN: ¿QUÉ ES EL SISTEMA FINANCIERO?

Se entiende sistema financiero como aquel conjunto de instrumentos, mercados e instituciones de un país cuyo objetivo principal y finalidad es la de canalizar el ahorro que generan las unidades con exceso hacia aquellas unidades con déficit.

ILUSTRACIÓN 1: ESTRUCTURA BÁSICA DEL SISTEMA FINANCIERO.



Fuente: Elaboración propia (2014)

Al desmenuzar la definición inicial, por un lado se identifican en nuestro entorno dos tipos de unidades o agentes económicos:

- Las que no gastan todo lo que tienen, son los llamados **ahorradores**
- Las que gastan más de lo que tienen, estos son los llamados **prestatarios**.

Por otro lado se encuentran los instrumentos, mercados e instituciones que emplea el sistema financiero para llevar a cabo su función de trasvase de recursos.

Los **instrumentos** o activos financieros son reconocimientos de deuda emitidos por un prestatario y adquiridos por un prestamista, estos son los principales según Samuelson-Nordhaus (2006):

- *El dinero*
- Las *cuentas de ahorro* son depósitos en los bancos, que suelen estar garantizados hasta un máximo de cuantía (100.000€ en España) por los Estados, y que tiene un valor principal fijo en euros y tasas de interés determinadas por el mercado.
- Los *títulos del estado*, que son los valores y bonos de los gobiernos, garantizan el pago del principal a su vencimiento, y mientras tanto pagan unos intereses. Se consideran como la inversión más segura de todas por lo que en general su rentabilidad será escasa.
- Los *valores* son los derechos de propiedad sobre las empresas. Producen dividendos, que son pagos que se toman netos de las empresas.
- Los *derivados financieros* son nuevas formas de instrumentos financieros, cuyos valores se basan en, o se derivan de los valores de otros activos.
- Los *fondos de pensiones* representan la propiedad de los activos que adquieren las empresas o los planes de pensión. Los trabajadores y las empresas aportan a esos fondos durante sus años laborales y al llegar la edad de jubilación los fondos son retirados para pagar las pensiones.

Las características de los instrumentos financieros son su liquidez, riesgo y rentabilidad:

- Liquidez: es la facilidad y certidumbre de conversión del instrumento financiero en dinero efectivo sin sufrir una pérdida de su valor. Es decir, un activo tiene mayor liquidez cuanto más fácil sea transformarlo en dinero o venderlo sin pérdidas. Depende de la existencia de mercados secundarios y de que su volatilidad sea pequeña.

- **Riesgo:** es la probabilidad de que el emisor pueda devolver el crédito concedido al vencimiento del instrumento financiero cumpliendo las cláusulas de rentabilidad y amortización pactadas. Depende de la solvencia futura, pero al ser esta indeterminada, es decir no se puede conocer la solvencia del emisor en el futuro, depende de la solvencia que tiene el emisor en el presente y del período de tiempo que debe transcurrir hasta el vencimiento del instrumento financiero. Algunos instrumentos financieros aumentan su seguridad aportando garantías adicionales. A la probabilidad de que el emisor incumpla sus obligaciones al vencimiento se le denomina riesgo de crédito.
- **Rentabilidad:** es la capacidad del activo de producir rentas en forma de intereses (a su vencimiento o en cupones periódicos, o anticipados o al descuento) u otros rendimientos como dividendos o plusvalías. Se expresa en términos porcentuales.

Estas tres características se dan en grados diversos, y son dichos grados los que sirven para clasificar los distintos activos y los que usan los agentes económicos para conformar su cartera eligiendo combinaciones adecuadas en función de su perfil. En general un activo es más rentable cuando menor es su liquidez y cuanto mayor es su riesgo, estas tres características están entrelazadas.

Los activos financieros cumplen, por un lado, la función de ser instrumentos de transferencia de fondos entre agentes económicos, ya que cualquier transmisión de instrumentos financieros origina una transferencia de fondos desde el agente que los compra al que los vende y por otro lado constituyen un instrumento de transferencia del riesgo, puesto que el ser propietario de un activo otorga a este un derecho sobre los recursos del emisor en el momento del vencimiento del título y como dichos recursos pueden variar en función de la evolución positiva o negativa de la actividad del emisor, el propietario asume una parte de riesgo de dicha actividad, el emisor transfiere a los adquirientes de los títulos una parte del riesgo de su inversión.

Los **mercados** financieros son el lugar de encuentro entre oferentes y demandantes de fondos, es decir son los organismos en donde se produce el intercambio de activos financieros y se determina su precio. Clasificar los mercados financieros puede hacerse atendiendo a diversos criterios:



- Según su forma de funcionamiento →Directos  
→Intermediados
- Según la fase de negociación de los activos →Primarios  
→Secundarios
- Según las características de sus activos →Monetarios  
→De capitales
- Según el grado de intervención de las autoridades →Libres  
→Intervenidos
- Según su grado de formalización →Regulados  
→No regulados
- Según el plazo o condiciones →Al contado  
→A plazos  
→De opciones

En cuanto a las **instituciones** se puede distinguir entre los intermediarios financieros o entidades y los organismos supervisores:

- *Las entidades financieras* son quienes facilitan la conexión entre oferentes y demandantes de fondo, ofreciendo un mayor grado de agilidad, seguridad y liquidez. Entre ellos se encuentran los bancos, las cajas de ahorro, las cajas rurales, las cooperativas de crédito, las sociedades de garantía recíprocas, el instituto de crédito oficial (ICO), las empresas de servicios de inversión, las compañías aseguradoras, etc.
- *Los organismos supervisores* se encargan de vigilar que los intermediarios financieros y los mercados actúen correctamente y respeten las reglas. Estos organismos aportan transparencia al sistema financiero y por tanto confianza y seguridad a los oferentes y demandantes de fondos. En España los organismos supervisores son: el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Más adelante se ampliará la información sobre los mercados y las instituciones que conforman nuestro sistema financiero con el fin de tener una visión más detallada y pormenorizada.

## 2.2 FUNCIÓN

El sistema financiero de una economía de mercado como la existente en nuestro país y en la inmensa mayoría del mundo lleva a cabo la misión clave y fundamental de captar el excedente de recursos que poseen los ahorradores y prestarlo a los prestatarios que necesitan financiación para sus proyectos de inversión.

Si bien parece una misión aparentemente sencilla en la práctica no lo es tanto por dos motivos:

- Los ahorradores y los prestatarios tienen necesidades e intereses diferentes en cuanto al grado de liquidez, riesgo y rentabilidad.
- Comprende tanto los activos o instrumentos financieros como las instituciones o intermediarios, los mercados y las autoridades encargados de regularlo y controlarlo.

Los prestatarios estarán dispuestos a pagar una cantidad determinada por el dinero prestado que necesitan. Por otro lado las unidades económicas ahorradoras entregarán su dinero a cambio de recibir una rentabilidad. Como no es fácil que estas dos unidades económicas coincidan por los motivos señalados anteriormente se creó el sistema financiero.

Además de la función principal de poner en contacto ahorradores y demandantes de fondos el sistema financiero se ocupa también de cumplir estas otras:

- Garantizar una eficaz y eficiente asignación de los recursos económicos. El sistema financiero orienta los recursos hacia los sectores más eficientes competitivos y rentables, concediendo los fondos a los activos con las mejores combinaciones de rentabilidad-riesgo, así como facilitar su negociación a los mejores costes
- Contribuir al logro de la estabilidad monetaria y financiera.
- Proporcionar una seguridad máxima en los sistemas de pagos.
- Fomentar el ahorro y la inversión productiva mediante la oferta de altas rentabilidades o condiciones favorables para el ahorrador lo que le incentiva a destinar parte de su renta a comprar activos financieros. Es decir hace rentable el dinero de quien no lo necesita llevándolo a quien si lo hace producir.

El sistema financiero será más eficiente cuanto mayor sea el flujo de ahorros generados y estos sean canalizados hacia inversiones productivas y especialmente cuando sus servicios se adapten mejor a las necesidades de los distintos agentes implicados.

En definitiva se puede decir que el sistema financiero se compone de las instituciones que actúan en los mercados financieros, que llevan a cabo las operaciones necesarias para que la mayor cantidad de ahorro posible se encuentre al alcance de la inversión en las mejores condiciones posibles para las partes.

La clave para el correcto funcionamiento del sistema financiero radica en la confianza:

- En los mercados financieros que actúen libremente basados en la ley de la oferta y la demanda de activos financieros sin que nadie pueda intervenir en ellos manipulando los precios.
- En las instituciones de supervisión y control en que realicen con diligencia su tarea de regular y vigilar que se cumplan las normas en los mercados y por parte de los agentes que en ellos desempeñan su actividad.
- En la entidades de intermediación financiera en que ejerzan su labor con profesionalidad y proporcionalidad.

La importancia vital del sector financiero para la economía de un país ha quedado demostrada en los últimos años cuando el gobierno español se ha visto obligado a solicitar el rescate financiero para impedir la quiebra de los bancos con graves problemas de liquidez porque dejar caer a los bancos sería catastrófico para la economía nuestro país, provocando una pérdida de confianza en el sistema que desembocaría en la histeria colectiva llevando a los ciudadanos a querer retirar todos sus ahorros a la vez de los bancos causando el colapso total del sistema.

## 2.3 ESTRUCTURA

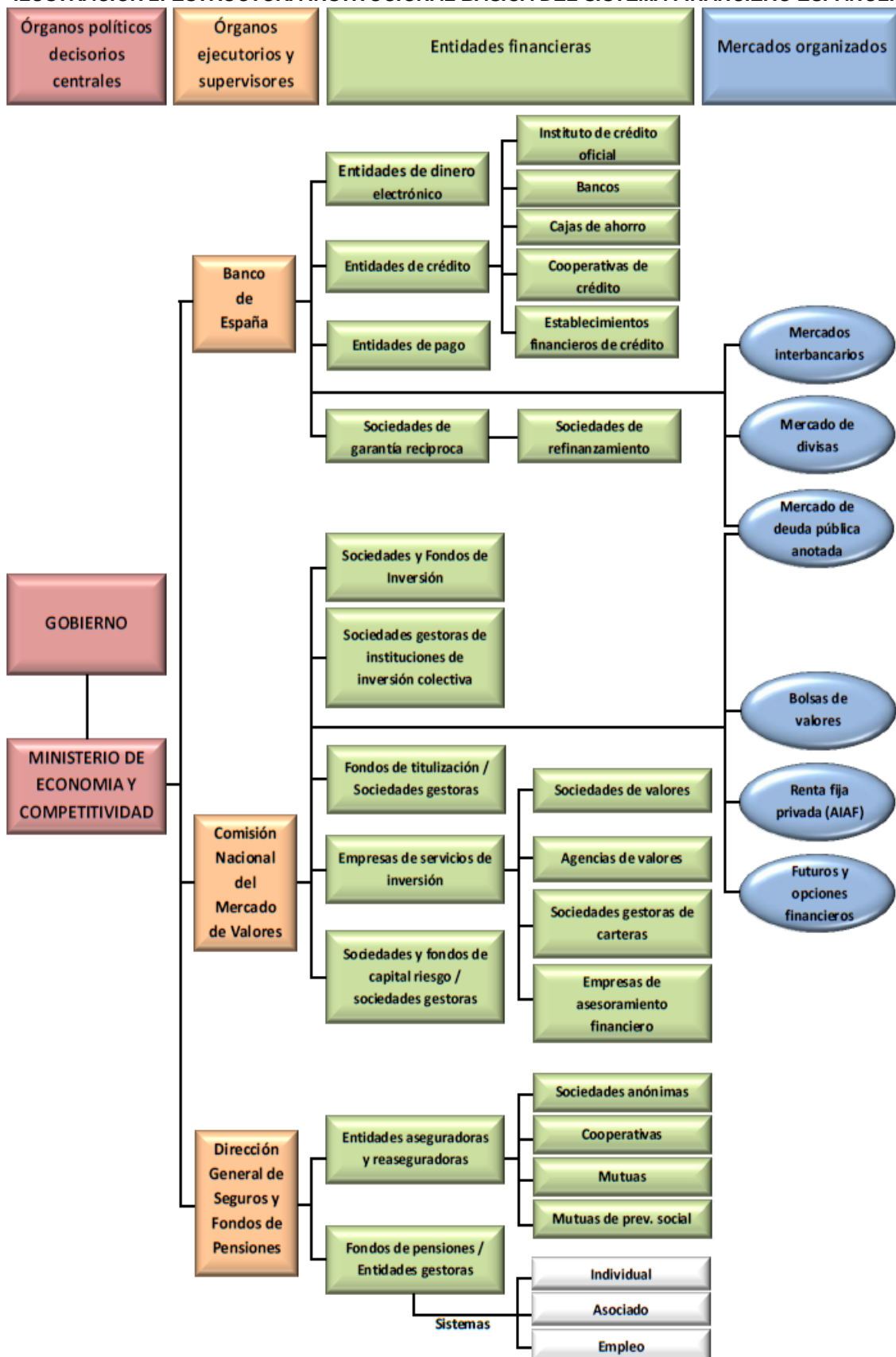
En los apartados anteriores se han definido de un modo elemental las características principales y funciones básicas del sistema financiero español aunque bien podría extrapolarse a cualquier otro sistema financiero de cualquier otro país desarrollado del mundo puesto que poseen, salvo pequeñas particularidades, las mismas características y cumplen las prácticamente las mismas funciones. En esta sección se pretende dar una visión más amplia, analizando la estructura institucional propia del sistema financiero español. Para ello se determinarán las funciones y características principales tanto de las instituciones que lo componen, como los mercados en donde operan y supervisan dichas instituciones, identificando las empresas, bolsas de valores, sociedades y fondos y demás entidades.

En el siguiente cuadro se puede ver la estructura institucional básica del sistema financiero español, proporciona una visión grafica lo suficientemente completa de la complejidad de nuestro sistema financiero dividido en tres grandes grupos:

- *Las instituciones financieras* que pueden ser de diversos tipos como se verá más adelante.
- *Los mercados financieros.*
- *Los organismos de compensación y liquidación* tanto de medios de pago como de operaciones de valores y otros instrumentos financieros.

Este último grupo no aparecen en el grafico porque en este capítulo se centrará en los dos primeros grupos. Aunque mencionar, por un lado, que los sistemas de pago existentes en España son: el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE) para pagos al por menor y el TARGET2-Banco de España para los pago al por mayor. Por otro lado Iberclear Sociedad de Gestión de los sistemas de Compensación y Liquidación de Valores es el principal sistema de compensación y liquidación en España.

**ILUSTRACIÓN 2: ESTRUCTURA INSTITUCIONAL BÁSICA DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL.**



Fuente: Guía del sistema financiero español (2012) y elaboración propia

### 2.3.1 Los mercados financieros

Se entiende por mercado financiero el mecanismo o lugar a través del cual se produce un intercambio de activos financieros entre los distintos agentes económicos y se determinan sus precios. Actualmente, gracias a los medios de comunicación el contacto entre agentes puede hacerse por vías telemáticas (teléfono, ordenador, correo, etc.) por lo que no es necesaria la existencia de un espacio físico como tal.

Las funciones principales que llevan a cabo los mercados financieros son:

- Poner en contacto a los agentes que en ellos intervienen ya sean individuos, empresas o gobiernos, que acuden directamente al mercado o agentes especializados, o intermediarios financieros.
- Fijar el precio de los activos. Es el mercado mediante el juego de oferta y demanda el que determina el precio y demás condiciones del activo.
- Proporcionar liquidez a los activos, ya que cuanto más amplio y desarrollado sea un mercado será más fácil convertir un activo en dinero sin pérdida.
- Reducir los plazos y los costes de intermediación puesto que propicia el rápido contacto entre los agentes que participan en los mercados.

Conviene que los costes sean bajos y que los mercados sean ágiles es decir que el tiempo transcurrido desde el momento en que se acuerda la operación hasta que se liquida sea el menor posible, además, cuanto mayor sea el número de participantes en un mercado menor será la posibilidad que se acuerden precios. En definitiva cuanto mejor se cumplan todas estas funciones y se den estas condiciones, mayor será la eficiencia y fiabilidad de un mercado financiero.

Esta eficiencia viene ligada por la existencia de un mercado ideal en competencia perfecta. Un mercado perfecto viene determinado por el cumplimiento en su grado máximo de estas cinco cualidades:

- Amplitud. Cuanto mayor sea el volumen de activos que se intercambian en él, más amplio será el mercado. Además un mercado amplio satisface mejor las necesidades de los oferentes y demandantes, al proporcionar una mayor variedad de activos.

- Transparencia. Cuanto más accesible, y mejor y más barata sea la información de obtener y procesar por parte de los agentes que intervienen en las negociaciones más transparente será el mercado. La información más importante es sobre el precio y cantidades de los activos enviados al mercado y los agentes que las envían y ejecutan
- Libertad. Cuanto menores sean, las barreras de entrada al mercado como comprador o vendedor, las limitaciones para intercambiar activos en la cuantía deseada y la injerencia de las autoridades u otros agentes mayor será la libertad en el mercado para la libre formación del precio de los activos.
- Profundidad. Cuanto mayor sea el número de órdenes de compra y venta existentes para cada activo se hablará de un mercado más profundo.
- Flexibilidad. Un mercado es más flexible cuanto más rápida sea la reacción de los agentes ante cambios en los precios de los activos o en las condiciones del mercado.

Una vez se ha definido que es un mercado financiero y se han identificado sus funciones y sus características principales solo falta clasificar cuales son los principales mercados existentes en el sistema financiero español, lo cual no resulta fácil ya que como se ha retratado anteriormente dicha clasificación se puede hacer atendiendo a diversos criterios. En este caso y siguiendo el esquema del cuadro 1 se ha optado por el activo que se negocia en el mercado como criterio de clasificación.

### Mercado interbancario

El mercado interbancario es en el que las entidades financieras se prestan dinero las unas a las otras, generalmente a plazos muy cortos (un día, una semana, una quincena, tres meses, seis meses o un año) y en el que, en función de la oferta y la demanda de fondos se establece el tipo de interés de dichos prestamos, además de servir de referencia para diversas operaciones financieras, por ejemplo las hipotecas. Desde la entrada del Euro, el índice es el tan mencionado en los medios Euribor. Dicho índice tiene relación con el tipo de interés de referencia en la zona euro que lo determina el Banco Central Europeo.

### Mercado de divisas

El mercado de divisas es donde se establece el valor de las monedas en que se van a realizar las transacciones internacionales es decir es donde las entidades financieras

ofrecen o solicitan euros, dólares, yenes, libras, francos, yuanes, etc. Este mercado también se rige por la oferta y la demanda, en este caso, de divisas. Dicha oferta y demanda viene determinada por las importaciones (euros a cambio de divisas para pagar las importaciones) y las exportaciones y las entradas y salidas de capital (prestamos al exterior, etc.). O lo que es lo mismo, las empresas, los inversores institucionales y las personas necesitan divisas para los negocios o para viajar al extranjero, siendo los bancos los que las suministran cobrando una comisión.

El mercado de divisas es el más importante a nivel mundial en términos de volumen de negociación. En él se determina por ejemplo la paridad dólar/euro, es decir que si el mercado pide más euros que dólares el valor del euro se apreciará con respecto al dólar, y ocurrirá lo contrario si hay más demanda de dólares que de euros.

### *Mercado de deuda pública anotada*

El mercado de Deuda Pública anotada tiene por objeto la negociación de la deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, así como la de los valores emitidos bajo esta forma por las comunidades autónomas, entidades y sociedades públicas u organismos internacionales de los que España es miembro, autorizados por el Ministerio de Economía.

Los activos que se negocian en este mercado son principalmente las Letras del Tesoro, los Bonos y Obligaciones del Estado, los Pagarés, los Strip de deuda y los Repos y simultaneas.

Por otro lado las entidades participantes en este mercado son, el Tesoro que es el emisor de los valores, los titulares de cuenta de deuda pública (intermediarios y organismos financieros autorizados por el Ministerio de Economía y Hacienda a propuesta del Banco de España), las entidades gestoras con capacidad plena (bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y sociedades de valores), las entidades gestoras de capacidad limitada (aquellas autorizadas solo a registrar saldos a nombre de los clientes no pueden ser titulares de cuenta de deuda pública, ni tener saldos propios) y los creadores de mercado (son entidades cuya función es favorecer la liquidez del mercado y la difusión de la deuda del Estado).

El Banco de España tiene a su cargo la supervisión y gestión del Mercado de Deuda Pública Anotada a través de la Central de Anotaciones. Dicho mercado se encuentra integrado en la plataforma SENAF (Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros).



### Bolsa de valores

La Bolsa o mercado de valores es un mercado en el que se ponen en contacto los demandantes de capital (principalmente las empresas) y los oferentes o excedentarios de recursos financieros (familias, empresas y otras instituciones). Este puede ser un lugar físico o virtual (sistema informático), donde se fija un precio público o cotización que varía constantemente según las fuerzas de la oferta y la demanda y en función de las circunstancias económicas, empresariales u otras.

En España existen cuatro bolsas de valores, la de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. En ellas se negocian fundamentalmente acciones, aunque también se intercambian obligaciones (entre ellas las convertibles), derechos de suscripción y warrants.

Las bolsas de valores cumplen fundamentalmente dos funciones: por un lado configuran la cobertura institucional de la financiación directa, (la que tiene lugar al margen de los bancos) de las actividades productivas, y por otro son el principal mecanismo de valoración de la riqueza productiva. Dentro de este mercado se puede distinguir entre el segmento primario (activos primarios) y el secundario (activos secundarios). En el primario tiene lugar la emisión de nuevas acciones por parte de la empresa para captar recursos propios y cumple la función de financiación directa, mientras en el secundario se llevan a cabo intercambios de acciones entre los inversores, al margen de las empresas emisoras de aquellas y cumplen la función de proporcionar liquidez y la de valoración de la riqueza de un país, es esta función de valoración la que le otorga al mercado bursátil un altísimo grado de cobertura y seguimiento de los medios.

Los actores que intervienen en la bolsa son las empresas, los inversores tanto particulares como institucionales, los intermediarios financieros y los gobiernos.

### Mercado de renta fija privada (AIAF)

Es el mercado para la negociación de todo tipo de valores de renta fija de empresas e instituciones privadas excepto los instrumentos convertibles en acciones y la deuda pública que se negocian en las Bolsas de Valores y el mercado de deuda pública anotada respectivamente.

Se entiende por Renta fija como la forma de inversión en la que de antemano conocemos la rentabilidad que nos va a ofrecer, ya sea en forma de intereses, de primas, de valor de reembolso, etc. (o en todas estas formas a la vez) y que percibe su

tenedor (el inversor inicial u otro inversor que compró posteriormente estos activos) hasta el momento del vencimiento, amortización, conversión o canje de los activos.

En España el mercado de renta fija se conoce como AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros) nacido en 1987 a iniciativa del Banco de España.

En este mercado como en el mercado de deuda pública anotada también tiene por objeto la negociación de la deuda en formato de renta fija, la diferencia es el tipo de emisor, público frente a privado, y una características unidas a esta consideración, como la liquidez, la rentabilidad, el riesgo o el régimen fiscal aplicado.

Los activos que se negocian en este mercado son principalmente, pagarés de empresa, bonos y obligaciones simples, obligaciones subordinadas, titulizaciones hipotecarias o de activos, cédulas hipotecarias, cédulas territoriales y participaciones preferentes.

### *Mercados de opciones y futuros financieros (MEFF)*

El mercado de futuros y opciones, también conocido como mercado de derivados, se llama en España MEFF (Mercado Español de Futuros Financieros) y en él se negocian los contratos que determinan un precio de compraventa de cualquier producto financiero en una fecha futura. Los productos derivados son instrumentos financieros cuyo valor deriva de la evolución de los precios de otro activo, denominado “activo subyacente”, dicho activo puede ser: una acción, una cesta de acciones, un valor de renta fija, una divisa, materias primas, tipos de interés...

Básicamente, un derivado es una contratación a plazo en la que se establecen todos los detalles en el momento del acuerdo, mientras que el intercambio efectivo se produce en un momento futuro.

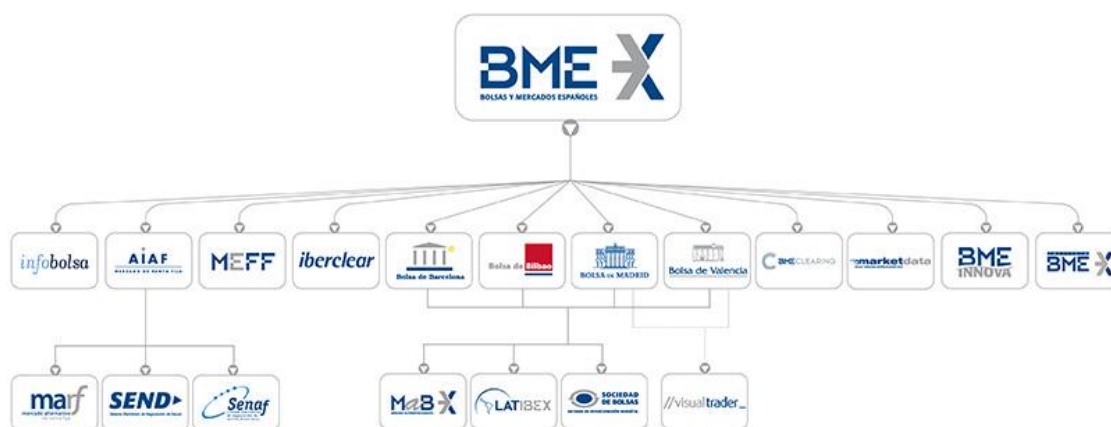
Para comprender mejor este mercado se distingue entre un contrato de futuros y un contrato de opciones. El primero es aquél en el cual dos partes se comprometen y obligan una a comprar y la otra a vender un activo determinado en una fecha futura y a un precio prefijado en el momento de la contratación, quien compra adquiere el derecho a recibir el activo subyacente en la fecha de vencimiento y la obligación de pagar por adquirirlo. El contrato de opciones es aquél por el cual el comprador adquiere el derecho, pero no la obligación de comprar o vender un determinado activo a un precio prefijado y en una fecha futura estipulada.

Principalmente podemos encontrar los siguientes tipos de productos financieros derivados: futuros, opciones, warrants, certificados, contrato compra-venta de opciones y CFD.

### Bolsas y mercados españoles (BME)

La empresa “Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.” juega un papel principal en el sistema financiero español puesto que es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros en España. Integra los mercados vistos anteriormente de renta fija, renta variable y derivados, así como los sistemas de compensación y liquidación.

**ILUSTRACIÓN 3: ORGANIGRAMA BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES.**



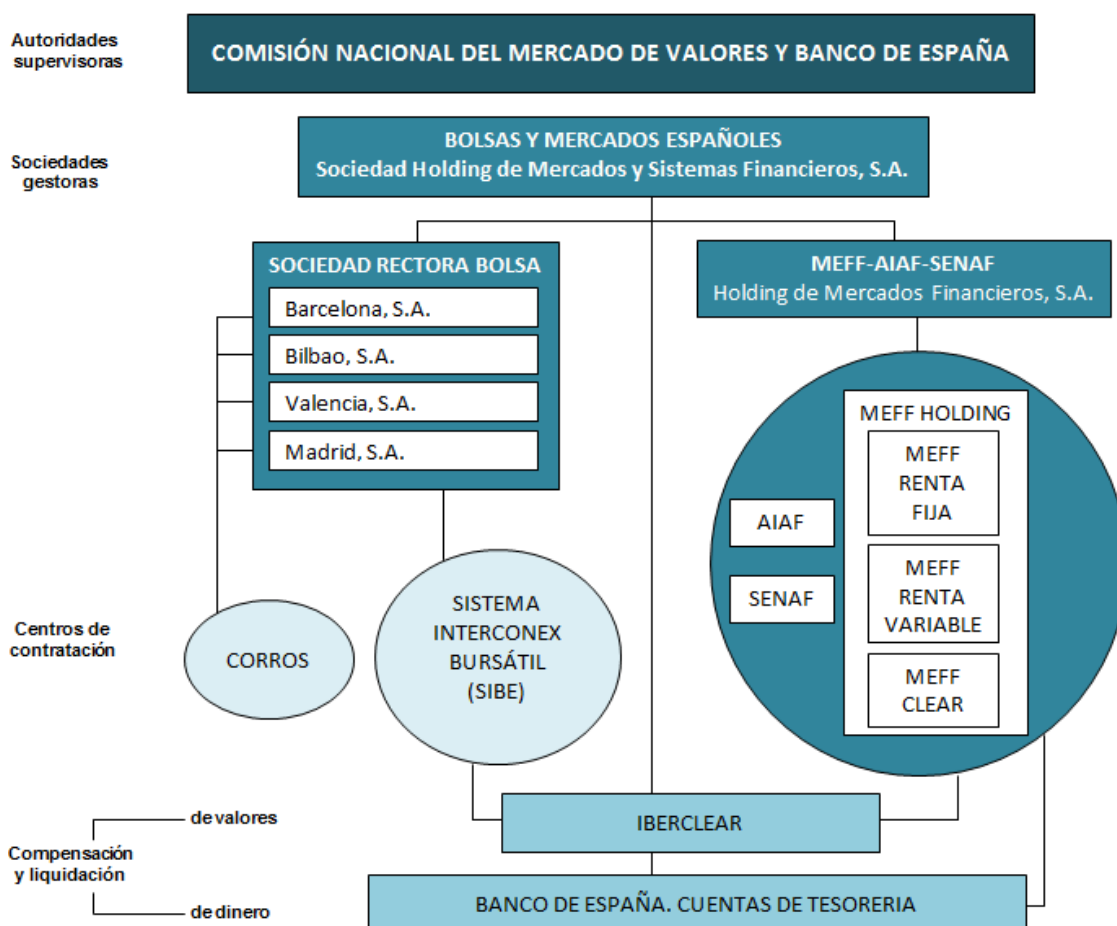
Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (2014)

Este *holding* integra los siguientes mercados y sociedades:

- Las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores (Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao y Bolsa de Valencia).
- MEFF (Mercado Español de Futuros Financieros).
- AIAF (Mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros para renta fija privada).
- SENAF (Plataforma electrónica de negociación de Bonos y Obligaciones de deuda pública española).
- SEND (Sistema electrónico de negociación de deuda que es una plataforma destinada a la negociación de renta fija por parte de los particulares).

- Sociedad de bolsas (empresa encargada de la gestión y funcionamiento del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE), plataforma técnica de contratación del mercado de valores español y propietaria del índice IBEX 35).
- Iberclear (sociedad que tiene como objetivo la integración de los servicios de registro, compensación y liquidación de valores en el ámbito nacional).
- BME también cuenta con sistemas de información y formación financiera (Infobolsa y Market Data e Instituto BME) y otros servicios de consultaría y tecnología (BME innova, BME Clima, Visual Trader).
- Mercado Alternativo Bursátil (facilita la financiación de empresas de reducida capitalización que requieren financiación para resultar competitivas). Es en este mercado donde cotizan las SICAV.
- Latibex (Mercado de Valores Latinoamericanos en Euros).

**ILUSTRACIÓN 4: ESQUEMA-RESUMEN DE LOS MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES.**



Fuente: Guía del sistema financiero (2012)

## 2.3.2 Las instituciones financieras

Una vez identificados los instrumentos o activos -¿que se negocia?- y los mercados - ¿dónde se negocia?- existentes en el sistema financiero español solo falta determinar ¿quién Interviene? en el sistema, de este modo, el presente apartado versa sobre las instituciones y agentes que intervienen en el sistema financiero detallando sus funciones y características básicas.

Como se ha dicho anteriormente y se puede observar en el cuadro 1, se distinguen en dos tipos instituciones financieras, por un lado nos encontramos con los organismos ejecutorios y supervisores y por otro lado con las entidades financieras o también llamados intermediarios financieros.

### 2.3.2.1 Organismos ejecutorios y supervisores

En general todos los sistemas financieros son objeto de regulación y supervisión persiguiendo dos objetivos, la *estabilidad del propio sistema financiero* defendiéndolo de perturbaciones externas e internas, asegurando el buen funcionamiento de los mercados y vigilando la solvencia y el riesgo de las entidades participantes; y la *protección de los consumidores*.

En el sistema financiero español existen a nivel nacional tres organismos ejecutorios y supervisores tal y como se aprecia en el cuadro 1: el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, cada uno de ellos encargados de una rama de actividad dentro del sistema financiero como es la banca, el mercado de valores y los seguros y pensiones. Si bien estos organismos se encargan de la supervisión, la potestad para dictaminar leyes y por tanto la función reguladora, como no puede ser de otro modo, recae sobre Las Cortes Generales y el gobierno.

Este epígrafe se centrará en los organismos supervisores ya que son estos los que se encuentran dentro del sistema financiero.

#### El Banco de España

El Banco de España es el Banco Central nacional y el supervisor del sistema bancario español. Es una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, que actúa con autonomía e independencia respecto a la Administración del Estado. (Ley 13/1994,1 de junio).

**ILUSTRACIÓN 5: FUNCIONES DEL BANCO DE ESPAÑA.**

Funciones como miembro del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)	Funciones como banco central nacional
<b>Definir y ejecutar la política monetaria</b> de la zona del euro, para mantener la estabilidad de precios en la zona.	<b>Supervisar la solvencia</b> y el cumplimiento de la normativa de las <b>entidades</b> de crédito, otras entidades y <b>mercados</b> financieros.
<b>Promover</b> el buen funcionamiento de los <b>sistemas de pago</b> en la eurozona.	Promover el buen funcionamiento y la <b>estabilidad del sistema financiero</b> y de los sistemas de pago nacionales.
Realizar las operaciones de <b>cambio de divisas</b> , así como <b>poseer y gestionar</b> las reservas oficiales de <b>divisas del Estado</b> .	<b>Poseer y gestionar</b> las reservas de <b>divisas</b> y metales preciosos.
<b>Emitir los billetes</b> de curso legal.	Poner en circulación la <b>moneda metálica</b> y desempeñar, las demás funciones que se le encomienden respecto a ella.
	<b>Elaborar y publicar las estadísticas</b> relacionadas con sus funciones y recopilar información estadística.
	Prestar los <b>servicios de tesorería</b> y de agente financiero de la deuda pública.
	<b>Asesorar al Gobierno</b> , así como realizar los informes y estudios.

*Fuente: Banco de España (2014)*

Los órganos rectores que lo forman son el gobernador, el subgobernador, el consejo de Gobierno y la Comisión Ejecutiva.

**La Comisión Nacional del Mercado de valores**

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos.

El objetivo de la CNMV es velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores. Además de proponer medidas o disposiciones y asesorar en materia de mercado de valores al gobierno central, a comunidades autónomas y al Ministerio de Economía y elaborar y publicar informes.

La acción de la Comisión se proyecta principalmente sobre las sociedades que emiten u ofrecen valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de valores, y sobre las empresas que prestan servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva.

### *Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP)*

A diferencia del Banco de España y de la CNMV que son órganos independientes y con personalidad jurídica propia, La Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones es un órgano administrativo que depende de la Secretaria de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, adscrita al Ministerio de Economía y Competitividad.

El papel de ésta en el sistema financiero es secundario ya que principalmente se encarga de la regulación y supervisión de la actividad aseguradora en nuestro país que tiene un peso mucho menor en comparación con la actividad que regula y supervisa el Banco de España y la CMNV.

Su actividad se centra principalmente en la supervisión de las entidades y personas que actúen en el mercado de seguros y planes y fondos de pensiones y de las entidades gestoras de los mismos, en el control del cumplimiento de los requisitos para el acceso a la actividad aseguradora delimitando las competencias de los mediadores, en la preparación e impulso de proyectos normativos y en la elaboración de publicaciones en materia aseguradora y en prestar soporte administrativo.

#### *2.3.2.2 Entidades financieras*

Recordando la función principal de todo sistema financiero que es la de canalizar el ahorro de las unidades con superávit hacia las unidades con déficit se puede ver que existen dos vías para llevar a cabo este trasvase, de forma directa a través de los agentes especialistas o mediadores o de forma indirecta a través de entidades financieras más conocidos como intermediarios financieros.

Los agentes especialistas no son entidades propiamente dichas pero realizan una labor muy similar a ellas, ya que facilitan el contacto entre ahorradores e inversores interviniendo en dicho trasvase de fondos de los prestamistas hacia los prestatarios y en el movimiento de títulos primarios en sentido contrario. Estos Agentes tan sólo cobran una serie de comisiones, sin tocar los recursos, ni los títulos financieros, es decir no transforman ni crean activos nuevos solo contribuyen a su circulación y es el ahorrador quien asume directamente el riesgo con la entidad que obtiene los recursos.

Existen tres tipos de agentes especialistas:

- *Comisionistas (bróker)*. Pone en contacto oferta con demanda sin influir sobre el precio, actuando por cuenta ajena y cobrando una comisión por la operación.

- *Mediadores (dealers)*. Pueden actuar a comisión y también pueden gestionar su propia cartera. Obtienen beneficios por comisiones o por gestión de su propia cartera (plusvalías), tampoco influyen en los precios pero pueden crear oferta y demanda.
- *Creadores de Mercado (market makers)*. Son dealers que se especializan en determinados mercados financieros, sólo actúan en mercados dirigidos por los precios. Los Creadores de Mercados dan unos precios de compra y de venta, y están obligados a comprar y vender siempre a esos precios dados por ellos mismos, por lo que aseguran liquidez.

Los intermediarios financieros tienen un papel mucho más protagonista e importante en el sistema financiero alcanzando un nivel importante de desarrollo y complejidad siendo el ente más reconocible de cualquier sistema financiero en especial los intermediarios financieros bancarios.

Se entiende intermediario financiero como aquella entidad especializada en la mediación entre los prestamistas y los prestatarios. Los intermediarios financieros adquieren activos (primarios) y no los revenden sino que los transforman en activos de diferente valor (secundarios) para adaptarlos a la disponibilidad de los ahorradores.

El gran desarrollo e importancia que han alcanzado se debe principalmente a que su labor resulta beneficiosa para todos. Para los prestamistas porque obtienen una rentabilidad al adquirir activos financieros con menores riesgos y costes que si acuden al mercado directamente; y para los prestatarios porque les facilitan el acceso a más fondos de financiación con unas condiciones más favorables en cuanto a plazos y costes ya que los pequeños ahorradores no acudirían al mercado sino fuese por la existencia de los intermediarios que ofrecen garantías y asumen el riesgo. En este proceso de transformación los intermediarios crean activos tales como cuentas corrientes, depósitos a plazo, préstamos, bonos bancarios, planes de pensiones, pólizas de seguro, etc.

En definitiva la importancia de los intermediarios radica básicamente en estos factores:

- Reducen el riesgo de los activos mediante la diversificación de la cartera.
- Obtienen un rendimiento de sus carteras superior aprovechando las economías de escala derivadas de la gestión de las mismas.



- Alteran plazos y vencimientos de los activos y pasivos de forma que se adapten a las necesidades y gustos de ahorradores e inversores. Captan recursos a corto plazo y los ceden a plazos más largos.
- Facilitan a ahorradores y prestatarios medios de pago y crean nuevos, como los depósitos en cuenta corriente que permiten cargos y abonos, de nóminas, intereses, alquileres, recibos, letras, etc.

Volviendo al cuadro 1 se puede clasificar las principales entidades del sistema financiero español de la siguiente manera:

### Entidades de crédito

Aquellas empresas cuya actividad principal consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia aunque también prestan servicios parabancarios, de mercado de valores, banca privada y banca de inversión. En nuestro país son entidades de crédito las siguientes:

- *El Instituto de crédito oficial (ICO)*. Entidad de crédito de titularidad pública, Actúa como Agencia Financiera del Estado, financiando por indicación expresa del Gobierno (no con depósitos) a los afectados por situaciones de grave crisis económica o desastres naturales y gestiona los instrumentos de financiación oficial a la exportación y al desarrollo mediante la concesión directa de fondos.
- *Los bancos*. Sociedades anónimas habilitadas legalmente para desempeñar las funciones reservadas a las entidades de crédito.
- *Las cajas de ahorro*. Fundaciones privadas, equiparación operativa completa al resto de los integrantes del sistema financiero español. No obstante, gran parte de su beneficio se reinvierte en la sociedad a través de su “obra social”.
- *Las cooperativas de crédito (cajas rurales)*. Entidades de crédito que aúnan la forma social de cooperativa y la actividad de una entidad de crédito de ámbito operativo pleno. Se diferencia en que es una organización sin ánimo de lucro, ya que los miembros aúnan sus fondos para hacer préstamos entre sí.
- *Los establecimientos financieros de crédito*. Sociedades anónimas especializadas en actividades determinadas de préstamo y crédito, de leasing, de factoring y de emisión y gestión de tarjetas de crédito y avales y garantías y compromisos similares; que no puede captar fondos reembolsables del público.

### Auxiliares financieros

- *Las entidades de pago.* Personas jurídicas autorizadas para prestar y ejecutar servicios de pago, como el ingreso y la retirada de efectivo, la emisión y adquisición de instrumentos de pago y de envío de dinero. No pueden captar fondos reembolsables ni emitir dinero electrónico.
- *Entidades de Dinero Electrónico.* Entidades especializadas en la emisión de dinero electrónico, y autorizadas para prestar todos los servicios de pago propios de las entidades de pago.
- *Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento.* Las primeras dedicadas a financiar a medio y largo plazo a las pymes, concediendo garantías, a través de avales. Las segundas son entidades participadas por la Administración Pública, cuya finalidad es la de ofrecer una cobertura y garantía a los riesgos contraídos por las sociedades de garantía recíproca.

### Empresas de servicios de inversión (ESI)

Su actividad consiste en prestar servicios de inversión a terceros, con carácter profesional sobre instrumentos financieros, además de ejercer un conjunto de servicios auxiliares. En España existen cuatro clases de empresas de servicios de inversión:

- *Sociedades de valores.* Aquellas que pueden operar tanto por cuenta ajena como por cuenta propia, y realizar todos los servicios de inversión y los servicios auxiliares.
- *Agencias de valores.* Aquellas que solo pueden operar por cuenta ajena, con representación o sin ella, y realizar todos los servicios de inversión a excepción de otorgar créditos relacionados con la compra-venta de valores, ni asegurar la suscripción de emisiones de valores.
- *Sociedades gestoras de carteras.* Desempeñan estos cuatro servicios: 1) La gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes. 2) Asesoramiento en materia de inversión. 3) Asesoramiento sobre estructura de capital, estrategia industrial, fusiones y adquisiciones de empresa. 4) Elaboración de informes y análisis.
- *Empresas de asesoramiento financiero (EAFI).* Aquellas personas físicas o jurídicas que prestan los mismo servicios que las anteriores exceptuando la 1).

### *Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)*

Su objetivo es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no. Estas toman la forma de fondos o sociedades entre las que se encuentran las SICAV, objeto principal del proyecto por lo que se prestará especial atención en capítulos posteriores.

### *Fondos de Titulización*

La titulización consiste en la transformación de conjuntos de participaciones, adquiridas a entidades de crédito, en valores de renta fija homogéneos y estandarizados, para su posterior venta en mercados de valores organizados. Los Fondos de Titulización constituyen patrimonios carentes de personalidad jurídica propia pertenecientes a un conjunto de partícipes.

### *Entidades de capital-riesgo (ECR)*

El capital-riesgo consiste en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación por ser consideradas de riesgo. Un ejemplo son las empresas tecnológicas. Las ERC son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente.

### *Sociedades gestoras de IIC, de Fondos de Titulización y de ERC*

Todas toman la forma jurídica de sociedades anónimas pero su objeto social es este:

- El objeto social de las SGIC consistirá en la administración, representación, gestión de las inversiones y de las suscripciones y reembolsos de los fondos y sociedades de inversión. También realizan la comercialización de participaciones o acciones de las IIC.
- Las SGFT tienen por objeto social la constitución, administración y representación legal y defensa de los fondos de titulización.
- Las SGERC administran y gestionan fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riego, además de realizar tareas de asesoramiento.

### Entidades aseguradoras y reaseguradoras

Persona jurídica (sociedad anónima, mutua de seguros, cooperativa o mutualidad de previsión social) que administra los fondos constituidos por los asegurados, y que está obligado a pagar la indemnización, capital o renta, en caso de siniestro. El asegurado, transfiere el riesgo a la aseguradora de las posibles pérdidas que pudieran producirse en el caso de que se produjera el siniestro.

Las *entidades reaseguradoras* son aquellas entidades (solo sociedades anónimas) que se obligan a resarcir a los aseguradores de las obligaciones que resulten a su cargo frente a terceros por razón de aquellos contratos de seguro que tengan concertados con estos últimos, que sean objeto de reaseguro.

### Mediadores de seguros

Persona física o jurídica que realiza las actividades de mediación entre los tomadores y asegurados y las entidades aseguradoras. Dichas actividades se centran en la presentación, propuesta o realización de trabajos tanto previos la celebración como en el momento justo de la celebración de un contrato de seguro o de reaseguro, así como la asistencia en la gestión y ejecución de dichos contratos, en caso de siniestro. Agentes de seguros, corredores de seguros y corredores de reaseguros son los tres tipos de mediadores que existen.

### Fondos de pensiones

Un plan de pensiones es un contrato que regula las obligaciones y derechos de quienes intervienen en él (partícipes, promotores y beneficiarios) con la finalidad de determinar a qué prestaciones y en qué condiciones tiene derecho el partícipe y la forma de financiar el plan. Estos planes de pensiones se basan en aportaciones de ahorro que, debidamente capitalizadas, aseguran unas pensiones futuras por jubilación, viudedad, etc. Los fondos de pensiones son patrimonios sin personalidad jurídica creados al exclusivo objeto de dar cumplimiento a planes de pensiones.

Por acabar este apartado recalcar que la mayoría de autores clasifican a los intermediarios en: bancarios (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito) se caracterizan porque alguno de sus pasivos son monetarios, aceptados por el público general como media de pago y por tanto son dinero; y no bancarios (el resto) a diferencia de los anteriores sus pasivos no son dinero, con lo que su actividad es más mediadora.

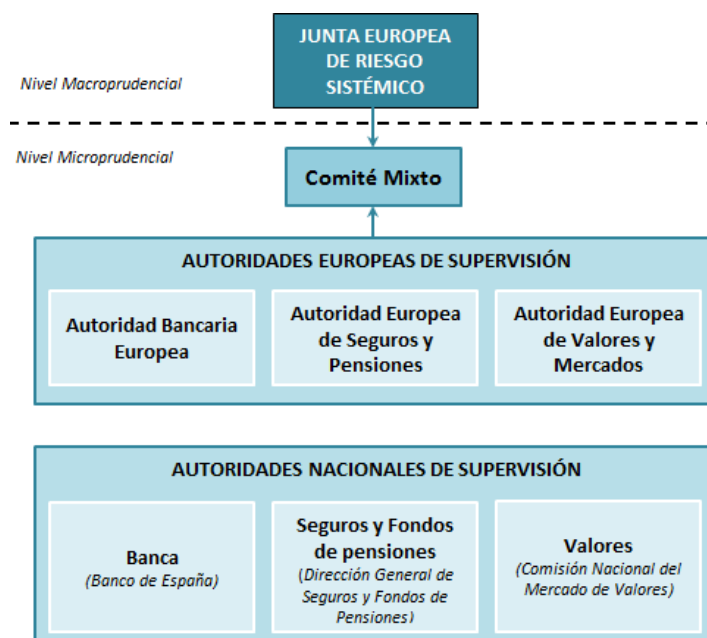
## 2.4 EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL DENTRO DE LA UNIÓN EUROPEA

En este apartado se pretende, de un modo general sin llevar a cabo un examen exhaustivo, situar el sistema financiero español dentro de su contexto europeo centrándose en la perspectiva de su regulación y su supervisión todo ello teniendo en cuenta la crisis financiera actual y los cambios que ella ha provocado en el sistema financiero.

### 2.4.1 La supervisión del sistema financiero europeo

En materia de supervisión se han producido grandes cambios en el seno de la Unión Europea (UE), en 2011 se adoptó un nuevo Sistema Europeo de Supervisión Financiera sustituyendo así a los comités Lamfalussy de tercer nivel de supervisión por las nuevas Autoridades Supervisoras Europeas e integrando las diferentes autoridades supervisoras nacionales de cada Estado miembro, siempre agrupadas en las tres ramas de los servicios financieros: banca, seguros y valores.

**ILUSTRACIÓN 6: EL SISTEMA EUROPEO DE SUPERVISIÓN FINANCIERA.**



Fuente: Guía del sistema financiero (2012)

La supervisión a nivel macroprudencial corre a cargo de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). Su objetivo es analizar, detectar y prevenir los riesgos que deriven de la evolución macroeconómica y que afecten al conjunto del sistema financiero

preservando así la estabilidad financiera. Las funciones encomendadas son las siguientes: recopilar y analizar la información pertinente, definir y priorizar los riesgos sistémicos, emitir avisos y recomendaciones de medidas correctoras y realizar un seguimiento del curso dado a los mismos, emitir un aviso confidencial dirigido al Consejo y proporcionarle una evaluación cuando la JERS considere que podría plantearse una situación de emergencia, colaborar con otras partes del SESF, coordinar sus acciones con las de las organizaciones financieras internacionales, como el FMI y la Junta de Estabilidad Financiera (JEF), y participar, en caso necesario en el Comité Mixto. El BCE facilita los servicios de secretaría de la JERS y el Presidente del BCE preside la JERS.

A nivel microprudencial europeo, la supervisión la efectúan las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) formado por estas tres entidades: Autoridad Bancaria Europea (ABE), Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (AESP) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) encargadas cada una de la supervisión en las actividades de banca, seguros y pensiones y mercado de valores respectivamente. El objetivo es proteger el interés público fomentando la estabilidad y eficacia del sistema financiero, para la economía de la UE, sus ciudadanos y sus empresas. Estos organismos tiene la facultad de proponer normas específicas para las autoridades nacionales y las instituciones financieras, desarrollar directrices y recomendaciones; mediar y resolver conflictos entre las autoridades nacionales, garantizar una aplicación coherente de las normas comunitarias y actuar en situaciones de emergencia, incluyendo la prohibición de actividades o productos cuando perjudiquen el normal funcionamiento de los mercados financieros o la estabilidad de todo o parte del sistema. En el caso de la AEVM además, ejerce la supervisión directa de las agencias de calificación crediticia.

El Comité Mixto se encarga de la coordinación y cooperación global e intersectorial de las actividades de la JERS con las AES y entre las propias AES, garantizando la coherencia de la supervisión de los diferentes sectores. La actividad del Comité Mixto abarca los siguientes elementos: conglomerados financieros, servicios de contabilidad y auditoría, análisis microprudenciales de las evoluciones intersectoriales, riesgos y puntos vulnerables para la estabilidad financiera, productos de inversión al por menor, medidas contra el blanqueo de dinero, intercambio de información con la JERS y las AES y desarrollo de las relaciones entre estos organismos.

Con respecto a las autoridades nacionales supervisores cada Estado designa a sus propias autoridades competentes. En el caso de España, como se ha desarrollado

anteriormente, las autoridades supervisoras son el Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Dejando a un lado el tema de la supervisión se observa que desde su entrada en la UE el sistema financiero español ha ido adaptándose continuamente a su contexto europeo, estos son los hitos, nivel europeo, más relevantes y que más han afectado a la estructura y funcionamiento del sistema financiero español. Uno fue la creación del mercado único europeo, concretamente su vertiente financiera, otro la adopción del Euro como moneda única y por último a consecuencia directa de la crisis cabe destacar la reestructuración bancaria española y la unión bancaria europea.

## **2.4.2 El mercado único de servicios financieros**

El mercado único financiero supone la completa libertad de movimientos de capitales entre los Estados miembros de la UE, España entró definitivamente en el mercado único en 1993. Con la entrada en el mercado único financiero, se pasó, en materia de relaciones financieras extranjeras, de estar todo prohibido salvo lo expresamente permitido a estar todo permitido salvo supuestos excepcionales, lo que supuso un incremento del grado de apertura financiera exterior de la economía española, atrayendo la entrada de capital foráneo y desincentivando la salida de capital interior. Con el fin de cumplir los requisitos para entrar en el mercado único financiero se realizó en 1991 una reforma fiscal en la que cabe destacar la no tributación en España de los rendimientos de la deuda pública para los no residentes y la implantación de un régimen fiscal muy favorable para los fondos de inversión, efectos que se alargan hasta el día de hoy.

En definitiva la creación del mercado único financiero abarcó sus tres grandes ramas: banca, valores y seguros; teniendo como finalidad que en cada una de ellas la UE pueda ser considerada como un único mercado efectivo, sujeto a unas reglas comunes y en el que todas las empresas, mercados e instrumentos estén sometidos a las mismas condiciones de actuación o utilización, procedan de cualquier estado miembro.

En materia de regulación financiera del mercado único, está correspondiente a un ámbito nacional aunque en muchos aspectos está armonizada para el conjunto de los Estados miembros especialmente en lo relativo a la autorización de entidades y mercados y a la supervisión de los mismos.

Con el fin de avanzar hacia un mercado único total, en donde todos los agentes económicos implicados en cada uno de los sectores lleguen a estar sujetos a las mismas reglas sea cual sea su país de residencia, las autoridades europeas han ido adoptando una serie de iniciativas, concretamente, en el ámbito que nos interesa, el de los servicios financieros, estas han sido las más relevantes:

- “Plan de acción para los servicios financieros” (1999). Orientado esencialmente hacia una mayor integración de los mercados de capitales europeos.
- “Libro blanco sobre política de los servicios financieros 2005-2010” (2005). La consolidación de los progresos realizados, la eliminación de los obstáculos que aún existen y la mejora de la legislación y de los controles son los ejes del libro.
- El segundo volumen de “Gestionar la recuperación europea” (2009). Contenía tres anexos el primero de ellos dedicado a formular un programa para la reforma del mercado financiero con una hoja de ruta destinada a mejorar la regulación y supervisión de los mercados e instituciones financieras de la UE.
- “Regulación de los servicios financieros para un crecimiento sostenible” (2010). Contiene una serie de iniciativas y medidas, con el fin de prevenir futuras crisis, fortalecer las entidades financieras, mejorar el gobierno de las empresas y proteger mejor a los consumidores.

### **2.4.3 La unión monetaria: el Euro**

Los planes de establecer una moneda única comenzaron a finales de la década de 1960 haciéndose realidad por completo el 2002 cuando el Euro pasó a ser la única moneda de curso legal.

La adopción del euro como moneda común necesariamente lleva asociada también una política monetaria común, es decir, la introducción de la moneda única supone la necesidad de asignar la responsabilidad de fijar y mantener su valor interno (a través de la política monetaria) y externo, frente a otras monedas (política cambiaria). De este modo los Estados que han adoptado el Euro como moneda han cedido sus competencias con respecto estas políticas monetarias y cambiarias en favor del Eurosistema órgano formado por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales de los Estados de la eurozona. Así pues el BCE desempeña su función como autoridad monetaria y destacada autoridad financiera y es quien se



encarga principalmente de mantener la estabilidad de precios mediante la fijación de los tipos de interés y la determinación de la oferta de dinero disponible en la economía.

Recientemente a iniciativa de la banca europea y con el fin de perfeccionar la unión monetaria europea se puso en marcha la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA) que es el área en el que ciudadanos, empresas y otros agentes económicos pueden efectuar y recibir pagos en euros en Europa, dentro y fuera de las fronteras nacionales, en las mismas condiciones y con los mismos derechos y obligaciones, independientemente del lugar en que se encuentren. Es decir la SEPA permite que los pagos en euros entre cualquier cuenta ubicada en la zona de aplicación, se realicen de forma tan sencilla como se viene realizando actualmente un pago nacional, lo que facilita el acceso a los nuevos mercados.

#### **2.4.4 La reestructuración bancaria española**

Como es bien sabido, desde 2008 España se encuentra en una grave situación de crisis económica producida entre otras causas por el estallido de la burbuja inmobiliaria, la cual era espacialmente importante en nuestro país. El pinchazo de la burbuja -a la cual contribuyeron a su expansión las entidades de crédito concediendo masivos créditos para financiar el boom inmobiliario y de consumo sin ningún control del riesgo, junto con la injerencia constante de los políticos en las cajas, un endeudamiento masivo de las entidades para prestar mucho más de lo que tenían en depósitos y la pasividad absoluta del Banco de España para frenar los excesos, además de la gran exposición que las entidades tenían a los sectores inmobiliario y de la construcción-, provocó el derrumbe de las entidades de crédito haciendo imprescindible una fuerte recapitalización, con el fin de evitar su quiebra y por consiguiente el colapso del sistema financiero lo que se hubiese traducido en el hundimiento de la economía española, ya que, habían acumulado grandes reservas de activos problemáticos.

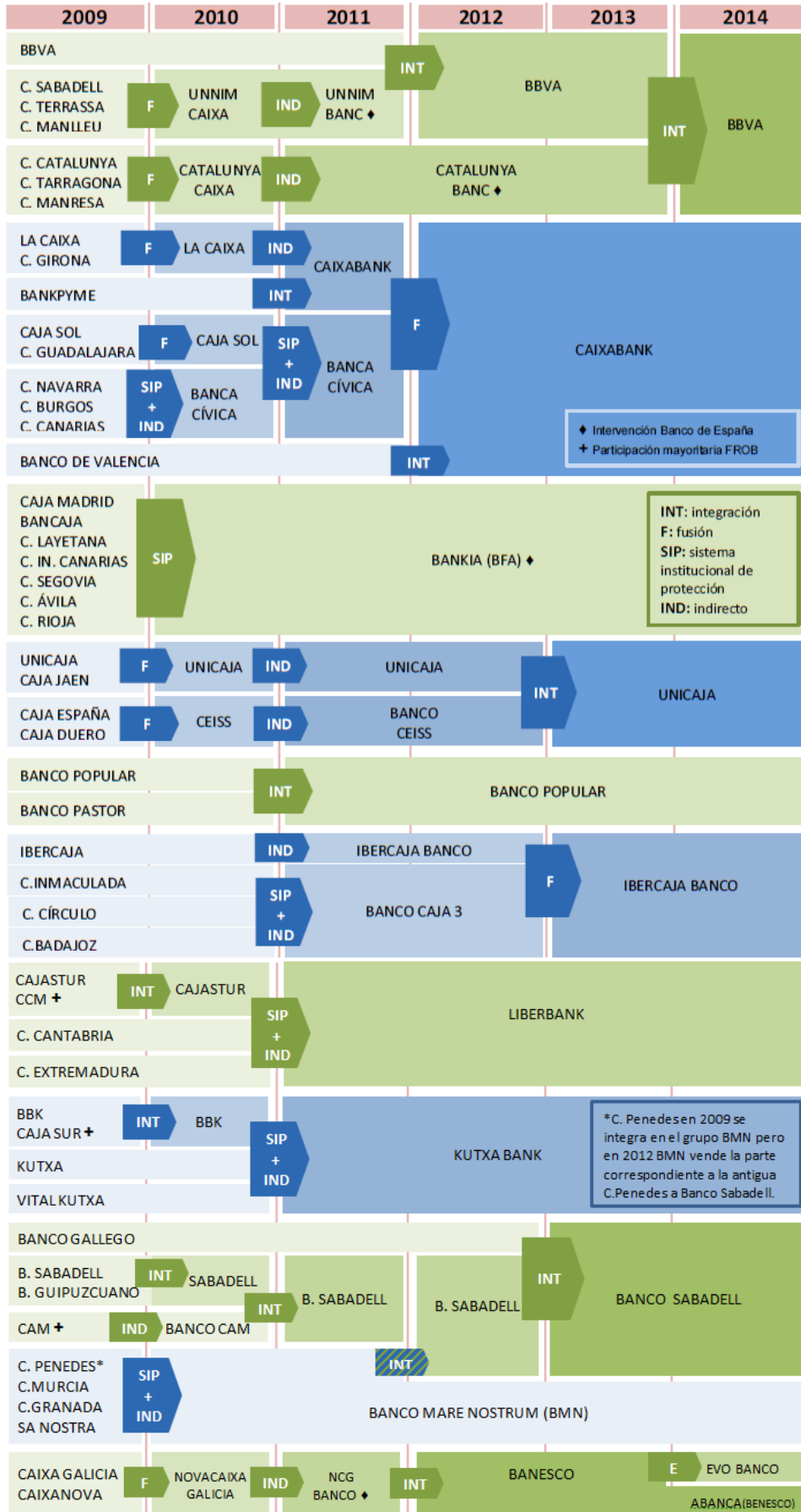
El gobierno en un principio intentó solucionarlo poniendo en marcha, mediante el Real Decreto-Ley 9/2009, el Fondo de Reestructuración ordenada bancaria (FROB) un instrumento para ayudar a las entidades con dificultades a sobrevivir y rescatar sin tanta burocracia a las inviables, con cargo a los presupuestos generales del estado. En los años siguientes a la creación del FROB se van sucediendo una serie de fusiones, absorciones, nacionalizaciones y transformaciones de caja de ahorros en sociedades anónimas, incluso algunas de estas nuevas sociedades han salido a bolsa. Ejemplo de estos procesos integradores son el nacimiento de Bankia, NCG banco,

Catalunya Caixa, etc. (ver gráfico1) pasando de las 45 cajas de ahorro que habían en nuestro país antes de la crisis a solo 11, aunque en realidad cajas de ahorro como tal solo 2 persisten en la actualidad Caixa Pollença y Caixa Ontinyent.

Ante la magnitud de los problemas del sistema bancario y ante la segunda crisis económica, esta vez relacionada con la deuda soberana, a mediados de 2012, el gobierno español se ve en la necesidad de pedir el rescate a Europa para sanear el sistema financiero. Ofrecen hasta 100.000 millones, de los que se utilizan 41.000 a los que hay que sumar los fondos aportados a las entidades por el FROB unos 61.000 millones y el Fondo de Garantía de Depósitos.

En los gráficos siguientes puede verse detallado todo el proceso de reestructuración bancaria que ha tenido lugar en España desde que se inició la crisis y desde que se puso en marcha el rescate financiero.

**ILUSTRACIÓN 7: LA BANCA TRAS SEIS AÑOS DE CRISIS.**

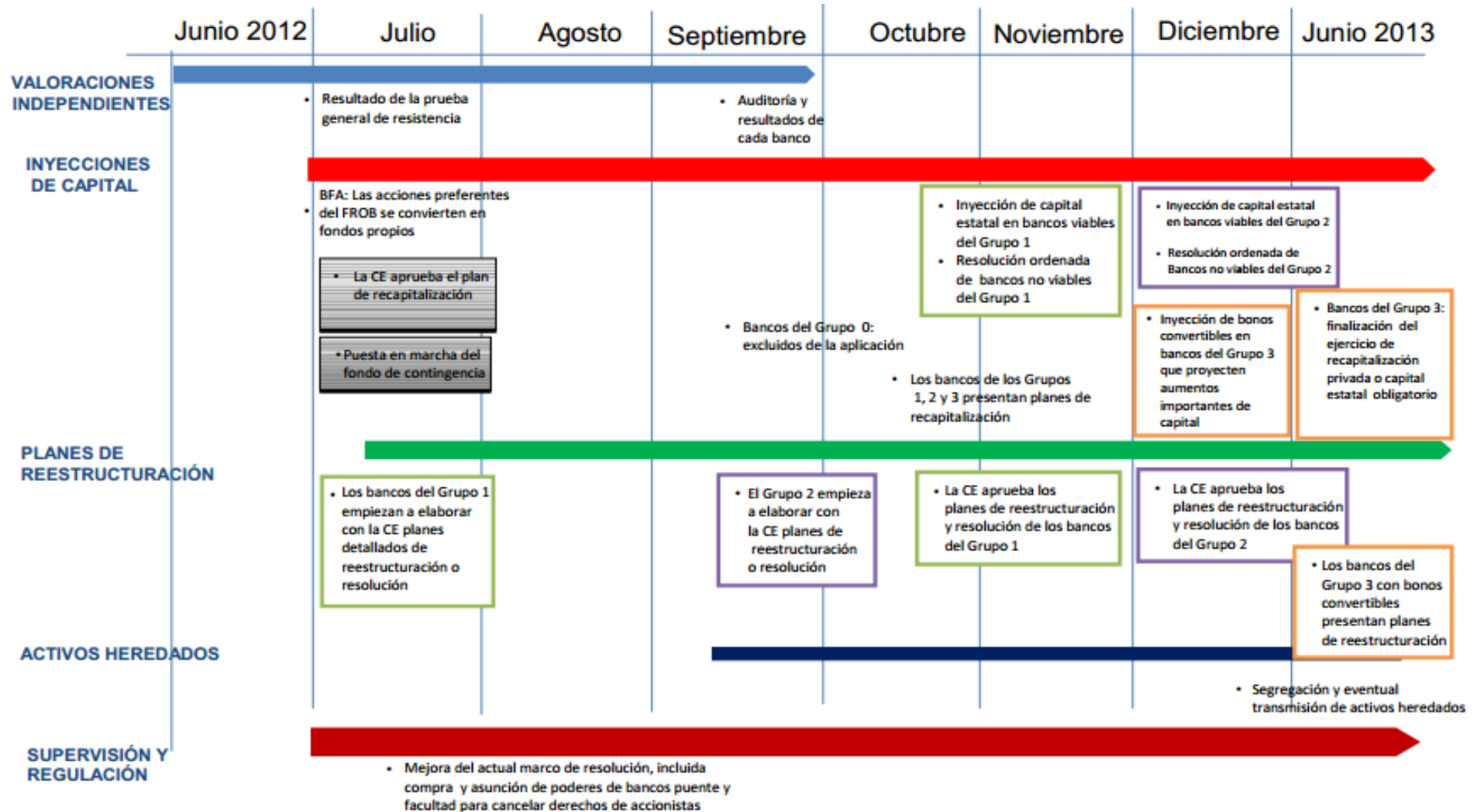


Fuente: CECA, Expansión y elaboración propia (2013)

Como se observa en el gráfico 6 varias han sido las fórmulas utilizadas para llevar a cabo el proceso de concentración: fusiones (F), integraciones (INT), sistemas institucionales de protección (SIP) más conocido como fusión fría, viene a ser una unión en la que sus entidades integrantes mantienen su marca comercial, su forma jurídica, su capacidad de decisión individual, así como su independencia económica. Sin embargo, se aprovechan de servicios comunes que abaratan costes como por ejemplo servicios informáticos, mismas plataformas para la operativa financiera y productos similares, a diferencia de las fusiones tradicionales en donde desaparecen las cajas que se integran y solo queda una o se crea una nueva; y transformaciones (IND) de cajas de ahorro en bancos en donde las entidades ejercen la actividad financiera de forma indirecta a través de un banco (Sociedad anónima) que integra las cajas originales.

Quedan excluidas del gráfico las cooperativas de crédito, si bien es cierto que también se han producido un gran número de fusiones y agrupaciones, el peso de este tipo de entidades de crédito es muy pequeño en comparación con los bancos y cajas de ahorro puesto que las dos últimas poseen más del 90% de cuota de mercado. Únicamente destacar que tras la reestructuración de las cooperativas de crédito los grupos más importantes son: El Grupo Cajas Rurales Unidas (Cajamar y Grupo CRM), Grupo Solventia, Grupo Ibérico y Golbalcaja.

ILUSTRACIÓN 8: REESTRUCTURACIÓN DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL TRAS EL RESCATE: CALENDARIO.



**Grupos de bancos:**

- Grupo 0: Los bancos sin déficit de capital están excluidos del ámbito de aplicación;
- Grupo 1: Bancos del FROB (BFA/Bankia, Catalunya Caixa, Nova Caixa Galicia, Banco de Valencia): bancos cuyas necesidades de ayuda estatal se conocen en gran medida antes de la prueba de resistencia, debiendo validarse sobre esta base
- Grupo 2: Bancos con déficit de capital identificado por la prueba de resistencia, sin posibilidad de obtener capital privado y que, por tanto, deben recurrir a la ayuda estatal
- Grupo 3: Bancos con déficit de capital identificado por la prueba de resistencia y que pretenden obtener dicho capital de forma privada

CE: Comisión Europea

Fuente: Banco de España (2012)

Con respecto al rescate financiero las autoridades europeas exigieron el cumplimiento de una serie de condiciones para poder recibir la ayuda que, tal y como se aprecia en el gráfico 2, van desde la agrupación de los bancos en 4 categorías o grupos, la realización de pruebas de resistencia o test de estrés, pasando por la elaboración de planes de reestructuración y recapitalización, hasta cambios en la regulación y supervisión de las entidades bancarias. Además se exigió la creación de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) más conocida popularmente como “banco malo”. La SAREB es una sociedad anónima creada para sanear a las entidades de crédito que arrastraban problemas debido a su excesiva exposición al sector inmobiliario, de este modo las entidades traspasan al banco malo sus activos tóxicos (créditos a promociones inmobiliarias en situación de impago o con riesgo de morosidad e inmuebles y suelo que las entidades se han tenido que quedar) liberando así sus balances. La SAREB se encargará de su gestión y venta durante los próximos 15 años.

## **2.4.5 La unión bancaria europea**

Inicialmente, en 2008, nos encontrábamos ante una crisis de carácter financiero, que fue evolucionando hacia derivar en una crisis de deuda soberana, cuando varios países experimentaron un considerable incremento de su prima de riesgo, así pues, esta variación en los costes de endeudamiento hizo que España pasase de financiarse prácticamente a coste cero, en 2007, a pagar casi un 7% de intereses, en 2012. De este modo la crisis financiera y la de deuda soberana formaron un círculo vicioso (véase ilustración 9). Si la banca de un país necesitaba ayudas públicas, los mercados castigaban también la deuda pública del país, aumentando los costes de financiación y el déficit lo que se traducía en un empeoramiento de las perspectivas.

Todo esto, provocó la fragmentación financiera de la zona euro por la cual, por ejemplo, a España y sus bancos les costaban más acceder a los mercados que a Alemania. Esto, a su vez, por un lado, eleva el coste de financiación de las empresas españolas frente a las alemanas, pese a compartir la misma moneda, y por otro empeora los balances de los bancos deteriorando su liquidez por lo que se requiere de ayudas públicas.

**ILUSTRACIÓN 9: EL CÍRCULO VICIOSO DE LA CRISIS.**



*Fuente: Comisión Europea (2015)*

Con el fin de romper este círculo vicioso y revertir la fragmentación financiera de la eurozona que casi acaba con el euro, estimulando el regreso de los flujos financieros de vuelta hacia los países periféricos, los jefes de estado acordaron crear la unión bancaria que completase la unión económica y monetaria.

La unión bancaria crea un espacio único en el que las entidades de la eurozona y las de los Estados miembros que no pertenezcan al euro pero quieran adherirse, serán supervisadas por el mismo organismo (BCE) y se registrarán por las mismas normas, y en el caso de encontrarse en dificultades se establece un marco común, para solventarlas o para liquidar las entidades si las dificultades son insalvables, es decir la unión bancaria se basa en un código normativo único, un supervisor único y una resolución única con lo que aumenta la confianza en los bancos. La credibilidad de los bancos en el mercado dependerá, ahora, de su perfil de riesgo específico y cada vez menos de la fortaleza financiera de los Estados miembros en que estén establecidos. Ello facilitará a los bancos de todos los Estados miembros un acceso a la financiación en condiciones de igualdad, lo que, a su vez, agilizará su concesión de préstamos a las economías domésticas y a las empresas de toda la UE.

Las claves en las que se sustenta la unión bancaria son

### 1-Prevención de las crisis

Se ha creado un código normativo único (28 propuestas jurídicas relativas a los productos y actores financieros) que los bancos deben cumplir en todo el mercado único. Para garantizar que el código normativo único se aplica de forma constante y coherente se creó el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) el cual otorga al BCE la función de supervisar de forma óptima a los bancos de la zona euro (los 128 más importantes de forma directa y el resto de forma indirecta a través de las respectivas autoridades supervisoras nacionales) de modo que se garantizan unas condiciones de igualdad para los bancos, sean del país que sean, eliminado así el factor geográfico. Con objeto de garantizar una supervisión coherente, el BCE coopera estrechamente con las demás autoridades de que se compone el SESF, en particular con la ABE.

Pensando también en la previsión se aprobaron una serie de disposiciones sobre los requisitos de capital de los bancos (paquete DRC IV) que garantizan un nivel suficiente de capital, tanto en términos de cantidad como de calidad con el fin de obtener unos bancos más resistentes. Además se requiere a los bancos que elaboren planes de recuperación y resolución que describan que medidas tomarían en caso de deterioro de su situación.

### 2-Intervención temprana: inicio de los problemas

Se han dado nuevas competencias a los supervisores que les permiten intervenir a una entidad cuando se encuentre en dificultades pero su situación sea reversible. Se incluye como competencias poder despedir al equipo directivo y nombrar a un administrador, convocar una junta de accionistas, exigir la reducción de riesgos a los bancos, aumentar su capital, introducir cambios en su estructura jurídica, etc.

Este proceso de intervención se regula principalmente a través del Mecanismo Único de Resolución (MUR) y la Directiva en materia de Rescate y Resolución Bancaria (DRRB). Con el MUR y la DRRB se crea un conjunto de normas y procesos para intervenir a un banco que serán los mismos para todos los países y se crea un Fondo de Resolución Único con 55.000 millones financiado con aportaciones de todos los bancos. También se crea la Junta Única de Resolución que tendrá la facultad para decidir sobre el proceso de resolución. Entre las posibilidades de resolución están: la facultad de vender o fusionar el negocio con otro banco, la creación de un “banco malo” para operar las funciones críticas y separar los activos buenos de los malos para procurar que no sea necesario rescatar al banco, y que los accionistas y acreedores soporten una parte apropiada de las pérdidas.



### 3-Gestión de la crisis: deterioro irreparable

Llegados al punto en el que los problemas sean irreparables y la única solución sea la resolución de las entidades, la principal prioridad de la resolución es reducir al mínimo el coste de una quiebra bancaria para el Estado y sus contribuyentes. Para ello además de las normas y procedimientos establecidos en el del MUR y DRRB también se trabaja en la Directiva sobre sistemas de garantía de depósitos (DGS) para proteger a los depositantes quedando los depósitos de menos de 100.000 euros totalmente protegidos y garantizados, además se mejora la financiación de los sistemas nacionales de garantía, se agiliza el procedimiento de recuperación, por el cual los depositantes podrán recuperar su dinero en un plazo de 7 días hábiles (antes 20) y se establecen prioridades de cobro para personas físicas o pymes que posean depósitos de más de 100.000 euros.

En síntesis la unión bancaria crea un espacio bancario único con el fin por un lado de restaurar la estabilidad financiera, garantizando unas condiciones de igualdad en la financiación dentro de Europa ya que los mercados valorarán a un banco por la calidad de su balance y no por donde tenga su sede, y por otro poner garantizar a los europeos que en el futuro no tendrán que volver a pagar la factura de los rescate a los bancos cuando estos tengan problemas, puesto que el dinero que sea necesario para resolver esas situaciones provendrán de los propios bancos con los fondos que se crean especialmente para ello.

#### **ILUSTRACIÓN 10: PIEZAS FUNDAMENTALES QUE CONSTITUYEN LA REFORMA FINANCIERA DE LA UE.**



Fuente: Comisión Europea (2015)



# **CAPITULO 3: LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN DE CAPITAL VARIABLE**

# 3- LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN DE CAPITAL VARIABLE (SICAV)

## 3.1 INTRODUCCIÓN

Las SICAV son una modalidad de Institución de Inversión Colectiva (IIC) de carácter societario. Asimismo se puede entender una SICAV como un tipo de IIC de carácter financiera que adopta la forma de una sociedad anónima constituida por inversores cuyo objeto es la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros para compensar por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimientos, sin participación mayoritaria económica o política en otras sociedades.

Los tres elementos que definen a las SICAV y al resto de instituciones de inversión colectiva son:

- Captación pública de ahorro, entendiendo por tal, fondos, bienes o derechos del público.
- Gestión colectiva de los recursos captados mediante su inversión en valores, bienes, derechos u otros instrumentos financieros. Es decir se cede el ahorro y su gestión a profesionales financieros que aunarán el ahorro de varios sujetos con la intención de incrementar el ahorro inicial.
- Asignación colectiva de los resultados de la gestión. Es decir el resultado de la gestión del ahorro se distribuye por igual entre los que han realizado sus respectivas aportaciones.

El elemento colectivo es el que resulta más atractivo, ya que permite acceder al mercado en unas condiciones, tanto operativas como financieras más favorables y de un modo más eficiente que si se hiciera a título individual y repartir los costes de gestión entre el colectivo.

Como peculiaridad de las sociedades de inversión, destacan, su garantizada liquidez y el hecho de que en estas sociedades, el capital es variable, por lo que puede aumentar o disminuir dentro de los límites del capital máximo o mínimo fijados en sus estatutos, mediante la venta o adquisición por la sociedad de sus propias acciones.

## **3.2 ORIGEN Y CLASIFICACIÓN DENTRO DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA**

Hablar pues de SICAV conlleva necesariamente hacerlo de las instituciones de inversión colectiva, por ello en el siguiente punto se analizará en su conjunto y de forma global (definición, tipos, regulación, requisitos legales...) este tipo de instituciones.

### **3.2.1 Concepto de IIC**

De acuerdo con lo establecido en la Ley 35/2003 de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC) son instituciones de inversión colectiva aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derecho, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

Por su parte, la inversión colectiva puede adoptar un doble formato jurídico: el de sociedad o el de fondo. Las sociedades de inversión toman la forma de sociedad anónima por lo que el inversor adquiere una parte alícuota del capital de la sociedad (acción), además de estar sujeta al régimen jurídico general del ámbito societario, también debe respetar los requisitos establecidos en la Ley especial de IIC. Por otro lado, los fondos de inversión son patrimonios separados sin personalidad jurídica propia pertenecientes a una pluralidad de inversores, por tanto necesitan un representante legal, esta función de gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, asimismo, es necesario el concurso de un depositario. La sociedad gestora adopta las decisiones de inversión y es quien invierte el capital aportado en los distintos activos financieros que constituyen la cartera. La sociedad depositaria es la que custodia el patrimonio del fondo (valores y efectivo) y asume ciertas funciones de control sobre la actividad de la gestora, en beneficio de los partícipes. Más adelante se analizarán las gestoras y los depositarios con más detalle.

La diferencia en su forma jurídica afecta a la denominación del inversor en el caso de las sociedades el capital social se divide en acciones por tanto el inversor será accionista, por el contrario en los fondos el patrimonio se divide en participaciones por lo que el inversor recibirá el nombre de partícipe.

### **3.1.2 Breve historia y legislación aplicable de las IIC**

La concreción del origen de las instituciones de inversión colectiva no resulta fácil. Pero no cabe duda de que el concepto de inversión colectiva no es nuevo, ya en la Edad Media, algunos comerciantes organizaban inversiones directas de capital. La mayoría de estudios y autores coinciden en datar el nacimiento de las primeras instituciones de inversión colectiva asimilables a las que se conocen en la actualidad en el decenio de 1860 cuando aparecieron los Investment Trust británicos: International Financial Society (1862), Financial Association (1862) y Financial and Colonial Governmet Trust (1868).

Desde la aparición de estas primeras instituciones de inversión colectiva hasta el crack de 1929 dichas instituciones experimentaron un notable auge. De hecho, en Reino Unido pasaron de setenta compañías en 1900 a cuadruplicarse tres décadas más tarde.

En el resto de Europa, exceptuando los territorios anglosajones, este tipo de instituciones no aparecieron y se desarrollaron hasta después de la Segunda Guerra Mundial, ello se debe principalmente al mantenimiento de la doble imposición. Una vez se adaptó la normativa, junto con la mejora de la fiscalidad y con el inicio de una etapa expansiva tras superar la guerra, comenzaron a proliferar dichas instituciones en Europa: en Bélgica, la primera sociedad de inversión colectiva apareció en 1946 y gestionaba tres fondos de inversión; en Alemania surgieron los primeros fondos de inversión en 1950 (Fondra y Fondak); Luxemburgo y Suiza, gracias a su normativa de preguerra, en especial, la helvética Sociéte International de Placements (1930), les permitió una expansión financiera sin precedentes, ayudando a ser lo que hoy son.

En nuestro país también resulta incierto datar el inicio de la inversión colectiva, no obstante, existe cierto consenso en considerar a la sociedad comanditaria Ahorro y Fortuna, fundada el 28 de mayo de 1912 en Santa Cruz de Tenerife como la primera institución de inversión colectiva. Siguiendo la corriente europea iniciada después de la guerra, en España se aprobó la Ley de 15 de julio de 1952 normativa pionera en la regulación de dichas instituciones financieras y que supone su incorporación oficial en nuestro ordenamiento. Tras darse cuenta de la poca eficacia de esta Ley por ser demasiado estricta y restrictiva, esta norma fue derogada por la Ley de 26 de diciembre de 1958 que aunque basada esencialmente en el régimen anterior introduce importante novedades, como mayores incentivos fiscales o la suavización del régimen de publicidad del balance semestral. Esta norma fue completada mediante la

aprobación del Real Decreto Ley 7/1964, de 30 de abril cuya principal novedad consistía en la introducción en el ordenamiento español de las instituciones abiertas, tanto en forma de sociedad de capital variable como de fondos de inversión. Asimismo, se incluye la necesidad de la concurrencia de la sociedad gestora y de la entidad depositaria. Además, en el caso de las sociedades de capital variable se les obliga a contar con un representante del Estado encargado de vigilar las operaciones de la sociedad. Esta nueva regulación junto con el contexto económico favorable de los sesenta provoca un gran aumento tanto en el patrimonio como en el número de instituciones.

El cambio de década trajo consigo la crisis global de los años setenta (crisis del petróleo 1973 y 1978), si a esto se le suma la transición política en nuestro país da como resultado un retroceso en el crecimiento de este tipo de instituciones, de este modo su patrimonio se redujo un 33% y su número un 61% afectando casi únicamente a su forma societaria ya que el número de fondos se mantuvo prácticamente constante. A pesar de todo esto, la inversión colectiva consiguió sobrevivir para dar paso a una etapa de gran expansión y modernización, la cual comenzó con la aprobación de una la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de instituciones de Inversión Colectiva. Esta Ley a diferencia de las anteriores supuso el establecimiento de forma sistemática y global, en un único cuerpo jurídico con rango normativo legal, de las diversas modalidades de instituciones de inversión colectiva. Los efectos de esta Ley fueron instantáneos pues en tan solo dos años el patrimonio y el número de inversores se incrementaron un 43% y un 143% respectivamente.

El impulso definitivo a la inversión colectiva vino con la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de aprobación de los Presupuestos Generales del Estado y la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de Personas Físicas las cuales modificaron su tratamiento fiscal. La primera Ley introduce el actual y polémico régimen fiscal especial aplicable a las IIC, así como, el tipo impositivo reducido del 1% en el Impuesto sobre Sociedades, mientras que de acuerdo con la segunda Ley los rendimientos tributaban al tipo marginal de inversor, si bien se aplicaban coeficientes reductores a las plusvalías obtenidas.

Coincidiendo con este periodo de reforma fiscal de la inversión colectiva, las entidades de crédito iniciaron una etapa de comercialización activa de estas instituciones, provocando así un cambio en los hábitos de ahorro de las familias desplazando una parte del ahorro, que hasta entonces se canalizaba a través de depósitos, hacia las instituciones de inversión colectiva. Durante estos últimos años del milenio, la

inversión colectiva tuvo un aumento sin precedentes aumentando tanto el patrimonio y el número de instituciones multiplicándose así por 24 y 6 respectivamente, como el número de inversores que paso de 570.000 el 1991 a 8 millones en el año 2000.

La entrada al nuevo milenio trajo consigo una nueva crisis financiera mundial (crisis de las “punto.com”), esto unido a los atentados del 11 de septiembre de 2001 ocasionó el desplome de las bolsas mundiales. Si bien es cierto que la inversión colectiva en España se retrajo durante este periodo, la caída en la inversión colectiva no fue tan acusada como la caída de los propios índices bursátiles. Además para el año 2003 las IIC recuperaron todo el terreno perdido en los dos años anteriores. También durante ese año 2003 hubo un importante hito al establecer un moderno marco jurídico para regular el sector de la inversión colectiva en España, de este modo se aprobó la, hoy vigente, Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y su Reglamento de desarrollo aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, derogando así la Ley de 46/1984. El nuevo marco ha permitido, la flexibilización de las normas de inversión, la ampliación del catálogo de activos aptos y el establecimiento de nuevas figuras (fondos cotizados, IIC de inversión libre,...). En materia tributaria la nueva Ley ha posibilitado el diferimiento fiscal de las plusvalías puestas de manifiesto al reembolsar o transmitir unas IIC.

Con el fin de adaptar nuestra normativa a las directivas europeas en materia de fondos de inversión armonizados se promulga la Ley 31/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 35/2003. Estas modificaciones junto con la trasposición de las numerosas Directivas provenientes de Europa en materia de instituciones de inversión colectiva, justificaron la adopción de un nuevo Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, sustituyendo, de este modo el Reglamento de desarrollo aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

En conclusión, la legislación nacional básica de las instituciones de inversión colectiva en España se contiene en la Ley 35/2003 de 4 de noviembre y en su reglamento de desarrollo, Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

### **3.1.3 Tipología de las IIC**

Las IIC se pueden clasificar atendiendo a los siguientes criterios:



### Según sus inversiones

Puede distinguirse entre IIC de carácter financiero e IIC de carácter no financiero.

Las *IIC de carácter financiero* son aquéllas que tienen por objeto la inversión en activos e instrumentos financieros, pudiendo diferenciarse los siguientes tipos:

- *Fondos de inversión (FI)*. Patrimonios separados sin personalidad jurídica
- *SICAV*. Sociedades anónimas con personalidad jurídica
- *IIC de Inversión Libre (IICIL) o Hedge Funds*. Tienen amplia flexibilidad en su política inversora y en el cumplimiento de requisitos de liquidez e información y se destinan a inversores que, por su mayor experiencia o formación financiera, precisan menor protección
- *IIC de IIC de Inversión Libre (IICIICIL) o IIC de Hedge Funds*. Fondos y sociedades de inversión que permiten al inversor minorista el acceso a IIC de inversión libre. Invierten al menos el 60% de su patrimonio en IICIL, sin poder concentrar más del 10% del patrimonio en una única IICIL, y pueden acceder a ellos pequeños inversores.
- *IIC principal y subordinada*. La IIC subordinada debe invertir, al menos, el 85% de su patrimonio en otra IIC, que se denomina IIC principal.
- *IIC que invierten mayoritariamente en otras IIC*.
- *IIC, cuyo objetivo es replicar, reproducir o tomar como referencia un índice bursátil o de renta fija* que sea representativo de uno o varios mercados, o de valores negociados en ellos. Dentro de estas IIC se encuentran los fondos de inversión cotizados y las SICAV índice cotizadas.

En función de su vocación inversora, las IIC financieras se incluyen, a su vez, en las siguientes categorías: monetaria, renta fija euro, renta fija internacional, renta fija mixta euro, renta fija mixta internacional, renta variable mixta euro, renta variable mixta internacional, renta variable euro, renta variable internacional, IIC de gestión pasiva, garantizado de rendimiento fijo, garantizado de rendimiento variable, de garantía parcial, de retorno absoluto y global.

Las *IIC de carácter no financiero* son aquéllas que tienen por objeto la inversión en activos e instrumentos no financieros. Pueden ser:

- *IIC mobiliarias*. Tienen por objeto principal la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento. En función de su forma jurídica, pueden ser Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) o Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII).
- *Otras IIC no financieras no tipificadas*.

### Según su estructura

Se distingue entre las IIC que contienen compartimentos y las que no. Las *IIC con compartimentos* son aquellas en las que bajo un único contrato constitutivo y reglamento de gestión se agrupan dos o más compartimentos. Es decir un único fondo o sociedad puede tener varios compartimentos, cada uno de ellos emite sus propias participaciones/acciones o diferentes clases de participaciones/acciones, que se pueden diferenciar, entre otros aspectos, por la divisa, por el comercializador, por la política de inversión, por las comisiones o valores liquidativos, etc., pudiendo cambiar el partícipe/accionista dentro de la misma IIC sin tener que cambiarse a otra. De este modo la parte del capital correspondiente a cada compartimento de la sociedad responderá exclusivamente de los costes, gastos y obligaciones atribuidos expresamente a un compartimento y de los que no hayan sido atribuidos expresamente a un compartimento, en la parte proporcional que se establezca en los estatutos sociales.

### Según la manera en que proporcionan liquidez

Siguiendo este criterio se diferencia entre IIC abierta o cerrada.

*En las IIC abiertas* el patrimonio puede variar por la compra o venta de participaciones por parte de los inversores. A petición del tenedor, los títulos representativos del patrimonio de la institución pueden ser recomprados o reembolsados directa o indirectamente con cargo a los activos de la propia institución.

*En las IIC cerradas* el patrimonio está predeterminado y se pretende mantener constante a lo largo del tiempo de manera que una vez colocadas las participaciones/acciones no se pueden comprar ni vender hasta la disolución o hasta la finalización del plan de inversiones.

### Según la normativa aplicable

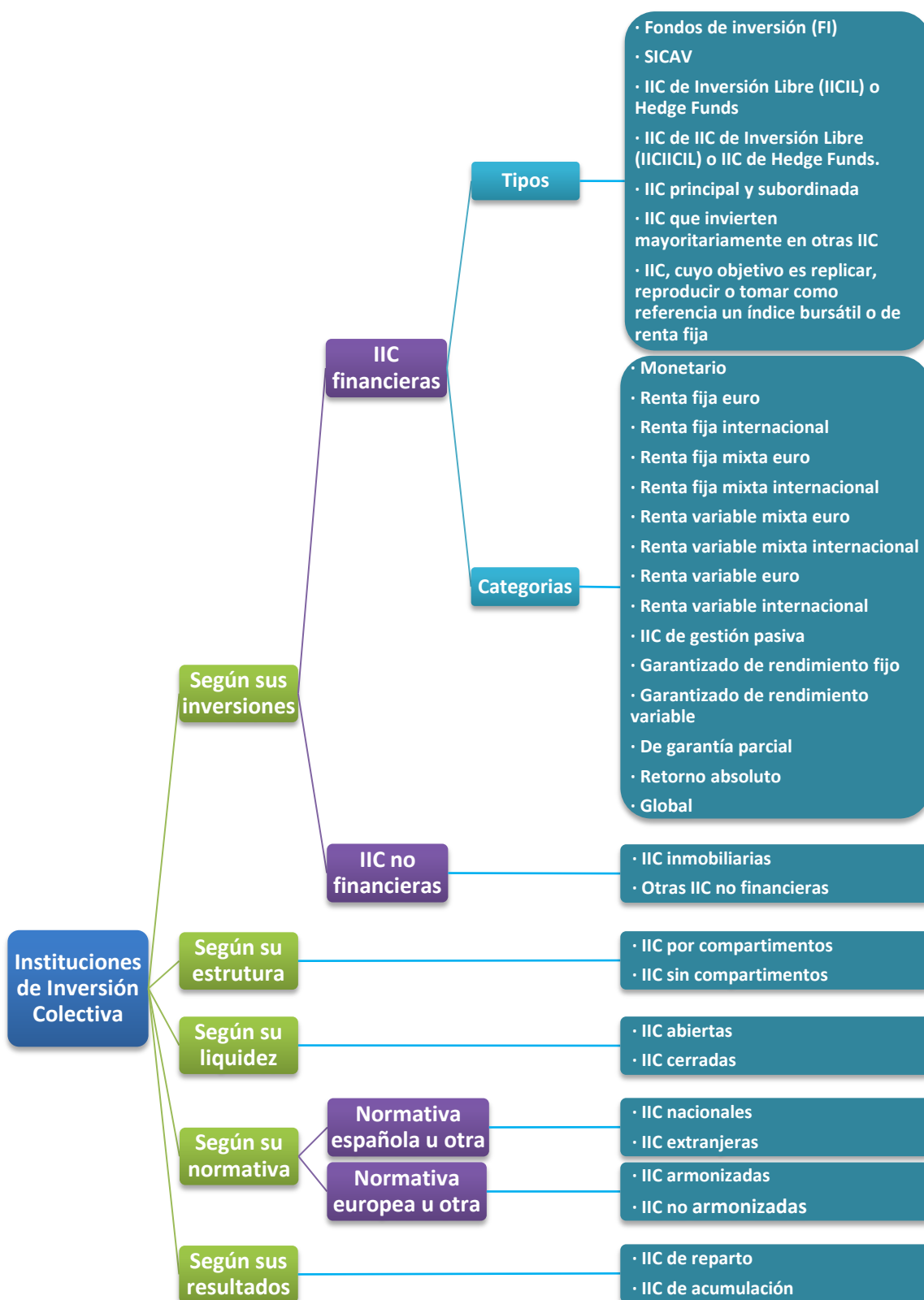
Las IIC se diferencian adicionalmente en función de su adaptación a la normativa de referencia. Se puede distinguir, pues, su sometimiento a la:

- Normativa española de IIC
  - *IIC españolas*. Son las sociedades con domicilio en España y los fondos constituidos en España por tanto sujetas a la normativa española sobre IIC.
  - *IIC extranjeras*. Son las distintas a las anteriores. En el caso que puedan comercializarse en España, tienen que cumplir lo establecido en la LIIC y el RDIIC.
  
- Normativa europea de IIC
  - *Las IIC armonizadas*. Son IIC autorizadas en un Estado Miembro de la Unión Europea de acuerdo con la directiva 2009/65/CE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas.
  - *Las IIC no armonizadas*. Son IIC domiciliadas en un Estado Miembro de la Unión Europea que no cumplen los requisitos establecidos en la Directiva 2009/65/CE e IIC domiciliadas en Estados no miembros de la Unión Europea.

### Según el destino de los resultados

- *IIC de acumulación*. Son IIC cuyos rendimientos se capitalizan, por lo que pasan a formar parte del patrimonio de la institución, únicamente son percibidos por el inversor en caso de traspaso o reembolso de los títulos.
  
- *IIC de reparto*. IIC que prevé la distribución periódica total o parcial de los rendimientos obtenidos en forma de dividendos.

**ILUSTRACIÓN 11: ESQUEMA-RESUMEN TIPOS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.**



Fuente: Inverco y elaboración propia (2012)

### **3.1.4 Principales intervinientes**

Las Instituciones de Inversión Colectiva precisan del concurso de otras entidades para su constitución, incluso en algunos casos, la existencia de estas otras entidades puede resultar imprescindible para su correcto funcionamiento, puesto que así se requiere legalmente, así ocurre en el caso de los fondos de inversión los cuales necesitan completar su esquema jurídico con una sociedad gestora que asuma las funciones de gestión y administración de la IIC y con un depositario que desempeñe las funciones de custodia de los valores integrantes del activo de la IIC y, adicionalmente, ejerza unas facultades de control y supervisión sobre la gestora. Por su lado las SICAVs no tienen la obligatoriedad de la concurrencia de las gestoras, sino que pueden ser gestionadas por una institución habilitada a tal efecto o por ellas mismas si cuentan con los medios necesarios.

#### *3.1.4.1 Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC)*

Las SGIIC son sociedades anónimas, cuyo objeto social debe consistir en la administración, representación, gestión de las inversiones y de las suscripciones y reembolsos de los fondos y sociedades de inversión, sin llegar a atribuirse en ningún momento facultades de dominio, siendo todas ellas actividades reservadas a las SGIIC.

Adicionalmente, las Sociedades gestoras podrán ser autorizadas a realizar las siguientes actividades:

- Gestión discrecional e individualizada de carteras de inversiones, incluidas las de fondos de pensiones.
- Administración, gestión y comercialización de fondos de capital riesgo.
- Asesoramiento de inversiones.
- Custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión o de las acciones de las sociedades de inversión.
- Comercialización de acciones y participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva.

Las sociedades gestoras deben actuar en beneficio de los partícipes o accionistas de las instituciones de inversión colectiva cuyos activos administren y las comisiones que perciban están limitadas. Por tanto, la sociedad gestora será responsable de los perjuicios ocasionados a los partícipes/accionistas por incumplimiento de sus obligaciones legales, estando obligadas a resolver sus reclamaciones, para lo cual deben contar con un servicio de atención al cliente.

Las sociedades gestoras son autorizadas por el Ministerio de Economía a propuesta de la CNMV, previa presentación de la solicitud la cual debe ir acompañada del proyecto de estatutos y de una memoria. Para acceder a su actividad, se establecen, entre otros, requisitos de honorabilidad de los cargos de administración y de idoneidad de los accionistas con participación significativa y dirección, así como adecuación de la organización administrativa y contable y de sus medios humanos y técnicos. Además también se establecen unos requisitos de solvencia y determinadas prohibiciones. Incluso, en ocasiones asume obligaciones de información a la CNMV y a los partícipes/accionistas.

### *3.1.4.2 Los Depositarios*

Los depositarios de IIC pueden ser bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, sociedades y agencias de valores. Todos ellos deben ostentar la condición de entidad participante en los sistemas de compensación, liquidación y registro en los mercados en los que vayan a operar. Asimismo, deben tener su domicilio social o una sucursal, en España.

Este tipo de entidades se encargan de realizar las funciones, por un lado, de depósito y administración de valores, de este modo, reciben los valores de las IIC y los constituyen en depósito, garantizando su custodia y expidiendo sus resguardos justificativos, además también reciben y custodian los activos de las IIC; y por otro lado, de vigilancia y supervisión de las sociedades gestoras (SGIIC) y, en su caso, de los administradores de las SICAVs elaborando semestralmente un informe a la CNMV sobre el cumplimiento de dichas funciones de vigilancia y supervisión, en el que pondrán de manifiesto la exactitud, calidad y suficiencia de la información que les remita la SGIIC o, en su caso, los administradores de la SICAV.

Cada IIC tendrá un solo depositario que no podrá ser simultáneamente gestora de esa misma IIC, salvo en los supuestos excepcionales.

Los depositarios requieren autorización por la CNMV e inscripción en el registro de la misma. Sus cargos de administración o dirección deben reunir los requisitos de idoneidad establecidos en su legislación específica y el director general o asimilado del que dependa el área de depositario de IIC ha de tener conocimientos y experiencia adecuados en el mercado de valores.

### **3.1.5 Principios jurídicos y financieros de la regulación de las IIC**

A continuación se enumeran los principios en los que se sustenta y se basa la regulación en materia de Instituciones de Inversión Colectiva.

*1-Patrimonio independiente*, ya sea en forma de fondo o de sociedad. La responsabilidad solo alcanza el límite de sus aportaciones, en contraposición el fondo o la sociedad no responderá de las deudas de los partícipes, gestores o depositarios.

*2-Exigencia de depositario independiente.*

*3-Idoneidad de los gestores.*

*4-Delegación de funciones*, el gestor podrá delegar determinadas funciones, en determinadas supuestos, en terceras entidades.

*5-Conflictos de interés*, la normativa presta especial atención en las relaciones entre gestora y depositario y entre los partícipes y éstos con la IIC.

*6-Comisiones y gastos*. Las gestoras y los depositarios pueden recibir comisiones de gestión y de depósito, además también pueden recibir comisiones por suscripción y reembolso.

*7-Número mínimo de partícipes/accionistas y patrimonio mínimo*

El número mínimo de inversores no puede ser inferior a 100. Aunque en las IIC por compartimentos el mínimo puede ser de 20 en cada compartimento sin embargo el número total de la IIC debe sumar esos 100.

**ILUSTRACIÓN 12: PATRIMONIO/CAPITAL MÍNIMO.**

	Sin compartimentos	Con compartimentos
FI financieros	3 millones €	600.000 € por compartimento 3 millones € total Fondo
SI financieras	2,4 millones €	480.000 € por compartimento 2.4 millones € total Sociedad
FI y SI inmobiliarios	9 millones €	2,4 millones € por compartimento 9 millones total FII o SII

Fuente: Inverco (2012)

*8-Valoración del patrimonio y precio en suscripciones y reembolso.* La valoración del patrimonio debe hacerse a precios de mercado conforme a unas reglas homogéneas. Con respecto a las suscripciones y reembolsos se llevan a cabo en efectivo.

*9-Suscripción y reembolsos. Adquisiciones y enajenaciones.* El pago de los reembolsos será por norma general en un plazo máximo de tres días hábiles, excepcionalmente el plazo podrá ser de cinco días e incluso diez en función de la cuantía a reembolsar. En el caso de las SICAVs la periodicidad establecida para poder realizar compras o ventas de acciones es diaria, según las normas de contratación bursátil. En los casos de suscripciones y reembolsos, cuando el importe obtenido como consecuencia del reembolso o transmisión de participaciones/acciones en IIC se destine a la adquisición o suscripción de otras acciones/participaciones en IIC, el inversor gozará de un régimen especial de diferimiento fiscal.

*10-Inversiones. Activos aptos. Liquidez de las inversiones.* Las IIC deberán, tener liquidez suficiente, según la naturaleza de la institución, del partícipe/accionista y de los activos en los que se invierta; limitar la concentración del riesgo de forma que se garantice la suficiente diversificación; y deberán definir claramente su perfil de inversión, que habrá de quedar reflejado en los documentos informativos.

*11-Comercialización y difusión de información.* Atendiendo a este criterio se exige la elaboración y publicación tanto de un folleto informativo previo como de información económica periódica (debe estar auditada) que permita alcanzar al partícipe/accionista un juicio formado sobre la inversión propuesta y sobre la evolución de la IIC. En este sentido cobra especial importancia el denominado documento de información al



inversor, en el cual constará, la identificación de la IIC, la descripción de sus objetivos y política de inversión, los rendimientos históricos o escenarios de rentabilidad, los costes y gastos asociados y el perfil riesgo/remuneración de la inversión.

12-Obligaciones frente a terceros. Posibilidad de endeudamiento de las IIC. Generalmente y con el fin de garantizar su solvencia, las IIC tienen limitaciones en su operativa, en especial en sus obligaciones frente a terceros. De este modo, si bien cabe la posibilidad de endeudarse, solo podrá hacerse ante, dificultades de tesorería y con un límite máximo del 10% de su activo y un plazo inferior a un mes y para la adquisición de activos con pago aplazado. Dada su naturaleza de IIC éstas tienen prohibida, la recepción de fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas.

13-Derechos del inversor. Con la premisa de que nos encontramos ante patrimonios que son propiedad de los partícipes/accionistas, aunque poseídos por el gestor el inversor cuenta con una serie de derechos, destacan, el derecho al reembolso de las participaciones, el derecho de voto en sociedades, el de separación en fondos y un derecho amplio de información.

### **3.3 MARCO TEORICO-JURIDICO DE LA SICAV**

Como se ha dicho anteriormente el desarrollo y la actividad de las SICAVs queda regulado principalmente por la Ley 35/2003 de 4 de noviembre y en su reglamento de desarrollo, el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio (RDIIIC), en el cual se recogen las modificaciones necesarias para adaptar nuestra normativa a la Directiva 2009/65/CE y sus posteriores modificaciones. De este modo, esta normativa define a las SICAVs como aquellas instituciones de inversión colectiva que adoptan la forma de sociedad anónima y cuyo objeto social sea la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

La principal diferencia con cualquier otro tipo institución de inversión colectiva es su forma jurídica societaria, dotándolas así de personalidad jurídica, por lo que además, las SICAVs también están sujetas a la Ley de Sociedades de Capital. Por tanto nos encontramos ante una sociedad mercantil la cual tendrá que cumplir un conjunto de

requisitos y características teórico-jurídicas que será iguales a los que tiene que cumplir cualquier sociedad anónima común salvo algunas especialidades.

### **3.3.1 Requisitos y características**

Las SICAVs son sociedades anónimas, por lo deberán contar con una junta general de accionistas y un consejo de administración, que desempeña las funciones de dirección. La gestión de los activos de la sociedad, bien en su totalidad, bien en una parte expresamente determinada, la puede desempeñar tanto la propia sociedad, a través de la junta y el consejo cuando así lo prevean los estatutos o lo decida la junta general o el consejo de administración, como una o varias sociedades gestoras (SGIIC) o una o varias entidades habilitadas para ello. En el caso que se opte por una administración propia, se exige, contar con una buena organización administrativa y contable, que quienes ostenten cargos de administración o dirección posean una reconocida honorabilidad empresarial o profesional y gocen de experiencia y conocimientos adecuados, así como un reglamento interno de conducta.

Conforme a la legislación de sociedades de capital, deben existir unos estatutos sociales en donde se hará constar claramente el objeto social, en el caso de la SICAV debe coincidir con el descrito en el artículo 1 de la LIIC, y el modo o modos de administrar la sociedad. Particularmente en las SICAVs, además, debe recogerse necesariamente la designación del depositario, la declaración, en su caso, de la posibilidad de crear compartimentos, así como la cifra de capital inicial y su capital máximo, que no podrá superar en más de diez veces el capital inicial, expresando, en uno y otro caso, el número de acciones y, en su caso, las series, en que se divida el capital y el valor nominal de aquéllas.

El capital inicial de las SICAVs debe estar íntegramente suscrito y desembolsado desde el momento de su constitución.

La denominación de las sociedades de inversión deberá ir seguida de la expresión “Sociedad de Inversión de Capital Variable”, o bien de las siglas “SICAV” de acuerdo con el artículo 29 de la LIIC

Como se ha dicho anteriormente el número mínimo de accionistas no podrá ser inferior a cien y el capital social mínimo será de 2.400.000€. Aunque en el caso de las SICAVs por compartimentos, (*véase punto 3.1.3, según su estructura*) se impone un mínimo de

20 accionistas y 480.000€ de capital social por compartimento, sin perjuicio de cumplir los mínimos globales.

La principal particularidad de las sociedades de inversión reside en la variabilidad de su capital social, por lo que éste puede ser susceptible de aumentar o disminuir dentro de los límites del capital máximo o mínimo fijados en sus estatutos, mediante la venta o adquisición por la sociedad de sus propias acciones, sin necesidad de acuerdo de la junta general. Esta variabilidad en su capital comporta las siguientes especialidades funcionales:

- Las acciones representativas del capital estatutario máximo que no estén suscritas o que hayan sido compradas posteriormente por la sociedad, se mantendrán en cartera hasta que sean puestas en circulación por los órganos gestores. Las acciones propias adquiridas por la sociedad deberán estar en manos del depositario.
- La sociedad deberá reducir obligatoriamente el capital, reduciendo el valor nominal de sus acciones en circulación, cuando el patrimonio social hubiere disminuido por debajo de los 2/3 del capital en circulación, siempre que haya transcurrido un año sin que se haya recuperado el patrimonio.
- Si no existiesen bastantes acciones propias adquiridas por la SICAV para atender la obligación de vender sus propias acciones, la SICAV debe poner en circulación acciones suficientes hasta alcanzar, si ello fuera necesario, el capital máximo estatutario establecido.
- El valor liquidativo de cada acción resulta de dividir el patrimonio de la SICAV entre el número de acciones en circulación. Las acciones se emitirán y recompraran por la propia SICAV a solicitud de cualquier interesado según el valor liquidativo del día de la solicitud, pudiendo ser comercializada por la sociedad según el procedimiento de negociación que considere (véase punto 3.3.2).
- Cuando la sociedad no pueda atender las obligaciones anteriores por carecer de acciones en cartera y estar ya desembolsado el capital estatutario máximo, la sociedad declarará esta circunstancia como hecho relevante y su consejo de administración propondrá que se acuerde en la próxima junta ordinaria de accionistas el aumento de su capital estatutario.

- La adquisición por la SICAV de sus acciones propias, entre el capital inicial y el capital estatutario máximo, no estará sujeta a las limitaciones a la adquisición derivativa de acciones propias de la LSC, de manera que no precisan la autorización de la junta general, ni someterse a los límites sobre el capital social ni constituir reserva indisponible, por debajo de dicho capital mínimo, estará sometida a la LSC.
- La adquisición de acciones por la propia SICAV no pueden realizarse a un precio superior al valor liquidativo de la acción, ni tampoco venderlas a un precio inferior a su valor liquidativo.
- Los derechos políticos que conllevan las acciones adquiridas por la propia SICAV y las acciones representativas del capital estatutario máximo que no estén suscritas quedan suspendidos. Los derechos económicos de estas mismas acciones serán atribuidos proporcionalmente al resto de acciones.
- Los accionistas de la sociedad no gozarán en ningún caso del derecho de suscripción preferente en la emisión de las nuevas acciones.
- Quedan prohibidas las remuneraciones o ventajas de los fundadores y promotores reguladas en la LSC.

La constitución de las SICAVs requiere la autorización de la CNMV, la cual una vez iniciada la actividad de la sociedad realizará tareas de tutela y control. Así pues, no solo debe inscribirse en el registro mercantil, sino que a continuación debe presentar testimonio de la misma para su inscripción en la CNMV en su registro administrativo. La CNMV cuenta con un conjunto de documentos normalizados para los actos más relevantes de la vida jurídica de las sociedades de inversión. A continuación se enumera la documentación a presentar en cada fase, tal y como consta en la CNMV.

### **1. Autorización proyecto de constitución.**

- Solicitud de autorización del proyecto de constitución.
- Memoria explicativa del proyecto de constitución.
- Estatutos sociales.
- Modelo declaración conjunta Sociedad - entidad con la que se acuerda la gestión de activos (No necesario en aquellas sociedades de inversión que

tengan otorgada la gestión administración y representación a una o varias sociedades gestoras).

- Certificado acerca de la legitimidad de los fondos aportados y la honorabilidad comercial de los aportantes.
- Solicitud de admisión a negociación en Bolsa de las acciones de la sociedad. (No es necesario si las acciones van a ser negociadas en MAB).
- Memoria de medios para sociedades autogestionadas (que incluya explicación organización administrativa y contable, procedimientos de gestión de riesgos, mecanismos de control y seguridad en el ámbito informático y órganos y procedimientos para prevención blanqueo de capitales).

**2. Modificación proyecto de constitución (no requerirán autorización las modificaciones consideradas de escasa relevancia).**

- Solicitud de modificación de proyecto.
- Memoria explicativa.
- Estatutos sociales normalizados.

**3. Modificación estatutos (no requerirán autorización las modificaciones consideradas de escasa relevancia).**

- Solicitud de autorización, con justificación de la modificación en caso de no aportar acuerdos de Junta de accionistas.
- Redacción propuesta de los artículos afectados.

**4. Inscripción en el registro de la CNMV. Verificación, en su caso, de la admisión a negociación en bolsa de valores.**

- Solicitud de inscripción de la Sociedad en el registro correspondiente de la CNMV.
- Testimonio notarial de la escritura pública de constitución de la Sociedad inscrita en el Registro Mercantil.
- Folleto explicativo y documento con los datos fundamentales para el inversor de la Sociedad (remitido por vía telemática mediante el sistema CIFRADO/CNMV).

- Envío telemático de la composición del consejo de administración mediante el sistema CIFRADO/CNMV.
- Certificado que acredite la existencia de al menos cien accionistas. (Sólo en sociedades admitidas a negociación en Bolsas de Valores)

#### **5. Inscripción de modificación de estatutos sociales.**

- Comunicación de la modificación de los Estatutos Sociales (Sede electrónica, trámite ERI).
- Escritura pública de la modificación estatutaria inscrita en el Registro Mercantil (exclusivamente en el caso de que la modificación haya sido objeto de autorización previa por la CNMV).

#### **6. Actualización folleto.**

- Folleto y documento con los datos fundamentales para el inversor de la sociedad (remitido por vía telemática mediante el sistema CIFRADO/CNMV).

#### **7. Inscripción otorgamiento y/o revocación del acuerdo de la gestión de activos.**

- Solicitud de inscripción y/o revocación del acuerdo de gestión.

#### **8. Autorización e inscripción/revocación delegación de la gestión de los activos por parte de las entidades que tengan encomendada la gestión.**

- Solicitud de autorización e inscripción/revocación para subcontratar con una tercera entidad financiera la gestión de los activos de la sociedad.
- Declaración conjunta de la entidad gestora designada y de la entidad en la que se delegará la gestión de los activos.

#### **9. Variaciones en los miembros del consejo de administración, directores generales o asimilados.**

- Envío telemático de los nombramientos y ceses de los miembros del consejo de administración mediante el sistema CIFRADO/CNMV.

## **10. Delegación de funciones de sociedades de inversión que no hayan encomendado su gestión, administración y representación a una SGIIC.**

- Comunicación de otorgamiento de acuerdos de delegación.
- Comunicación de rescisión de acuerdos de delegación.

En materia informativa y de publicidad, como regla general se informará de cualquier hecho relevante relacionado con la sociedad, para ello la CNMV cuenta con los modelos normalizados vistos en párrafos anteriores. Si bien, cabe destacar la obligatoriedad de la elaboración del llamado “folleto” en sus dos versiones, completo y simplificado y los informes periódicos con periodicidad anual, semestral y trimestral.

- El folleto debe contener entre otra información, los estatutos, el reglamento, los gastos y comisiones, la identificación del depositario y, en su caso, de la gestora, la política de inversión, el perfil del tipo de inversor al que va dirigido, las clases de participaciones o de series de acciones que existan, la existencia de compartimentos, una descripción de los objetivos financieros y de rentabilidad, etc.
- El informe anual debe contener básicamente las cuentas anuales y el informe de gestión y las conclusiones de la auditoría. Por su parte los informes trimestral y semestral incluirán información sobre el estado patrimonial, el número de participaciones y acciones en circulación, el valor neto de inventario por acción, la cartera de títulos, los movimientos en los activos, el cuadro comparativo de los últimos tres ejercicios y la totalidad de los gastos de la sociedad.

Como se ha dicho en ocasiones anteriores las SICAVs y en su conjunto las instituciones de inversión colectiva son un instrumento de canalización de ahorro de particulares e inversores institucionales, por este motivo la legislación española es tremendamente garantista en aras a asegurar la solvencia de las inversiones con el fin último de proteger a los inversores. En sentido la LIIC enumera claramente todo un extenso conjunto de activos e instrumentos financieros en los que las SICAVs pueden invertir. Además establece las siguientes restricciones a la inversión:

- Un **coeficiente de liquidez** mínimo del 3% de su patrimonio.

- Un **coeficiente de diversificación**. No puede invertir más de un 5% de su patrimonio en valores emitidos o avalados por una misma sociedad. Aunque se puede ampliar a un 10% siempre que la inversión en los emisores en los que se supere el 5% no exceda del 40% del patrimonio de la SICAV.
- Un **coeficiente de inversión**. Al menos el 90% del activo estará invertido en valores mobiliarios admitidos a cotización en mercados organizados reconocidos oficialmente.
- Un **coeficiente de endeudamiento** por el cual no podrán, por lo general, endeudarse más allá de un 10% de su activo.

Si bien es cierto la normativa en cuanto a las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero y por consiguiente a las sociedades de inversión es mucho más extensa en aspectos como los relativos a las condiciones de acceso y ejercicio a la actividad, la comercialización transfronteriza de las IIC, los requisitos de información, publicidad y contabilidad, las normas sobre inversiones, y el régimen de disolución, liquidación, transformación, fusión, escisión y traspaso de participaciones y acciones, en este punto se ha pretendido dar una visión global de las SICAVs haciendo especial hincapié en los aspectos que diferencian a éstas con las sociedades comunes y con los fondos de inversión

### 3.3.2 Procedimientos de negociación de acciones de SICAVs

El derecho de separación que puede ejercer en cualquier momento el accionista de una SICAV garantiza una liquidez de la inversión, que es una de las características más específicas de este tipo de sociedades. Para dotar de liquidez a las acciones de la sociedad el RIIC establece tres procedimientos.

#### Admisión a negociación en Bolsa

Las SICAVs, si así lo desea, pueden solicitar la admisión a negociación de sus acciones en la Bolsa de Valores, asumiendo de este modo las siguientes obligaciones.

- Si el precio de adquisición o venta de sus acciones es, respectivamente, inferior o superior a su valor liquidativo ( $VL = total\ activos - pasivos$ ) la SICAV comprará o venderá sus propias acciones en operaciones de contado, sin



aplazamiento de liquidación, en la Bolsa, bien en la contratación normal bien mediante oferta pública de adquisición o venta:

- Cuando la diferencia entre el valor liquidativo por acción y la cotización oficial sea superior al 5% de aquél durante tres días consecutivos, hasta conseguir que la diferencia se sitúe por debajo de ese porcentaje.
  - Cuando hayan existido posiciones compradoras o vendedoras no atendidas durante siete días consecutivos.
- Las operaciones de adquisición y venta que realice la sociedad sobre sus propias acciones deberán realizarse a un precio que, sin que suponga desviaciones sensibles respecto de su valor liquidativo, sea desconocido y resulte imposible de estimar de forma cierta.
- Si por cualquier causa resultaran las acciones excluidas de negociación en Bolsa, la SICAV garantizará al accionista que pretenda realizar sus acciones el reintegro del valor liquidativo de éstas, fijado en función de los cambios medios del último mes de cotización, a través de una oferta pública dirigida a todos los accionistas. La oferta pública de adquisición se realizará por un precio igual al valor liquidativo del día en que el reintegro se ejecute.

#### *Incorporación a otros mercados o sistemas organizados de contratación de valores*

La vigente Ley de Instituciones de Inversión Colectiva de 2003 deja de exigir a las SICAVs su cotización en Bolsa, que queda como una opción para la negociación de sus acciones y remite al Reglamento de desarrollo de dicha ley el establecimiento de procedimientos alternativos de liquidez.

En este sentido el grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME) ha intentado dar respuesta a esta nueva situación con el diseño e implementación de un nuevo sistema de negociación, compensación y liquidación que se adecue no solo a estas SICAVs sino también a valores de pequeña y mediana capitalización. De este modo se creó a petición de la CNMV un Sistema Organizado de Negociación (SON) denominado Mercado Alternativo Bursátil (MAB) por lo general menos exigente en sus requisitos de entrada que la Bolsa. Este mercado tiene básicamente dos modalidades de negociación de las acciones de las SICAVs:

**1- Modalidad de negociación mediante fijación de precios únicos o “fixing”.**

Sistema de subasta que consiste en un sistema de fijación de precios mediante la confluencia de la oferta y la demanda en un periodo de subasta. Los precios se fijan a las 12 horas y a las 16 horas. En esta modalidad, la SGIIC no puede actuar directamente en el mercado, tiene que hacerlo a través de un intermediario y tiene que introducir precio y volumen.

**2- Modalidad de comunicación de operaciones a valor liquidativo.** Permite introducir posiciones y realizar operaciones al valor liquidativo que informan las Sociedades Gestoras de cada SICAV. A diferencia de la modalidad anterior, aquí no se configura un libro de órdenes. Lo que ocurre, por el contrario, es que los miembros del MAB introducen posiciones (órdenes) que quedan en espera de un precio (el valor liquidativo que enviará la Gestora), al cual se cruzarán las operaciones.

Destacar que la negociación en el MAB es la vía escogida por la práctica totalidad de las SICAVs.

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

Si no solicita la admisión a negociación en ninguno de los dos supuestos anteriores la SICAV debe adquirir y vender dichas acciones desde el mismo momento en que se solicite por los interesados a un precio igual al valor liquidativo que corresponda a la fecha de solicitud, en los términos previstos para los FI financieros.

La sociedad podrá realizar estas operaciones directamente o a través de intermediarios habilitados.

## **3.4 MARCO FISCAL DE LA SICAV**

El régimen fiscal que poseen las SICAVs es posiblemente su rasgo más polémico y controvertido. A continuación se especificará tanto la tributación a la que está sometida la propia SICAV como sociedad mercantil que es, como la tributación que tienen que soportar los accionistas de la SICAV.

### **3.4.1 Tributación de la SICAV**

#### **Impuesto sobre sociedades**

Las SICAVs, no dejan de ser, esencialmente, sociedades anónimas comunes con personalidad jurídica propia y carácter mercantil por lo que en materia tributaria están sujetas por la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (LIS).

Su condición de contribuyente del Impuesto sobre Sociedades (IS) queda clara en vistas a lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 7 de la LIS, puesto que identifica como sujeto pasivo del impuesto de sociedades a las personas jurídicas, siendo así las SICAVs una sociedad anónima con personalidad jurídica propia.

En cuanto al cálculo de la base imponible del IS para las sociedades de inversión no existe ninguna medida especial por lo que se rige por la normativa de contenido general. Conociendo el objeto social de las SICAVs la base imponible vendrá determinada por los ingresos y gastos procedentes de sus inversiones financieras, de este modo la base imponible coincidirá con el resultado contable con algunas excepciones en las que se prevé un ajuste extracontable.

En el caso del tipo de gravamen, las SICAVs, entre otras instituciones de inversión colectiva, sí cuentan con un tipo reducido especial del 1%. diferente al tipo general del 25%. De este modo según el artículo 29.4 de las Ley del IS el tipo de gravamen del 1% será aplicable a *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.*

El poder tributar al 1% en el impuesto sobre sociedades, implica, según dispone el artículo 52.1 de la LIS, la imposibilidad de aplicar las deducciones por doble imposición internacional previstas en los artículos 31 y 32 de la LIS y la exención para evitar la doble imposición económica internacional sobre dividendos y rentas de fuente extranjera derivadas de la transmisión de valores representativos de los fondos propios de entidades no residentes en territorio español prevista en el artículo 21 de la LIS. En los casos en los que la CNMV revoque o suspenda la autorización a las SICAVs por no cumplir los requisitos, dando lugar a la pérdida de la posibilidad de aplicar el tipo de gravamen del 1%, éstas sí podrán disfrutar de las deducciones y exenciones anteriormente descritas.

Con el fin de evitar que las SICAVs soporten una carga tributaria superior al 1% al obtener la devolución de las retenciones y pagos fraccionados practicados en exceso ya que la imposibilidad de aplicar las bonificaciones fiscales por doble imposición anteriores no afecta a las retenciones y pagos fraccionados, la Ley IS prevé en su

artículo 52.2 la devolución, de oficio, del exceso de los pagos fraccionados anticipados y de las retenciones e ingresos a cuenta practicados en exceso sobre los ingresos.

### **Otros impuestos**

Vista su naturaleza societaria y las actividades económicas que realizan las SICAVs, a priori, se podría afirmar con rotundidad que son sujetos pasivos o contribuyentes de otros impuestos como el Impuesto del Valor Añadido (IVA), el Impuesto sobre Actividades Económicas (IAE) o el impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (ITP y AJD). Tras varias resoluciones de la Dirección General de Tributos (DGT) está, ha considerado que no procede a las SICAVs tributación alguna por el IAE y el IVA. Por su parte según el artículo 45.21.1 de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados quedan expresamente exentas las operaciones de constitución y aumento de capital de las sociedades de inversión de capital variable reguladas en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, así como las aportaciones no dinerarias a dichas entidades.

### **3.4.2 Tributación de los accionistas**

Los accionistas de una institución de inversión colectiva y por extensión de una SICAV pueden ser, tanto ahorradores individuales, es decir personas físicas, como otras sociedades o entidades con personalidad jurídica propia, es decir personas jurídicas. En función de la personalidad que tenga estarán sujetos al Impuesto sobre la Renta de Personas Físicas (IRPF) o al Impuesto sobre Sociedades (IS) respectivamente.

Como en el caso anterior, la tributación, por parte de los accionistas, de las rentas obtenidas de las IIC también poseen un régimen especial. En este sentido la Ley del IS en su artículo 53 y la ley del IRPF en su artículo 94 nos indica que los socios o partícipes de las IIC reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y de ciertas IIC armonizadas tributarán en el IRPF o en el IS, según corresponda, por los siguientes conceptos:

- Las rentas derivadas de la transmisión de acciones o participaciones o del reembolso de estas.
- Los dividendos o participaciones en beneficios distribuidos por las SICAVs. sin que les resulte posible aplicar la exención, ni las deducciones para evitar la doble imposición.

Por un lado, los accionistas sujetos al IS atendiendo a lo dispuesto en la Ley del IS integrarán en su base imponible las rentas obtenidas por la transmisión de acciones o participaciones y el reembolso de participaciones y los dividendos obtenidos, tributando por ello al tipo de gravamen que correspondan, generalmente, El 25% a partir del 1 de enero de 2015, aunque en estos años últimos años de recesión ha sido superior temporalmente por ejemplo este 2015, el tipo de gravamen será de un 28% sobre la base imponible.

Por otro lado, los accionistas sujetos al IRPF, en las rentas derivadas de la transmisión de acciones o participaciones o del reembolso de participaciones, las ganancias y pérdidas patrimoniales (diferencia entre el valor de transmisión y el valor de adquisición de las acciones) se integrarán y compensarán en la base imponible del ahorro, conforme a lo establecido en la normativa del IRPF. En lo que respecta a los resultados distribuidos por la SICAV (dividendos) se consideran como rendimientos de capital mobiliario por lo que también se integran en la base del ahorro. Dicha base tributará a un tipo de gravamen que dependerá de la propia cuantía de la base. A continuación se muestran los tipos de gravamen, remarcar que en vista de la situación de recesión y en aras de aumentar la recaudación, el gobierno aprobó temporalmente modificaciones temporales de dichos tipos de gravamen.

**ILUSTRACIÓN 13: TIPOS DE GRAVAMEN BASE LIQUIDABLE DEL AHORRO.**

Base liquidable del ahorro	Tipo general	Incremento gravamen 2012-2014	Total tipo 2012-2014	Base liquidable del ahorro 2015	Tipo 2015
Hasta 6.000€	19%	2%	21%	Hasta 6.000€	20%
6.000€-2.4000€	21%	4%	25%	6.000€-50.000€	22%
24.000€ en adelante	21%	6%	27%	50.000€ en adelante	24%

Fuente: Elaboración propia (2015)

La actual Ley 35/2006, de 28 de noviembre del Impuesto sobre la Renta de Personas Físicas (Ley del IRPF) es la encargada de regular lo visto anteriormente relativo a este impuesto. Como nota importante resaltar que la Ley del IRPF, según consta en el artículo 94.1, permite el diferimiento de la tributación de las rentas *cuando el importe obtenido como consecuencia del reembolso o transmisión de participaciones o acciones en IIC 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. Para poder aplicar este régimen de diferimiento, en el caso de las transmisiones de*

acciones de una SICAV la ley exige que el número de socios de la IIC cuyas acciones se transmitan sea superior a 500 y a su vez 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.

Además de tributar por los dos conceptos anteriormente identificados, como novedad importante la Ley 39/2010 introduce, con carácter indefinido, la obligatoriedad de tributar por las rentas obtenidas cuando se produzca, una reducción de capital con finalidad devolución de aportaciones y una distribución de la prima de emisión. En el caso del socio persona jurídica, dichas rentas se integran en la base imponible el importe total percibido en la reducción de capital con el límite del aumento del valor liquidativo de las acciones desde su adquisición o suscripción hasta el momento de la reducción de capital social, sin derecho a deducción en la cuota íntegra. Por otro lado el socio persona física imputará como rendimiento del capital mobiliario el importe de la reducción, (se integra en la base del ahorro) con el límite de la mayor de las siguientes cuantías:

- El aumento del valor liquidativo de las acciones desde su adquisición o suscripción hasta el momento de la reducción de capital social.
- Cuando la reducción de capital proceda de beneficios no distribuidos, el importe de dichos beneficios.

Por último, se aplica con carácter general una retención del 19% (21% en los últimos tres años) a las plusvalías obtenidas en la transmisión o reembolso. Aunque existen, tanto en IS como en IRPF, exenciones en las retenciones a las plusvalías obtenidas de la transmisión o reembolso de las sociedades cotizadas.

## **3.5 EUROPA Y LAS SICAVS**

### **3.5.1 Normativa europea**

Como todo el mundo sabe la entrada de España a la Unión Europea (1986) supuso entre otras cosas la adaptación de la normativa española a la normativa vigente europea en todo tipo de campos y el sometimiento a todos los acuerdos venideros. En este sentido, no iba a ser menos la legislación aplicable a las SICAVs. Así pues la norma que se puede calificar como marco fundamental de los organismos de inversión

colectiva en valores mobiliarios (OICVM), siendo las SICAVs uno de estos organismos, es la Directiva 611/1985 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 1985 por la que se coordinan las disposiciones legales reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

Esta directiva, supuso el inicio de la armonización de las legislaciones de los estados miembros de la UE de determinadas categorías de OICVM con la finalidad de facilitar la comercialización de los OICVM en el entorno comunitario, favoreciendo la libre circulación de capitales y aumentar el nivel de protección de los inversores.

La rápida expansión, desde los años 80, de este tipo de instituciones y el dinamismo y gran variedad de los productos de inversión existentes provocó el desfase de la directiva 611/85, para adaptarse a los cambios exigidos por el mercado se dicha directiva ha sido modificada en varias ocasiones.

En 1988 la directiva 220 añadía flexibilidad en los límites de concentración de las inversiones de los OICVM en valores de un mismo emisor. Ya en la década de los 90 concretamente en el año 1995 el parlamento europeo a través de la directiva 26 refuerza la supervisión prudencial del mercado financiero.

A principios del nuevo milenio en el 2001 se implantan las directivas 107 y 108 que modifican la directiva 611/85 en materia de regulación de gestión y los folletos simplificados y en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM. Estas nuevas directiva se conocen como UCITS III (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) y principalmente completaron las introducción de la inversión colectiva mobiliaria en el mercado único de servicios financieros, al extender el pasaporte comunitario a las sociedades gestoras y al ampliar la gama activos e instrumentos financieros en los que pueden invertir los OICVM.

Pese a las mejoras introducidas en las UCITS III, rápidamente se identificaron, en el sector de la inversión colectiva, aspectos susceptibles de mejora. Con el fin de subsanar estas deficiencias se aprueba la directiva 2009/65/CE conocida como UCITS IV que modifica la directiva 611/85. Esta nueva directiva ha pretendido fundamentalmente maximizar la eficiencia del mercado a nivel europeo, garantizar la protección de los inversores y reducir las cargas administrativas.

La última reforma acometida, es la llevada a cabo por la directiva 2014/91/CE que modifica la UCITS IV, esta nueva directiva afecta principalmente a las funciones del depositario, las políticas de remuneración y a las sanciones.

### **3.5.2. Las SICAVs de diferentes países europeos**

Cabe destacar por su importancia en el contexto europeo, incluso internacional, el mercado luxemburgués de las sociedades SICAV. En este pequeño país las SICAVs aparecieron a principios de los 80 y rápidamente experimentaron un crecimiento exponencial tanto en el número como en el patrimonio gestionado, esto se debe gracias a una normativa fiscal y a una reglamentación menos rígida que la existente en el resto de países de la UE. Como consecuencia de esta fiscalidad aun mas privilegiada y del secreto bancario que allí impera, muchas SICAVs con sede en Luxemburgo son iniciativa de sociedades promotoras con sede en otros países comunitarios e incluso extracomunitarios.

En el caso francés, el mercado de las SICAVs ya desde sus inicios, allá por la década de los 50, sirvió como dinamizador de su industria nacional, ya que para poder gozar de estos importantes incentivos fiscales las SICAVs tienen que invirtieren gran parte de su patrimonio en acciones emitidas por la propia industria francesa y en deuda pública francesa.

Con respecto al mercado belga y holandés de las SICAVs resaltar que en el primero destaca la prevalencia de los productos de derecho luxemburgués, representando estos últimos dos tercios del total de las SICAVs comercializadas en Bélgica. Por su parte en Holanda este tipo de sociedades, históricamente, han sido promovidas por los grupos crediticios y sus acciones cotizan en bolsa. En materia fiscal, en Bélgica los dividendos y las ganancias patrimoniales obtenidas por las SICAVs no están sujetas a retenciones en Holanda existe la total exención de retenciones sobre lo que reciben sus accionistas.

## **3.6 LA SICAV COMO INSTRUMENTO LEGAL DE EVASIÓN FISCAL**

La Ley de instituciones de Inversión Colectiva que regula las sociedades SICAV establece en su exposición de motivos que la inversión colectiva es el canal natural para la participación de los hogares españoles en los mercados de capitales. De este



modo, en teoría, las SICAVs quedan como uno de los organismos de inversión colectiva de tipo abierta que pretende, popularizar el mercado de valores haciéndolo asequible a los pequeños ahorradores e inversores, que por falta de conocimiento y al ser reducida su inversión tendrían dificultades y obtendrían peores condiciones al invertir directamente en bolsa que si lo hacen a través de estas sociedades. Aunque en realidad, en un gran número de casos, se puede sospechar que se está ante sociedades cerradas, empleadas como un instrumento de gestión de grandes fortunas individuales y familiares, con el único fin de tributar en condiciones muy ventajosas.

Tales sospechas son motivadas por el escaso volumen, frecuencia e intensidad de contratación a lo largo de su existencia, así como el número mínimo de accionistas. En muchos casos se ve que detrás de las SICAVs suele haber un único inversor o una familia que poseen la práctica totalidad del capital, mientras que el resto de socios no son más que testaferros con el único fin de cumplir formalmente el requisito de los 100 socios y poder disfrutar de las ventajas fiscales siguiendo los intereses ahorradores aislados de grandes fortunas y no de una colectividad como cabría esperar por ser una institución de inversión colectiva. Estos testaferros son conocidos como “mariachis” que en algunos casos son los propios empleados de las gestoras o de las entidades financieras comercializadoras.

Resulta llamativo que, en no pocos casos, el número de socios sobrepasa en muy poco al mínimo de cien socios, prueba de que dichas sociedades están siendo utilizadas por grupos familiares o inversores para gestionar individualmente sus grandes patrimonios mobiliarios con el único fin de que las rentas fruto de su inversión tributen únicamente al 1% evitando la aplicación de un tipo impositivo más alto.

Tales grupos o inversores se aprovechan de las ventajas fiscales que se ofrecen a las SICAV sometidas a un régimen especial, mediante una forma jurídica societaria, puesto que, le permite ejercer el control de su política de inversiones mediante la utilización de los llamados mariachis que no suponen ninguna distorsión en el volumen del patrimonio de los titulares reales. Siendo en muchos casos este accionista mayoritario el propio presidente del consejo de administración de la SICAV.

Existen numerosos casos que ilustran este proceder. Es el caso de “Inversiones Lota SICAV” en donde el número de socios oscila en torno al mínimo de 100 siendo concretamente de 116 y existe un accionista que posee el 99,99% del capital de la sociedad. Otro ejemplo es el de “Cartera de Inversiones Alicur SICAV” la cual está en manos de 109 socios aunque hay dos de estos socios que poseen una participación

significativa del 42,28% y el 43,44% respectivamente. Como estos dos ejemplos se podrían enumerar bastantes más.

También es práctica habitual que los grandes patrimonios familiares posean más de una SICAV y que además posean sociedades gestoras de sociedades SICAV con lo que se crean unos entramados de SICAVs, sociedades gestoras y depositarios, que solo atienden a los interés de uno solo y no de una colectividad.

En definitiva, las grandes fortunas de nuestro país utilizan este tipo de sociedades para una finalidad distinta para la que fueron concebidas, la de administrar su patrimonio mobiliario, teniendo en todo momento su control, soportando un gravamen muy inferior al que le correspondería si empleasen una sociedad anónima común o lo hiciesen directamente.

Con tal de poner fin a esta utilización con fraude de ley de las SICAVs la Agencia Tributaria lleva batallando para poner fin a estos casos de fraude desde 1995 cuando se descubrieron las primeras irregularidades cometidas por, en aquella época, las sociedades de inversión mobiliaria (SIM), posteriormente SIMCAV y ahora llamadas SICAV. En este sentido hay que diferenciar dos periodos el que comprende los años anteriores a 2003 y el que comprende los años posteriores a 2003.

En la primera etapa a partir de 1995 Hacienda, después de una exhaustiva investigación, descubrió que dos eran las conductas delictivas que llevaban a cabo estas sociedades. La primera consistía en la manipulación fraudulenta por parte de los socios de las cotizaciones para ocasionarse minusvalías ficticias. Y la segunda en la utilización de testaferros para poder llegar al mínimo de 100 socios. En paralelo a estas investigaciones la CNMV iba, mediante las circulares, flexibilizando los requisitos mínimos exigibles a las SICAVs, de ahí el gran auge que tuvieron este tipo de sociedades durante estos años. Así mismo durante los años anteriores a 2003 las funciones de control estaban repartidas entre la CNMV, las Bolsas de valores y la Administración tributaria que poseía la facultad de inspección en materia fiscal pudiendo instruir las correspondientes actas.

Es con la entrada en vigor de la Ley que regula las IIC en 2003 cuando se produce un cambio pues se limitan las facultades de comprobación de la inspección de hacienda, en contra de lo establecido en la propia Ley general de Tributación.

Otra vez, ahora en 2004, Hacienda lleva a cabo distintas inspecciones que determinaron, lo que todo el mundo sabía, que una serie de SICAVs se consideraban

fraudulentas por no constituir una auténtica institución de inversión colectiva al no reunir los requisitos legales y reglamentarios (volumen, frecuencia e intensidad de contratación bursátil de sus acciones, número mínimo de accionistas, etc.). Las inspecciones concluyeron con el levantamiento de actas que elevaban el tipo de gravamen del 1% al 35% tipo vigente en aquel momento.

Después de tales actuaciones se produjeron todo tipo de reacciones y presiones contrarias. En este sentido, rápidamente se aprobó en el Parlamento a través de la enmienda número 81 a la llamada ley de Reformas en materia tributaria para el impulso de la productividad. Dicha enmienda retiraba totalmente a Hacienda las facultades de comprobación en materia fiscal.

A raíz del levantamiento de las actas de 2004 y siguiendo con el espíritu de la enmienda 81 de recortar las competencias a la Agencia Tributaria, el Tribunal Económico-Administrativo Central (TEAC), se pronunció mediante su resolución de 22 de noviembre de 2007 estableciendo que la inspección, supervisión y control de las instituciones de inversión colectiva correspondía privativamente a la CNMV, por lo que Hacienda no puede controlar y supervisar el cumplimiento por las SICAVs de su régimen jurídico ni tan siquiera a efectos fiscales. Esto supuso un cambio de criterio por parte del TEAC pues en resoluciones anteriores, tanto la Audiencia Nacional como el propio TEAC admitió que Hacienda podía examinar el cumplimiento de los requisitos a efectos exclusivamente fiscales. El cambio de criterio es claro en un principio el TEAC admitía a Hacienda la potestad de comprobación mientras que ahora se la arrebató.

Ante esta situación de cambio de criterio y con tal de salvaguardar los intereses de la Hacienda pública y de los ciudadanos la Organización Profesional de Inspectores de Hacienda del Estado (OPIHE) emitió un informe en 2008 en donde expresa el más absoluto rechazo a estas actuaciones. Este informe realiza un repaso cronológico de los hechos más importantes sucedidos en torno a las SIM, ahora SICAV, examinando los requisitos legales que las mismas han de cumplir para que sus rentas tributen en el Impuesto sobre Sociedades al tipo del 1% previsto en un régimen especial, poniéndose de manifiesto además las sucesivas situaciones de incumplimiento y falta de comprobación de los mencionados requisitos enumeradas en los párrafos anteriores. Asimismo, enumera las propuestas de actuación para poner fin a estas situaciones de fraude. Las propuestas fueron las siguientes:

- *Incluir en el Plan de control Tributario de 2008 a las SICAV. El objetivo del plan es verificar el cumplimiento de los requisitos exigidos para tributar en el régimen fiscal especial, sometiéndose a comprobación aquellas respecto de las que cuales la AEAT disponga de información sobre incumplimiento de los requisitos y para comprobar los ejercicios anteriores a la entrada en vigor de la nueva normativa.*
- *Efectuar requerimientos individualizados de información a las 3.000 SICAVS existentes, solicitando la identificación de sus accionistas y el importe y porcentaje de inversión.*
- *Solicitar a la Agencia Tributaria que inste el procedimiento de declaración de lesividad de la Resolución del TEAC.*

Parece claro pues que las presiones a las instituciones del Estado por parte de los políticos que a su vez reciben presiones de las elites económicas han surtido efecto y mientras no haya una clara voluntad política por acabar con este fraude de Ley las grandes fortunas de nuestro país seguirán utilizando las SICAVs con un carácter instrumental encaminada a gestionar sus inversiones individuales.

# **CAPÍTULO 4: CASO PRÁCTICO. MORINVEST SICAV**

## 4- CASO PRÁCTICO: MORINVEST SICAV

En este último capítulo, se va a realizar un análisis económico-financiero de una SICAV concreta. Se ha elegido Morinvest SICAV, SA porque es una de las mayores SICAVs de nuestro país en cuanto a patrimonio gestionado. Primero se hará una breve presentación de la empresa y para luego centrarse de lleno en el análisis económico-financiero del sector de las SICAVs y de la propia Morinvest.

### 4.1 PRESENTACION DE MORINVEST SICAV

Morinvest SICAV, S.A., en adelante Morinvest, fue constituida el 22 de enero de 1998 en Madrid por lo que es una de las SICAVs más veteranas de nuestro país, pero no adquirió a efectos legales la condición de sociedad de inversión de capital variable hasta el 16 de abril de 1998 cuando fue inscrita, con el número 172, en el registro pertinente de la CNMV. Tiene su domicilio social en Paseo de la Castellana 28, Madrid.

La gestión de dicha sociedad se encuentra compartida entre las compañías BBVA asset management, S.A., SGIIC y Omega gestión de inversiones, SGIIC, S.A. dichas sociedades son propiedad del Banco BBVA y de Omega Capital S.A. respectivamente. Por su parte el depositario es la compañía Banco depositario BBVA, S.A. también perteneciente al Banco BBVA. Esta SICAV, es un claro ejemplo de la tónica predominante en el sector, puesto que la gran mayoría de las SICAVs tienen como gestoras y depositarios a sociedades propiedad de los grandes bancos españoles.

La firma auditora de las cuentas de Morinvest es Price Waterhouse Coopers S.L., una de las cuatro compañías auditoras más grandes y con mayor prestigio a nivel mundial.

Como la casi inmensa mayoría de las SICAVs existentes, las acciones de Morinvest también se negocian en el Mercado Alternativo Bursatil (MAB) como procedimiento para dar liquidez.

El capital inicial es de 90.150.000€ por lo que según estipula la ley su capital máximo no puede superar en 10 veces esta cifra, quedando pues en 901.500.000€ el capital máximo.

El consejo de administración está conformado del siguiente modo:

**ILUSTRACIÓN 14: ADMINISTRADORES DE MORINVEST SICAV.**

Nombre y apellidos	Cargo	Fecha nombramiento	Fecha ultima reelección
Alicia Koplowitz Romero de Juseu	Presidenta	18/06/2003	09/06/2008
José Leoncio Areal López	Consejero	18/06/2003	09/06/2008
Guillermo Brey Secades	Consejero	18/06/2003	09/06/2008
Alberto Cortina Koplowitz	Consejero	18/06/2003	09/06/2008
Alicia Koplowitz Romero de Juseu	Consejera	18/06/2003	09/06/2008
Emilio Ortiz Caviedes	Consejero	15/06/2009	
Alberto Ruiz Rodríguez	Consejero	15/06/2009	
José Leoncio Areal López	Secretario	18/06/2003	09/06/2008

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)*

La sociedad tiene como objetivo, maximizar la rentabilidad para el riesgo asumido, mediante la gestión activa de la cartera para ello podrá invertir en activos de renta variable y renta fija u otros activos permitidos por la normativa sin que exista predeterminación en el porcentaje destinado a cada clase de activo pudiendo invertir la totalidad en uno de ellos. El perfil de riesgo y de la sociedad queda identificado en 4 en una escala comprendida entre el 1 y el 7, por lo tanto se puede decir que su perfil de riesgo de la sociedad y del inversor que en ella invierte es medio.

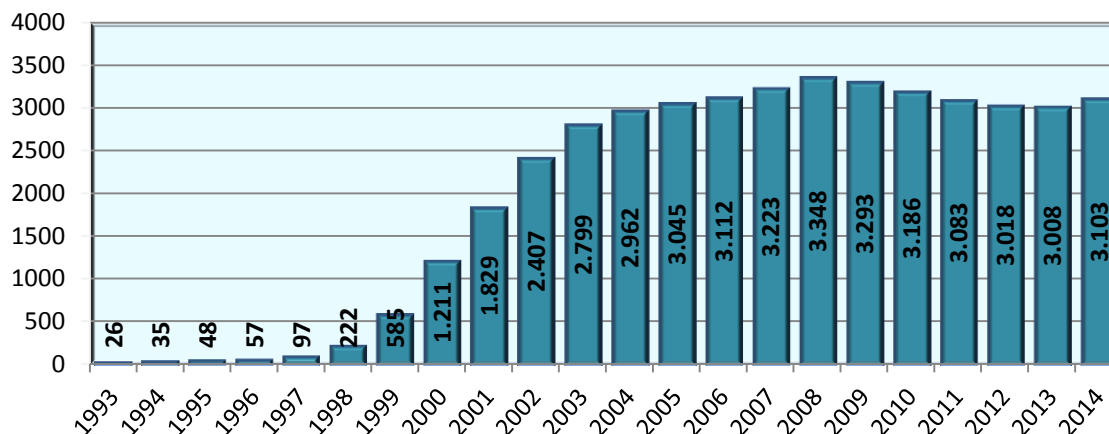
Cabe destacar, según consta en el informe trimestral correspondiente al primer trimestre de 2015 que al finalizar el periodo un único accionista era propietario del 99.93% de las acciones de la sociedad con un volumen de inversión de 509.029.429,8 euros. Como todo el mundo sabe ese 99.93% de las acciones está en manos de Alicia Koplowitz una de las personas más ricas de España, de hecho Alicia Koplowitz creó esta SICAV para gestionar el dinero obtenido por la venta de las acciones que poseía de la empresa FCC a su hermana Esther por unos 800 millones de euros. Además esta misma persona ocupa la presidencia del consejo de administración de la propia sociedad, también forma parte del consejo su hijo Alberto Cortina Koplowitz, el cual a su vez es consejero de Omega gestión de inversiones, SGIIC, S.A. que es la gestora de la propia Morinvest.

## 4.2 ANALISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

### 4.2.1 Evolución sectorial de las principales magnitudes de las SICAV.

#### 4.2.1.1 Número de sociedades

ILUSTRACIÓN 15: NÚMERO DE SICAVS. (1993-2014).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

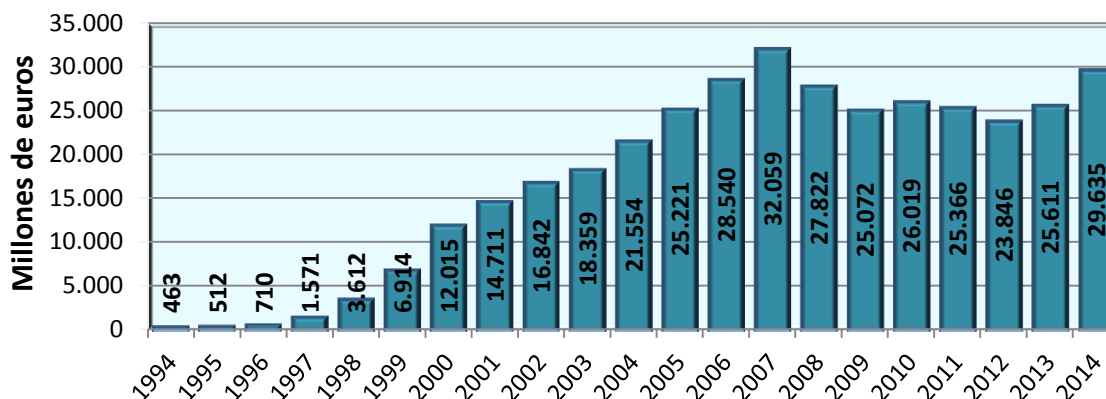
En esta primera ilustración se puede observar la evolución en el número de SICAVs registradas desde 1993 hasta el 2014. En la década de los 90 se modifica el tratamiento fiscal de este tipo de sociedades que afecta principalmente a la tributación por el impuesto de sociedades y a los accionistas por el impuesto de la renta de las personas físicas. Esto, conlleva el despegue en la constitución del número de SICAVs, produciéndose un crecimiento exponencial durante el final y el principio del milenio, pasando de tan solo 97 sociedades el 1997 a casi 2.800 seis años después.

A partir del 2003 su crecimiento se moderó bastante hasta que en 2008 alcanzó su máximo histórico con 3.348 SICAVs registradas. Es en este año, con la llegada de la crisis económica-financiera a nivel mundial, la cual afectó a todos los sectores y cuyas consecuencias son más evidentes, cuando se inicia un periodo de descenso que continuó hasta el año 2014 momento en el que se observa un cambio de tendencia que parece confirmarse por los datos del primer trimestre de 2015 en el que constan 3.263 SICAVs registradas según datos de la CNMV.



### 4.2.1.2 Patrimonio

**ILUSTRACIÓN 16: PATRIMONIO DE LAS SICAVS. (1994-2014).**



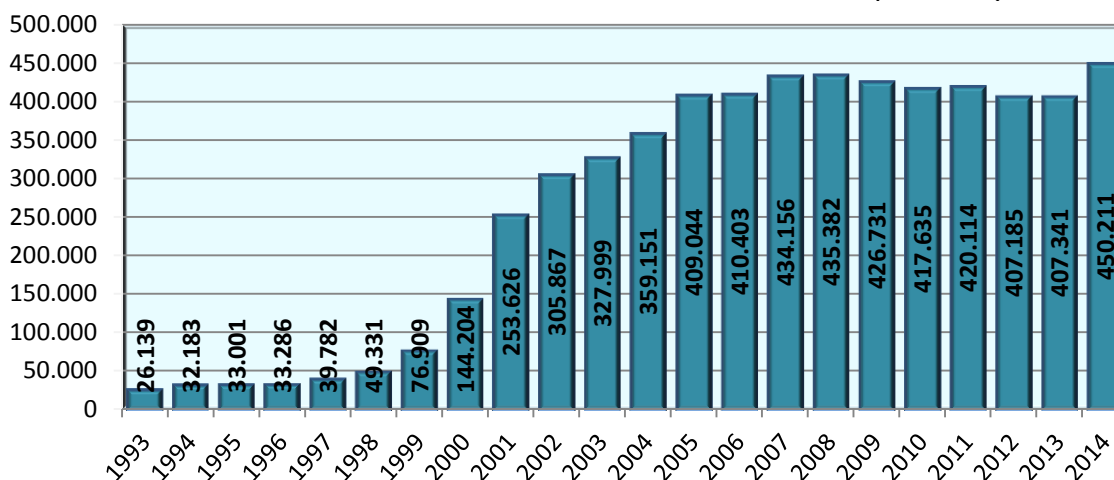
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

Al igual que en la ilustración anterior, es a partir del año 97 cuando se produce, año tras año, un gran incremento del patrimonio gestionado por las SICAVs. La diferencia con el número de SICAVs es que el patrimonio de éstas creció de un modo más lineal a lo largo de diez años, alcanzando su máximo en el 2007 con un patrimonio medio gestionado de 32.059 millones de Euros.

Con el estallido de la crisis comienza una etapa de descenso en el patrimonio alcanzando su mínimo en el año 2013 con un patrimonio gestionado de unos 24.000 millones, cayendo de este modo en unos 8.000 millones en 5 años. Si bien es cierto en el 2010 se produjo un leve amago de crecimiento no supuso un cambio de tendencia ya que una nueva crisis este vez de deuda soberana disipó cualquier atisbo de mejoría en la economía global. Por el contrario, ya en el 2014 se aprecia un importante crecimiento que sí parece conllevar un cambio de tendencia, que confirma los datos del primer trimestre de 2015 en donde se ha alcanzado un nuevo máximo histórico en cuanto al patrimonio gestionado por las SICAVs situándolo en casi los 34.700 millones de Euros.

### 4.2.1.3 Numero de accionistas

ILUSTRACIÓN 17: NÚMERO DE ACCIONISTAS DE LAS SICAVS. (1993-2014)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

El número de accionistas sigue el mismo patrón que el número de sociedades, del mismo modo, se produjo un incremento exponencial desde el año 1998 hasta el 2005, a partir de este año, se modera notablemente el incremento en el número de accionistas iniciando una etapa de maduración que duró tres años hasta el inicio de la mencionada crisis en 2008, cuando los inversores empiezan a salir de las SICAVs y se reducen el número de accionistas año tras año, hasta que en el 2014 con las nuevas perspectivas de mejora en la economía el número de accionistas aumenta considerablemente con respecto al año anterior en unos 40.000 nuevos accionistas, recuperando en tan solo un año la caída sufrida desde el inicio de la crisis e incluso superando el máximo histórico en unos 15.000 accionistas.

### 4.2.1.4 Distribución del patrimonio

Las siguientes ilustraciones muestran la evolución de la distribución y la distribución porcentual en la última década del patrimonio social de las SICAVs. Observando los datos se aprecia que hasta 2007 tanto la cartera interior como la exterior experimentan un crecimiento sostenido y paralelo, siendo la diferencia entre ellas de unos 1.500 millones en favor de la cartera interna. Como se ha dicho anteriormente el 2008 supone un punto de inflexión, pues se inicia un periodo de decrecimiento en las inversiones.

**ILUSTRACIÓN 18: DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO SOCIAL DEL CONJUNTO DE SICAVS. (2004-2014)**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>PATRIMONIO</b> (miles de euros)	<b>21.855.416</b>	<b>25.701.713</b>	<b>28.722.038</b>	<b>32.037.326</b>	<b>27.307.755</b>	<b>25.139.227</b>	<b>26.076.645</b>	<b>25.027.417</b>	<b>23.908.994</b>	<b>25.761.276</b>	<b>30.020.421</b>
Cartera interior	11.325.990	13.213.580	14.487.226	16.437.941	15.819.075	14.507.336	12.802.577	12.625.382	11.768.145	12.072.205	11.910.679
Cartera exterior	9.923.703	11.855.285	13.397.371	14.372.579	9.149.819	9.498.078	12.192.812	11.191.418	10.761.386	12.287.610	16.152.523
Tesorería	529.604	621.289	774.450	1.019.847	2.147.074	982.158	887.795	941.867	1.148.122	1.201.612	1.722.551
Inversiones dud. mor. o en litigio	-	-	-	-	2.843	5.140	6.760	6.150	4.928	2.937	3.068
Inmovilizado intangible	-	-	-	-	2	2	2	2	2	2	2
Inmovilizado material	-	-	-	-	182	176	180	150	137	121	107
Neto deudores/acreedores	76.119	11.559	62.991	206.959	188.760	146.337	186.519	262.448	226.274	196.789	231.491

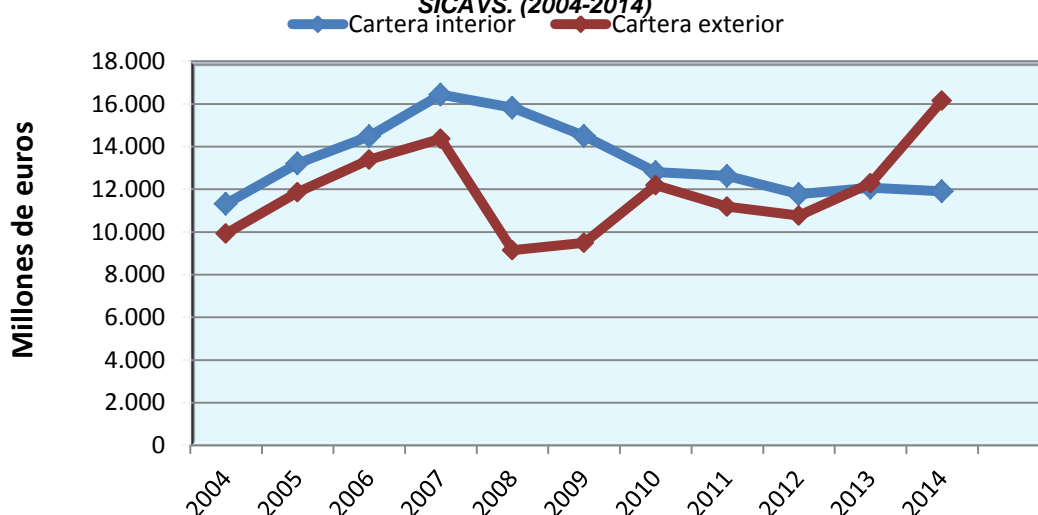
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

**ILUSTRACIÓN 19: DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DEL PATRIMONIO SOCIAL DEL CONJUNTO DE SICAVS. (2004-2014)**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>PATRIMONIO</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
Cartera interior	51,82%	51,41%	50,44%	51,31%	57,93%	57,71%	49,10%	50,45%	49,22%	46,86%	39,68%
Cartera exterior	45,41%	46,13%	46,64%	44,86%	33,51%	37,78%	46,76%	44,72%	45,01%	47,70%	53,81%
Tesorería	2,42%	2,42%	2,70%	3,18%	7,86%	3,91%	3,40%	3,76%	4,80%	4,66%	5,74%
Inversiones dud. mor. o en litigio	-	-	-	-	0,01%	0,02%	0,03%	0,02%	0,02%	0,01%	0,01%
Inmovilizado intangible	-	-	-	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Inmovilizado material	-	-	-	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Neto deudores/acreedores	0,35%	0,04%	0,22%	0,65%	0,69%	0,58%	0,72%	1,05%	0,95%	0,76%	0,77%

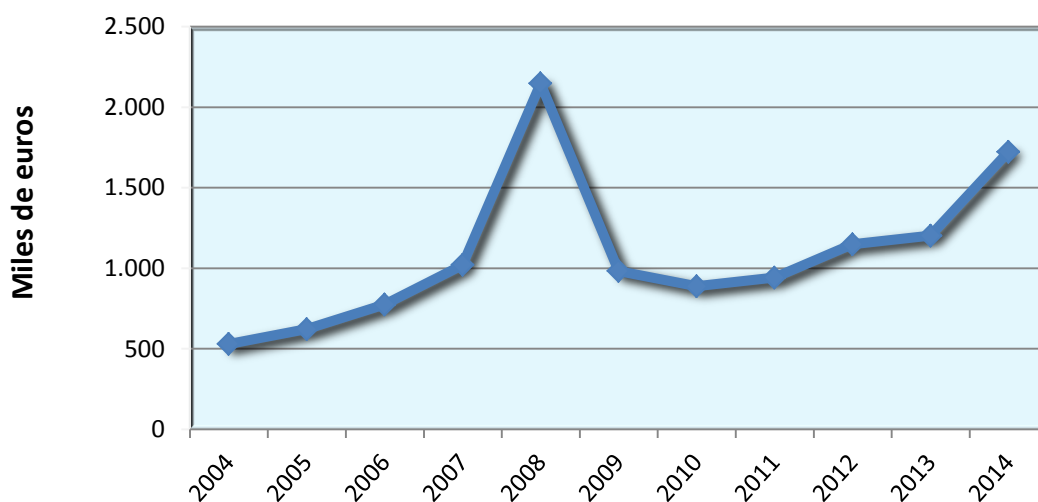
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

**ILUSTRACIÓN 20: EVOLUCIÓN CARTERA INTERIOR-CARTERA EXTERIOR DEL CONJUNTO DE SICAVS. (2004-2014)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

**ILUSTRACIÓN 21: EVOLUCIÓN DE LA TESORERÍA DEL CONJUNTO DE SICAVS. (2004-2014)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

En el 2008 se produjo un importante descenso del patrimonio total gestionado por las SICAVs (ver ilustración 16), a la cabeza de esta disminución se sitúan las inversiones en el exterior, cayendo 5.000 millones en tan solo un año, si bien la cartera interior también desciende lo hace de un modo menos acusado (ver ilustración 20). Esto se debe a la crisis bancaria iniciada en EE.UU. que afectó primero a los mercados extranjeros, creando un clima de incertidumbre, lo que hizo caer las inversiones en el extranjero en favor de la cuenta de tesorería que dobló su cuantía, (ver ilustración 21) a la espera de la evolución de la crisis que más tarde llegaría a nuestro país y con unas consecuencias mucho más pronunciadas.

Una vez confirmada la gravedad de la situación de recesión económica global, en 2009 la partida de tesorería vuelve a niveles de 2007 y las inversiones interiores

menguan en mayor grado hasta estabilizarse entorno a los 12.000 millones en 2010, siguiendo en este umbral hasta la actualidad. Por el contrario la cartera exterior después de la gran caída, inicia un periodo de crecimiento que se prolonga hasta el 2014 a excepción del año 2011 y 2012 que decrece tímidamente.

Analizando con más detalle, la cartera interior y exterior queda distribuida de según se muestra en la tabla 7. Por un lado, los activos que lideran la caída de la cartera interna son principalmente los valores representativos de deuda (ver ilustración 23) pues pasan en tan solo dos años de 10.000 millones, a la mitad, también desciende la inversión en instrumentos de patrimonio, pero en menor grado, puesto que la diferencia entre el inicio y el final del periodo analizado es de 1.000 millones de euros, en contrapartida se puede apreciar que en el mismo periodo de dos años (2008-2010) en el que los valores representativos de deuda cayeron a la mitad la inversión en depósitos en entidades de crédito duplicó su cuantía, aunque en valores absolutos, la caída en valores representativos de deuda es mucho mayor.

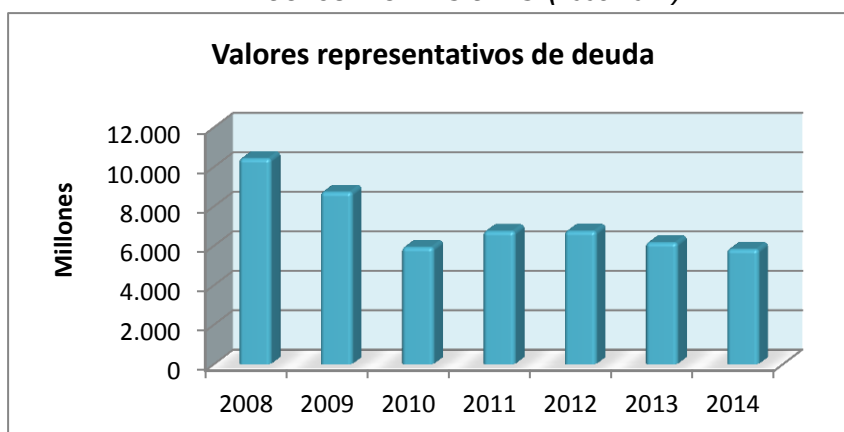
Por otro lado, en contraposición a la cartera interior, en este mismo periodo, aumentan las inversiones en el exterior pasando de unos 7.200.millones en 2008 a cerca de los 16.200 millones en 2012. Los activos que lideran este fuerte incremento de las inversiones en el exterior, son principalmente, la inversión en instrumentos de patrimonio y en instituciones de inversión colectiva (ver ilustración 24 y 25) concretamente fondos de inversión extranjeros, pasando de 2.000 a 5.700 millones y de 2.500 a 7.000 millones respectivamente.

**ILUSTRACIÓN 22: DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA DE INVERSIONES DEL CONJUNTO DE SICAVS. (2008-2014)**

<b>Cartera inversiones (€)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Cartera interior</b>	<b>17.638.114</b>	<b>14.507.336</b>	<b>12.802.576</b>	<b>12.625.382</b>	<b>11.768.145</b>	<b>12.072.207</b>	<b>11.910.680</b>
Valores reptv. deuda	10.435.062	8.736.195	5.934.483	6.745.485	6.751.545	6.169.236	5.834.780
Instr. de patrimonio	4.483.438	3.049.062	2.960.405	2.799.810	2.270.596	2.592.653	3.338.211
IIC	1.302.038	1.135.297	844.428	756.452	672.954	943.224	1.421.959
Dépositos en EECC	1.383.458	1.571.869	3.049.775	2.299.963	2.035.254	2.329.049	1.287.245
Derivados	9.762	-5.118	-11.515	-7.310	3.760	6.560	-2.190
Otros	24.356	20.031	25.000	30.982	34.036	31.485	30.675
<b>Cartera exterior</b>	<b>7.267.761</b>	<b>9.498.080</b>	<b>12.192.813</b>	<b>11.191.418</b>	<b>10.761.387</b>	<b>12.287.611</b>	<b>16.152.522</b>
Valores reptv. deuda	2.609.562	4.109.133	4.157.703	3.166.918	2.863.273	2.256.867	3.294.783
Instr. de patrimonio	2.014.579	2.692.076	3.953.589	3.865.893	3.465.023	4.309.093	5.767.641
IIC	2.486.447	2.566.777	3.938.498	3.987.949	4.265.448	5.569.127	6.957.402
Dépositos en EECC	28.888	19.456	22.843	29.184	12.719	9.537	3.910
Derivados	120.472	108.278	117.041	137.955	151.383	138.525	120.770
Otros	7.813	2.360	3.139	3.519	3.541	4.462	8.016
<b>TOTAL</b>	<b>24.905.875</b>	<b>24.005.416</b>	<b>24.995.389</b>	<b>23.816.800</b>	<b>22.529.532</b>	<b>24.359.818</b>	<b>28.063.202</b>

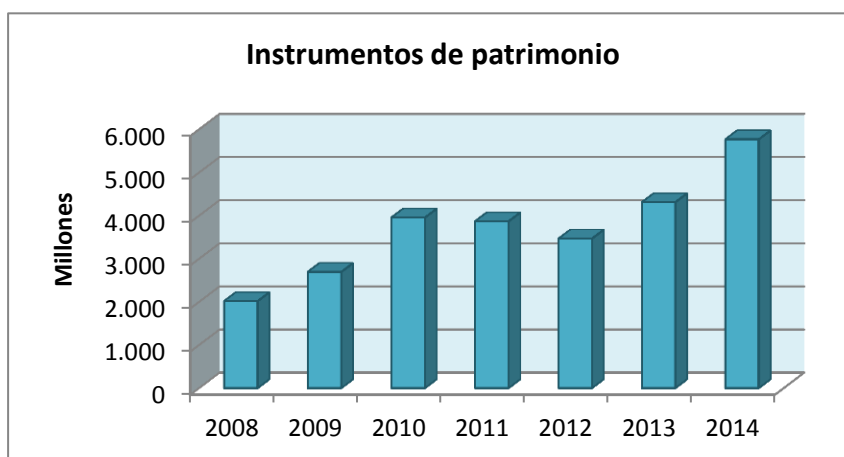
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

**ILUSTRACIÓN 23: EVOLUCIÓN VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA DE LA C. INTERIOR DEL CONJUNTO DE SICAVS. (2008-2014)**



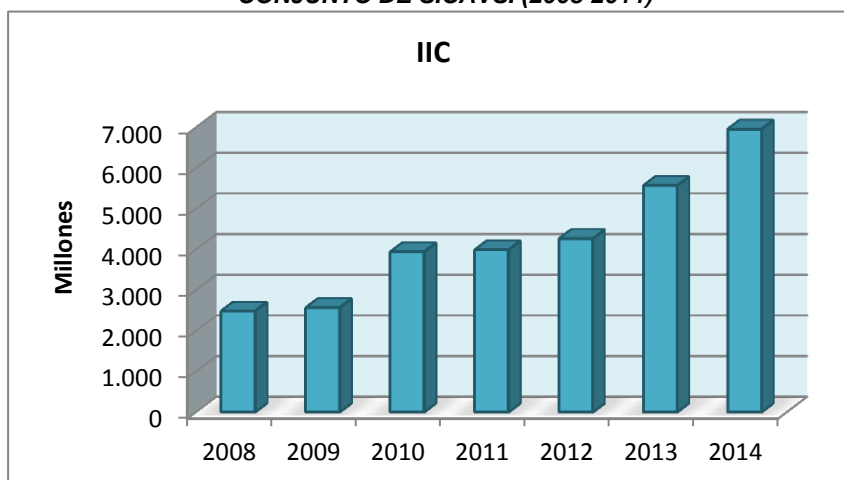
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

**ILUSTRACIÓN 24: EVOLUCIÓN INSTRUMENTOS DE PATRIMONIO DE LA C. EXTERIOR DEL CONJUNTO DE SICAVS. (2008-2014)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

**ILUSTRACIÓN 25: EVOLUCIÓN INSTRUMENTOS DE PATRIMONIO DE LA C. EXTERIOR DEL CONJUNTO DE SICAVS. (2008-2014)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

La diferencia en el comportamiento, a partir de 2008, entre la cartera interior y la exterior radica, en el retardo en el contagio de la crisis en nuestro país y al distinto grado de afectación y al dispar periodo de recuperación necesitado para revertir esta situación, así mientras los mercados extranjeros acusaron la crisis más rápidamente también se recuperaron en menor tiempo, lo que explica la fuerte caída en 2008 y la rápida recuperación a partir de 2009. Por el contrario la crisis incidió más tardíamente pero de un modo más agudo y durante un periodo de tiempo más largo, prolongándose hasta la actualidad, en la economía nacional explicando de este modo la evolución de la cartera interior.

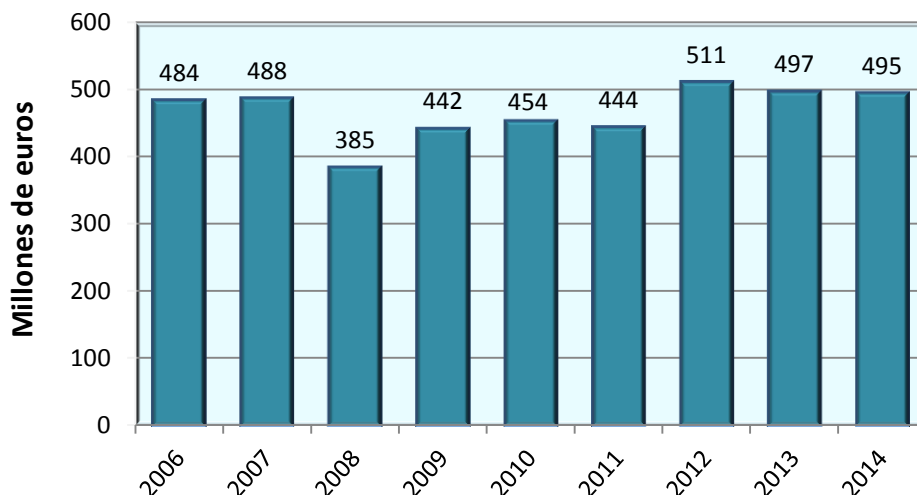
Por último, destacar el cambio de comportamiento en el sector de las SICAVs, puesto que históricamente la cartera interior atesoraba un mayor peso porcentual que la cartera exterior con respecto al total del patrimonio gestionado, pero en los últimos años se ha invertido la situación, principalmente por la pronta mejora de los mercados extranjeros ofreciendo un clima de confianza y mejores perspectiva a los inversores.

## **4.2.1 Análisis Morinvest SICAV**

### *4.2.1.1 Análisis Patrimonial*

En la siguiente ilustración se muestra la evolución del patrimonio de Morinvest SICAV desde su inclusión en el mercado alternativo bursátil en 2006 hasta el pasado año. Se puede observar que dicho patrimonio se sitúa entorno a las 500 millones de euros exceptuando los años de crisis. Cabe destacar la importante caída, de 100 millones de euros, sufrida de 2007 a 2008 debido, principalmente, al desplome de los mercados de todo el mundo durante este año. En 2009 se recupera la mitad de esa caída y se estabiliza el patrimonio en torno a los 450 millones durante tres años, es a partir de 2012 cuando se vuelve a niveles pre crisis, propiciado por la relajación de la prima de riesgo de los países periféricos de Europa entre ellos España, dando un respiro a los mercados de deuda soberana.

**ILUSTRACIÓN 26: PATRIMONIO MORINVEST. (2006-2014)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

La distribución de este patrimonio (ver ilustración 27), a grandes rasgos, sigue el comportamiento propio del sector, destacando lo ocurrido a partir de 2012 en donde se produce un cambio claro de estrategia hacia el exterior aumentando (ver ilustración 28), en los años posteriores la exposición a la cartera exterior y la liquidez, en detrimento de la cartera interna.

Durante toda su existencia el número de accionistas de Morinvest ha sido cercano al mínimo que exige la Ley (100 accionistas) para ostentar la calificación de SICAV. Al final de 2014 contaba con 109 accionistas pero solo uno de ellos, presumiblemente la señora Koplowitz, era propietario del 99.9% de las acciones de la sociedad siendo los restantes accionistas meros “mariachis”. Esto junto con inexistencia de frecuencia y de volumen de contratación en el MAB de las acciones de la sociedad pone de manifiesto que estamos ante una SICAV personalista con el único fin de gestionar la fortuna personal de la señora Koplowitz.

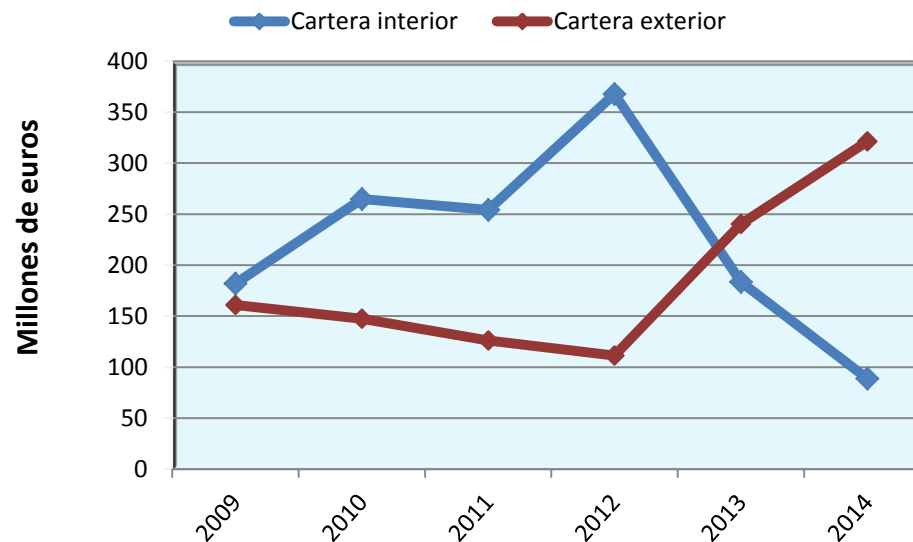


**ILUSTRACIÓN 27: DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO DE MORINVEST. (2009-2014)**

	2009		2010		2011		2012		2013		2014	
	importe	% patrimonio	importe	% patrimonio	importe	% patrimonio	importe	% patrimonio	importe	% patrimonio	importe	% patrimonio
<b>INVERSIONES FINANCIERAS (miles de euros)</b>	<b>347.672</b>	<b>78,67%</b>	<b>416.303</b>	<b>91,80%</b>	<b>386.048</b>	<b>86,90%</b>	<b>486.105</b>	<b>95,10%</b>	<b>425.951</b>	<b>85,71%</b>	<b>412.218</b>	<b>83,29%</b>
Cartera interior	182.028	41,19%	264.652	58,36%	254.276	57,24%	367.575	71,91%	183.483	36,92%	88.928	17,97%
Cartera exterior	161.083	36,45%	147.448	32,51%	125.978	28,36%	111.316	21,78%	240.414	48,38%	321.218	64,90%
Intereses de la cartera de inversión	4.561	1,03%	4.203	0,93%	5.794	1,30%	7.214	1,41%	2.054	0,41%	2.072	0,42%
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>LIQUIDEZ (TESORERÍA)</b>	<b>48.255</b>	<b>10,92%</b>	<b>35.983</b>	<b>7,93%</b>	<b>13.838</b>	<b>3,12%</b>	<b>-3.970</b>	<b>-0,78%</b>	<b>47.554</b>	<b>9,57%</b>	<b>63.663</b>	<b>12,86%</b>
<b>RESTO</b>	<b>46.015</b>	<b>10,41%</b>	<b>1.220</b>	<b>0,27%</b>	<b>44.344</b>	<b>9,98%</b>	<b>28.997</b>	<b>5,67%</b>	<b>23.446</b>	<b>4,72%</b>	<b>19.062</b>	<b>3,85%</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>441.942</b>	<b>100,00%</b>	<b>453.506</b>	<b>100,00%</b>	<b>444.230</b>	<b>100,00%</b>	<b>511.132</b>	<b>100,00%</b>	<b>496.951</b>	<b>100,00%</b>	<b>494.943</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

**ILUSTRACIÓN 28: COMPARATIVA CARTERA INTERIOR-CARTERA EXTERIOR DE MORINVEST. (2009-2014)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

#### 4.2.1.1.1 Distribución de las inversiones financieras

Teniendo en cuenta la tipología de activo negociado, en la siguiente ilustración se muestra la distribución de las inversiones financieras respecto al patrimonio de la sociedad. Es recalable la variación de un año a otro experimentada en la renta fija especialmente entre el último semestre de 2011 y el primer semestre de 2012 esto se debe principalmente a la crisis tan potente que hubo, durante este periodo, de deuda soberana en la eurozona, que afectó de modo tan dispar.

Mientras que en los países periféricos se disparaba la prima de riesgo alcanzando máximos históricos, en los países centroeuropeos esta alcanzaba mínimos históricos. Esta incertidumbre y volatilidad y con tal de reducir el riesgo hizo adoptar una estrategia de diversificación y minimización del riesgo apostando por activos monetarios de mucha liquidez y mantener una gran exposición a la renta fija a la expectativa de mejoras, de este modo la inversión en renta fija aumentó en más de un 50% de 2011 a 2012. Con las mejoras que se produjeron a partir del segundo semestre del 2012, cuando la prima de riesgo de los países periféricos se relajó y aumentaron las expectativas de crecimiento a nivel mundial se produjo un cambio de estrategia de la sociedad la cual apostó a partir de 2013 por la renta variable y las inversiones alternativas fundamentalmente hedge funds, multiplicándose por 2 y por 3 respectivamente respecto del año anterior, en detrimento de los activos monetarios, pero sobretodo de la renta fija cuyo peso cayó al 16.96% del total del patrimonio desde el 53.14% del año anterior.

**ILUSTRACIÓN 29: DISTRIBUCIÓN DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS DE MORINVEST. (2009-2014)**

Distribucion Inv. Finan. (miles €)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R. Fija	166.789	118.706	150.128	234.848	74.953	90.289
R. Variable	94.885	148.095	120.208	89.670	169.485	181.108
Act. Monetarios	61.209	39.244	77.207	80.080	57.497	8.397
Inv. Alternativa	65.628	56.215	38.803	32.527	87.284	97.227
Liquidez	53.431	79.682	55.596	4.817	52.724	64.921
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>441.942</b>	<b>453.506</b>	<b>444.230</b>	<b>511.132</b>	<b>496.951</b>	<b>494.943</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

**ILUSTRACIÓN 30: DISTRIBUCIÓN DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS DE MORINVEST: PORCENTAJE RESPECTO AL PATRIMONIO. (2009-2014))**

Distribucion Inv. Finan.	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R. Fija	37,74%	26,86%	33,97%	53,14%	16,96%	20,43%
R. Variable	21,47%	33,51%	27,20%	20,29%	38,35%	40,98%
Act. Monetarios	13,85%	8,88%	17,47%	18,12%	13,01%	1,90%
Inv. Alternativa	14,85%	12,72%	8,78%	7,36%	19,75%	22,00%
Liquidez	12,09%	18,03%	12,58%	1,09%	11,93%	14,69%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

#### 4.2.1.1.2 Distribución de la cartera interior y exterior

Desglosando la cartera interior y la cartera exterior según datos presentados en los balances de situación de Morinvest se obtiene la siguiente ilustración.

**ILUSTRACIÓN 31: DESGLOSE DE LA CARTERA DE INVERSIONES DE MORINVEST. (2011-2014)**

<b>Cartera de inversiones (€)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Cartera interior</b>	<b>264.128.831</b>	<b>367.574.737</b>	<b>186.332.773</b>	<b>93.373.318</b>
Valores representativos de deuda	119.320.339	104.695.434	29.784.679	13.367.843
Instrumentos de patrimonio	28.448.565	39.100.137	55.256.443	47.349.335
IIC	32.552.762	28.183.974	38.828.873	25.211.463
Dépositos en EECC	80.418.265	195.495.192	60.098.278	5.006.927
Derivados	3.388.900	100.000	2.364.500	2.437.750
<b>Cartera exterior</b>	<b>133.189.324</b>	<b>115.208.993</b>	<b>252.333.206</b>	<b>335.453.526</b>
Valores representativos de deuda	52.765.043	33.457.588	21.452.065	66.212.503
Instrumentos de patrimonio	27.758.321	7.882.068	19.088.822	29.762.577
IIC	51.085.616	73.823.824	200.275.682	225.670.525
Dépositos en EECC	0	0	0	0
Derivados	1.580.344	45.513	11.516.637	13.807.921
<b>Intereses de la cartera</b>	<b>5.793.948</b>	<b>7.214.268</b>	<b>2.054.251</b>	<b>2.072.325</b>
<b>TOTAL</b>	<b>403.112.103</b>	<b>489.997.998</b>	<b>440.720.230</b>	<b>430.899.169</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

A la vista de la tabla, Morinvest está invirtiendo su estrategia en los últimos años, apostando por los mercados exteriores en perjuicio del mercado nacional.

En la cartera interior las desinversiones en deuda y en depósitos en entidades de crédito (ver ilustración 32 y 33) son las que han propiciado esta bajada de más de 200 millones de euros de la cartera interna a partir de 2012.

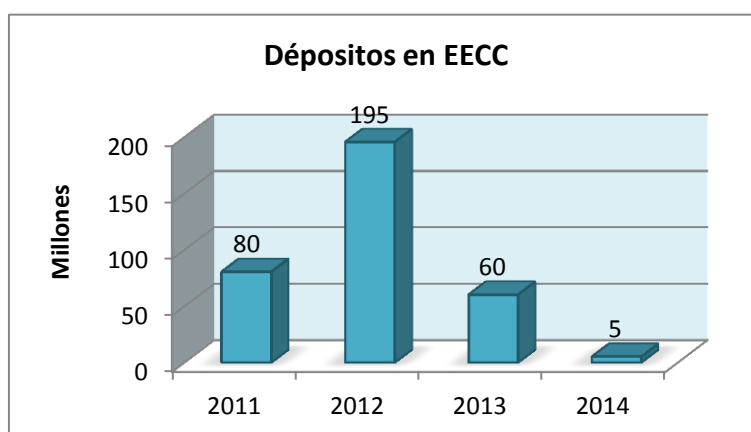
En contrapartida las inversiones en el extranjero han sufrido un gran aumento, ello se debe principalmente al espectacular incremento de las inversiones en instituciones de inversión colectiva que Morinvest ha llevado a cabo año tras año desde 2011.

Como se ha dicho anteriormente, lo más destacable es el aumento del peso de valores internacionales en detrimento de los valores nacionales, duplicando la cuantía de la cartera externa en estos cuatro años. Ello se debe, por un lado, a la apuesta clara en inversión que Morinvest ha llevado a cabo en instituciones de inversión colectiva principalmente en fondos de inversión extranjeros multiplicando por 4,5 la inversión realizada en este tipo de IIC desde 2011 (ver ilustración 34) motivado por las buenas perspectivas de crecimiento global. Por otro lado, la espectacular reducción de la

cuantía invertida en depósitos en entidades de crédito pasando, en 2011, de casi 200 millones de euros, a tan solo 5 millones a finales de 2014 (ver ilustración 32).

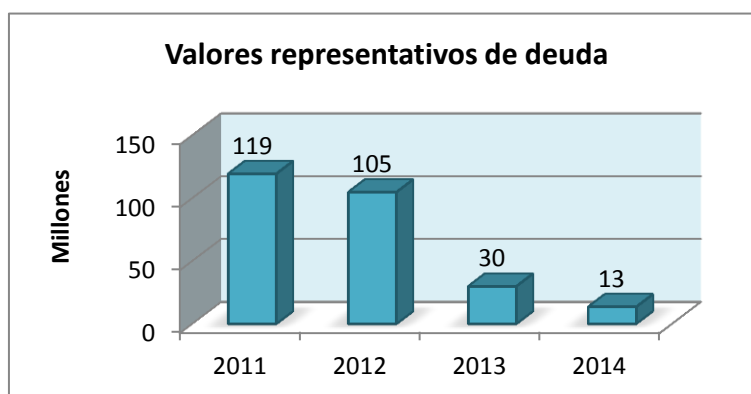
La fuerte inversión realizada a finales de 2011 y principios de 2012 en valores refugio, tales como depósitos, como medida de protección ante la elevadísima prima de riesgo y el clima de incertidumbre imperante sobretodo en la eurozona, desembocó en una sobreponderación de los depósitos. Con la mejora de las perspectivas económicas y la relajación de la prima de riesgo a partir de 2013, pero sobretodo por las sucesivas rebajas de los tipos de interés que el BCE ha llevado a cabo en los últimos años situándolo actualmente en un 0.05% lo que afecta a la rentabilidad ofrecida por los depósitos, muy baja actualmente, se produjo un cambio de proceder, con respecto al 2012, reduciendo de forma drástica la inversión en este tipo de activos financieros para canalizarla a activos con mayor rentabilidad.

**ILUSTRACIÓN 32: EVOLUCIÓN VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA DE LA C. INTERIOR DE MORINVEST. (2011-2014)**

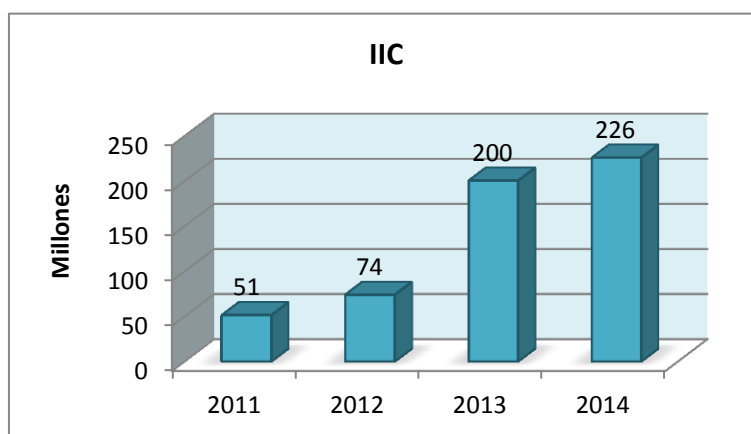


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

**ILUSTRACIÓN 33: EVOLUCIÓN VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA DE LA C. INTERIOR DE MORINVEST**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

**ILUSTRACIÓN 34: EVOLUCIÓN IIC DE LA C. EXTERIOR DE MORINVEST. (2011-2014)**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

Comparando el comportamiento en estos últimos 4 años de la cartera de inversiones de Morinvest con la cartera de inversiones del conjunto de SICAVs registradas en la CNMV se observa que en líneas generales Morinvest sigue la misma conducta que el total de SICAVs. De este modo, se observa que tanto en Morinvest como en el conjunto del sector la inversión en el interior de nuestro país mengua en favor de las inversiones en el extranjero, que se incrementan, y al igual que ocurre en Morinvest también en el sector, este incremento de las inversiones en el exterior viene liderado por las inversiones en instituciones de inversión colectiva en el extranjero (ver ilustración 25 y 34). Si bien es cierto las inversiones en territorio nacional caen tanto en el conjunto de SICAVs como en Morinvest, proporcionalmente la caída es mucho más importante en el caso particular de Morinvest puesto que de 2011 a 2014 para el total de SICAVs la cartera interior pasa de 12.600 a 11.900 millones mientras que la cartera de Morinvest pasa de 264 a tan solo 93 millones de euros.

#### 4.2.1.3 Análisis pormenorizado del año 2014

Habiendo realizado en los apartados anteriores un análisis horizontal de la situación de la SICAV Morinvest, es decir se ha analizado su evolución a lo largo del tiempo. En este punto se va a realizar un análisis vertical de este último año para determinar cómo se distribuye el patrimonio dentro de la SICAV y cuales han sido los movimientos más destacados a lo largo del año.

**ILUSTRACIÓN 35: DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO DE MORINVEST. (2014)**

	2014	
	importe €	% patrimonio
<b>INVERSIONES FINANCIERAS</b>	<b>412.218.091</b>	<b>83,29%</b>
Cartera interior	88.928.020	17,97%
Cartera exterior	321.218.071	64,90%
Intereses de la cartera de inversión	2.072.000	0,42%
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00%
<b>LIQUIDEZ (TESORERÍA)</b>	<b>63.663.014</b>	<b>12,86%</b>
<b>RESTO</b>	<b>19.062.004</b>	<b>3,85%</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>494.943.109</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

Como es lógico por el propio objeto social al que se dedican las SICAVs la mayor parte del patrimonio se emplea en inversiones financieras, concretamente el 83,29% de los 494 millones de euro. Si se entra en detalle se aprecia el importante peso de las inversiones en el exterior que suponen prácticamente un 65% del patrimonio de Morinvest lo cual deja claro la gran apuesta por los activos extranjeros en detrimento del mercado nacional que supone solo el 18%. El resto del patrimonio se dedica a mantenerlo en tesorería un 13%, porcentaje elevado en comparación con el 5% que dedica a tesorería el conjunto de todas las SICAVs españolas.

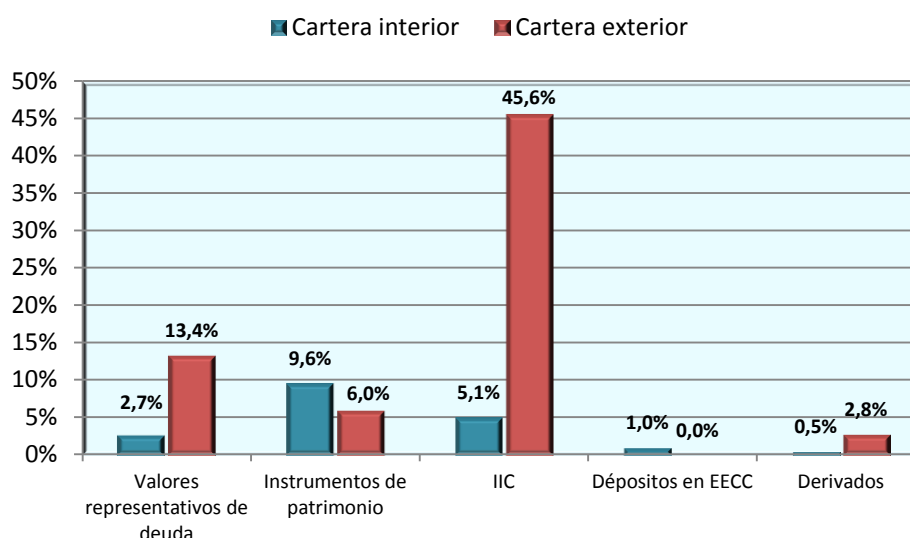
**ILUSTRACIÓN 36: DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA DE INVERSIONES DE MORINVEST. (2014)**

Cartera de inversiones	2014	
	importe €	% patrimonio
<b>Cartera interior</b>	<b>93.373.318</b>	<b>18,87%</b>
valores representativos de deuda	13.367.843	2,70%
Instrumentos de patrimonio	47.349.335	9,57%
IIC	25.211.463	5,09%
Dépositos en EECC	5.006.927	1,01%
Derivados	2.437.750	0,49%
<b>Cartera exterior</b>	<b>335.453.526</b>	<b>67,78%</b>
valores representativos de deuda	66.212.503	13,38%
Instrumentos de patrimonio	29.762.577	6,01%
IIC	225.670.525	45,60%
Dépositos en EECC	0	0,00%
Derivados	13.807.921	2,79%
<b>Intereses de la cartera</b>	<b>2.072.325</b>	<b>0,42%</b>
<b>TOTAL CARTERA DE INVERSIONES</b>	<b>430.899.169</b>	
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>494.943.109</b>	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

Desglosando la cartera de inversiones según datos extraídos del balance de situación del año 2014. Con respecto al mercado nacional se puede apreciar la apuesta por los instrumentos de patrimonio, es decir acciones principalmente, y por las instituciones de inversión colectiva que representan el 9,5% y el 5% sobre el patrimonio respectivamente (ver ilustración 37). Pero nada en comparación con el 45% que Morinvest posee en instituciones de inversión colectiva extranjeras representando así, el grueso de la inversión de esta SICAV, puesto que prácticamente, la mitad de su patrimonio se destina a invertirlo en este tipo de instituciones.

**ILUSTRACIÓN 37: COMPARATIVA PORCENTUAL DE LA CARTERA DE INVERSIONES DE MORINVEST. (2014)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

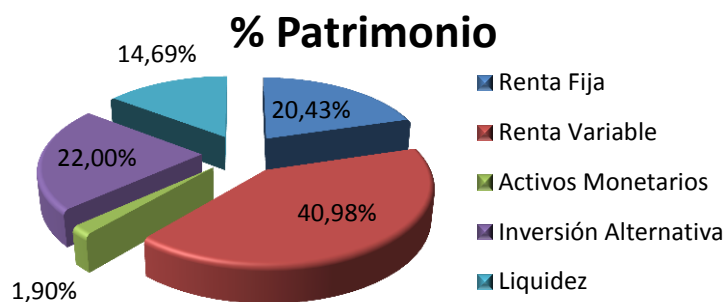
Analizando Morinvest desde otro punto de vista se obtiene la siguiente tabla en donde se muestra la distribución de las inversiones financieras en función del tipo de activo en el que se invierte, diferenciando así entre renta fija, renta variable, activos monetarios, inversiones alternativas y liquidez.

**ILUSTRACIÓN 38: DISTRIBUCIÓN DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS DE MORINVEST. (2014)**

	2014	
	importe €	% patrimonio
Renta Fija	101.116.877	20,43%
Renta Variable	202.827.686	40,98%
Activos Monetarios	9.403.919	1,90%
Inversión Alternativa	108.887.484	22,00%
Liquidez	72.707.143	14,69%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>494.943.109</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

**ILUSTRACIÓN 39: DISTRIBUCIÓN DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS DE MORINVEST. % SOBRE EL PATRIMONIO. (2014)**

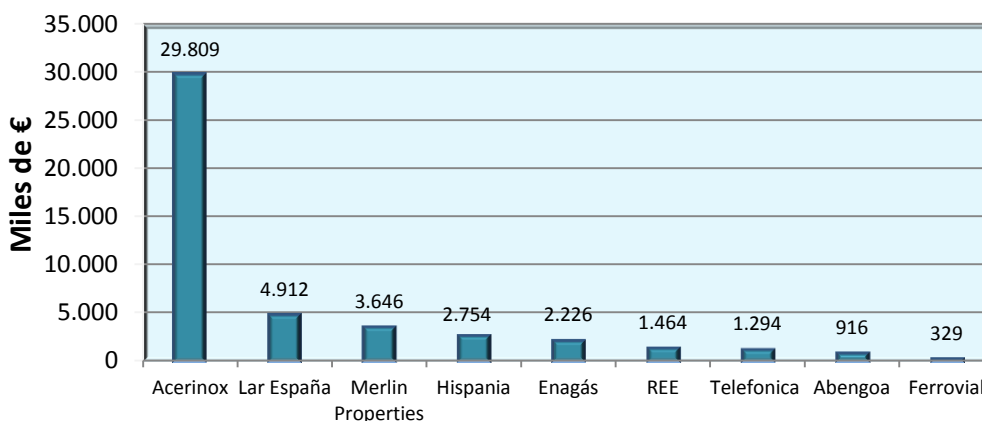


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

A la vista de la ilustración 38 se aprecia la clara apuesta por la renta variable con un peso del 41% sobre el patrimonio, también es destacable el elevado peso de las inversiones alternativas con un 22% principalmente en Hedge Funds que incluso llegan a superar a la inversión en renta fija con un 20% sobre el patrimonio.

Poniendo nombres concretos a la cartera de inversiones de la SICAV Morinvest durante el año 2014 se produjeron importantes movimientos. En renta variable nacional se deshizo de la inversión que tenía por valor de 3 millones en la constructora FCC, también vendió las participaciones que poseía del Banco Popular y del Grupo Ezentis de aproximadamente 1.5 millones en cada compañía, además de deshacerse de la escasa participación en Repsol. Aunque no se deshizo por completo, si rebajó su participación en Telefónica casi 4 millones y medio y en Acerinox pasó de tener invertidos en acciones suyas casi 35 millones a casi 30 millones. A pesar de esta reducción Acerinox es con mucha diferencia la gran apuesta del mercado nacional (ver ilustración 40).

**ILUSTRACIÓN 40: INVERSIÓN DE MORINVEST EN ACCIONES NACIONALES A FINALES DE 2014.**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)



En el sector inmobiliario Morinvest compensó la reducción del peso en cartera de dos SOCIMIs como Lar España e Hispania con la entrada de Merlin Properties. Como novedades en su cartera incorporó valores de Enagás y Abengoa. Teniendo en cuenta las entradas y salidas durante el 2014, Morinvest redujo su inversión en renta variable nacional en unos 15 millones de euros.

Gran parte de estos 15 millones fueron a parar a renta variable extranjera pues se pasó de tener invertidos poco más de 18 millones a más de 29 millones y medio. Este incremento se debió principalmente a la entrada en la compañía petrolera Talisman Energy por valor de 6.5 millones y en tres compañías tecnológicas como son Atos Origin, Informatica Corp., Nice Systems y Riverbed Technology de las cuales adquirió acciones valoradas en 3.5 ,2.5 ,1.4 y 1.1 millones respectivamente. Por el contrario se liberó de las acciones de Schneider Electric y Telecom Italia.

En renta fija se le fueron casi 80 millones lo que supuso un incremento de más del 50% con respecto al periodo anterior. Las operaciones más importantes en renta fija por cuantía fueron la compra de bonos subordinados de tres empresas españolas como son FCC, OHL y Abengoa por un montante de 11.7, 12.4 y 5.2 millones y con vencimiento en 2020, 2015 y 2018 respectivamente. También invirtió en el sector financiero patrio comprando renta fija de entidades financieras como Banco Santander, BBVA y Banco Popular. Además, también se encontraron como novedades las inversiones en deuda privada de empresas como Genel Energy, Petroleos de Venezuela, LBG Capital y en deuda pública de Buenos Aires. A lo largo de 2014 vencieron los bonos que Morinvest tenía en deuda de FCC, ACS, Abengoa y de Buenos Aires por valor de 12.1, 3.8, 6.7 y 1.4 millones respectivamente.

Anteriormente se ha dicho que la apuesta clara de Morinvest, en 2014 fue la inversión en Instituciones de inversión colectiva sobretodo en fondos extranjeros, que fue de 225 millones. De este modo el fondo extranjero que contó con la mayor inversión de todas es Lontana Umbrella Fund con un inversión en millones de euros de 26, le sigue aunque muy por debajo la inversión de 14.7 millones, 6.3 más que el periodo anterior, en Fundsmith Equity Feeder, por debajo de este último, destacar la inversión en el fondo Gartimore-UK de 10.7 millones y fondos como CF Odey FD. y Schroder Gaja Egerton European que rozaron una participación de 9 millones en cada uno.

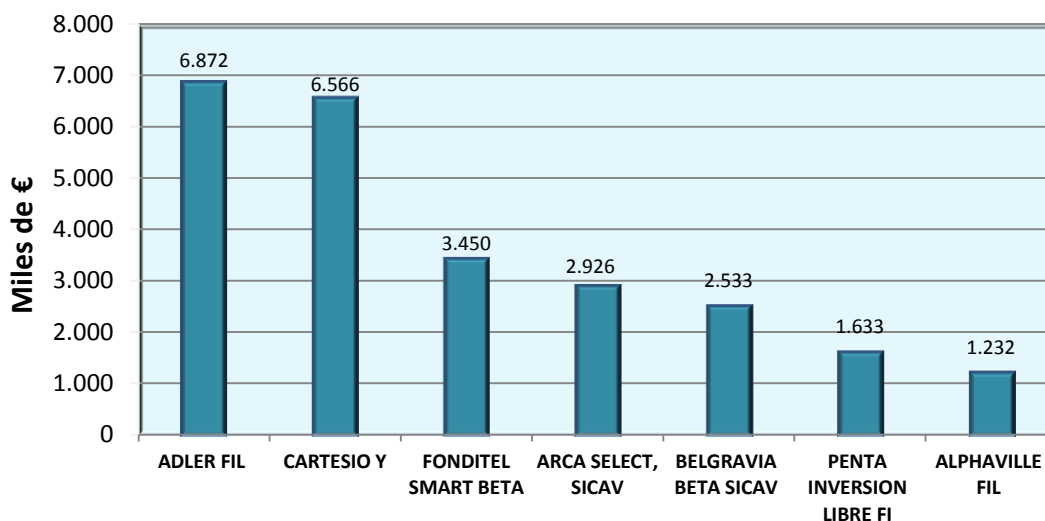
Como novedades en la cartera de Morinvest en IIC extranjeras el 2014 cabe destacar la inversión de unos 6.5 millones en cada de los siguientes fondos: Children investment, JP Morgan Funds, DG Platinum y Arcadioan Global. Un escalón por

debajo se situaron los fondos Hermes Asia, GLG Investment y AXA World en los que Morinvest entró con una inversión de alrededor de 5 millones en cada uno. En contraposición se produjo la salida entre otros de Schroder Gaja Paulson, Alaken Fund, Global x Guru, Ignis ABS Fund.

Centrándose en la inversión en instituciones de inversión colectiva nacionales, mucho menor que en las extranjeras. Después de la importante salida de Bestinver donde contaba con una inversión de más de 17 millones repartidos en dos fondos, quedó la participación en los fondos Adler y Cartesio como las más elevadas. Asimismo salió del fondo Penta y de la SICAV Belgravia donde sumaba una inversión de 1.6 y 1.4 millones respectivamente, pero a su vez durante el 2014 volvió a entrar en estas mismas entidades con una inversión en la SICAV de 2.5 millones, mientras que en el fondo invirtió un poco menos 1.6 millones.

**GRÁFICO 27**

**ILUSTRACIÓN 41: INVERSIÓN DE MORINVEST EN IIC NACIONALES A FINALES DE 2014.**



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)*

Por último, comentar la liquidación de dos de los tres depósitos que Morinvest tenía contratados con el Banco Popular por un importe de 20 millones cada uno, conservando de este modo el depósito restante por un importe, en este caso, de 5 millones.

#### *4.2.1.2 Análisis de la rentabilidad*

Para acabar con este capítulo se va a hacer un análisis de la rentabilidad de la empresa de los últimos 10 años comparándolo con la rentabilidad de las 15 mayores SICAVs por patrimonio gestionado en 2014 de nuestro país. Puesto que Morinvest SICAV se encuentra en el puesto de número dos de este ranking se considera interesante compararla con SICAVs de similares características en cuanto a patrimonio.

En la ilustración 42 se muestra rentabilidad acumulada anual de Morinvest y la rentabilidad media de los últimos 10 años. En la tabla 16 se presenta las 15 mayores SICAVs por patrimonio gestionado a finales de 2014 y la rentabilidad acumulada anual de cada una de ellas, su rentabilidad media de los últimos 10 años y la rentabilidad media anual para el conjunto de “las 15”. Indicar que los años en los que no existen datos en algunas SICAVs es porque se crearon en años posteriores a 2005.

Al igual que ocurre con el resto de magnitudes analizadas anteriormente, también en el caso de la rentabilidad se percibe la incidencia de la crisis hipotecaria de 2008 y la crisis de deuda de 2011 (ver ilustración 42 y 43). En 2008 tanto la rentabilidad de Morinvest como la del conjunto de las 15 SICAVs más grandes obtuvieron una rentabilidad negativa provocada por la fuerte caída de las bolsas mundiales pero pronto se recuperaron puesto que en el 2009 obtienen una de las mejores rentabilidades del periodo. En 2010, en general, la caída no fue tan contundente, incluso en el caso de Morinvest no se llegó a alcanzar una rentabilidad negativa, hecho que sí ocurrió para el “Top 15” aunque la caída de la rentabilidad fue menos acusada que la de años anteriores.

**ILUSTRACIÓN 42: RENTABILIDAD MEDIA MORINVEST. (2005-2014)**

Morinvest	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Rntb. Periodo
Rentabilidad %	16,62	8,84	0,80	-21,35	14,92	6,61	1,13	9,18	9,19	5,94	5,19

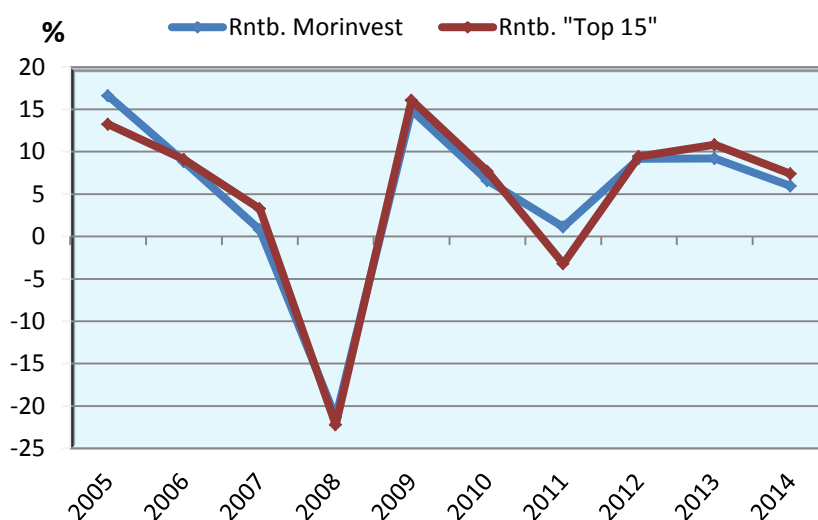
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

**ILUSTRACIÓN 43: RENTABILIDAD MEDIA "TOP 15 SICAV". (2005-2014)**

TOP 15 SICAV	Patrimonio 2014 miles de €	Nº Accionistas	Rentabilidad										Rntb. Periodo
			2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	%
Torrenova	1.084.216	4.627	10,30	7,00	4,73	-5,40	4,18	3,48	1,81	6,65	6,17	3,51	4,24
Morinvest	494.943	109	16,62	8,84	0,80	-21,35	14,92	6,61	1,13	9,18	9,19	5,94	5,19
Soandres	402.522	122	14,26	4,07	1,65	-18,48	12,78	8,14	-0,94	8,38	5,90	6,99	4,28
Elitia/Agrippa	386.055	133	13,90	5,55	-0,24	-21,70	17,53	13,95	-3,98	11,18	8,80	9,53	5,45
Cartera Bellver	355.953	1.876	12,00	9,40	5,00	-17,10	8,90	7,40	-2,20	11,07	9,50	6,00	5,00
Allocation	337.885	111	13,53	7,20	7,17	-18,15	11,81	11,70	-5,59	4,44	3,18	9,79	4,51
Cartera Mobiliaria	322.098	3.764	-	16,14	6,60	-18,94	11,05	-0,98	-2,05	4,83	14,70	9,36	4,52
Soixa	273.621	228	-	-	-0,82	-39,74	34,30	21,77	-9,19	18,30	32,56	2,78	7,50
Chart	269.126	112	-	-	1,27	-2,19	7,70	0,32	1,23	5,81	5,50	7,50	3,39
Kalyani	224.675	154	9,99	14,92	-1,40	-48,49	8,15	-2,94	-0,26	14,92	8,10	9,11	1,21
Herprisa	207.418	118	-	-	-	-	-	-	-	11,97	12,10	9,74	11,27
Lluc valores	181.545	1.339	17,20	10,20	11,54	-28,80	22,69	12,77	-9,73	15,60	12,30	6,83	7,06
Gesprisa	170.677	137	-	-	-	-	47,44	14,34	-9,67	8,70	15,86	9,39	14,34
Brunara	156.495	7.722	11,36	7,54	3,17	-26,51	20,70	7,90	-5,84	7,30	9,68	8,38	4,37
Swift	146.040	110	-	-	-	-	3,04	3,43	0,02	2,85	8,72	5,90	3,99
Rntb. Anual %			13,24	9,09	3,29	-22,24	16,09	7,71	-3,23	9,41	10,82	7,38	8,03

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)

**ILUSTRACIÓN 44: RENTABILIDAD MORINVEST VS RENTABILIDAD "TOP 15". (2005-2014)**



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV (2015)*

Representando la evolución la rentabilidad de Morinvest y del "Top 15" se obtiene la ilustración anterior, en el que se puede contemplar que el comportamiento de la rentabilidad de Morinvest es prácticamente idéntico al del conjunto de las 15 mayores SICAVs.

Fijándose en los datos, la rentabilidad media del periodo de Morinvest (5.19%) está por debajo de la conseguida por el conjunto de las 15 mayores SICAVs (8.03%). En definitiva aunque haya existido años de grave situación económica mundial en el medio plazo la rentabilidad media de las SICAVs ha conseguido mantenerse en positivo.



# CONCLUSIONES

Teniendo en cuenta lo todo lo analizado en las páginas anteriores de este estudio sobre las sociedades de inversión de capital variable no se puede concluir que las SICAVs en sí mismo sean un vehículo financiero creado ex profeso para evadir impuestos por parte de las clases altas de nuestro país. Del mismo modo que no se puede culpar a una empresa que fabrica cuchillos de la muerte de las personas que haya sido asesinadas con un utensilio que ella ha producido. Lo reprochable está en el uso que de las SICAVs realizan algunos individuos aprovechándose de sus bondades fiscales para gestionar sus patrimonios personales individuales y familiares a un coste mucho menor que si lo hiciesen a través de sociedades anónimas comunes, yendo así contra el carácter colectivo que se le presupone a las SICAVs.

En su concepción las SICAVs son instrumentos financieros de carácter colectivo que pretender servir como agente dinamizador y canalizador de las inversiones financieras haciendo accesible la entrada en los mercados financieros a ahorradores en unas condiciones más ventajosas (menores costes, aprovechamiento de economías de escala y menor riesgo mediante la diversificación) que si lo hiciesen de forma individual y directa.

Se caracteriza principalmente por la variabilidad de su capital social, que sirve como mecanismo de ajuste entre su valor patrimonial y su valor de mercado, y por su gran liquidez, pues invierte en activos de muy fácil y rápida conversión en líquido. En materia fiscal es su tipo de tributación especial del 1%, la característica más destacable y también la más controvertida, pues el tipo normal del impuesto de sociedades es del 28% en 2015. Este tipo reducido no conlleva una intención perversa sino simplemente tiene como finalidad de igualar en cierta forma el gravamen que se padece al invertir a través de un fondo o directamente en bolsa. Es cierto que mientras una persona que invierte de manera individual en la bolsa por ejemplo, tiene que pagar al fisco anualmente por la plusvalía obtenida en cada operación, si eres accionista de una SICAV no lo tiene que hacer hasta el momento en que retire sus ganancias de capital o dividendo, en definitiva se permite diferir la tributación. Esto se hizo con la finalidad de simplificar procedimientos y hacer más sencilla la operativa con tal de incentivar la entrada de pequeños ahorradores al mercado financiero y así atraer recursos hacia las empresas.

Hasta aquí no se puede reprochar nada a las SICAVs. Uno puede estar en contra o a favor de su presencia en el ordenamiento jurídico por un tema práctico, de utilidad pero no por ser en sí mismas unas entidades malélicas.



Pero como coloquialmente se dice “hecha la Ley hecha la trampa” los grandes patrimonios vieron en esta figura societaria la posibilidad de gestionar su patrimonio individual pagando muchos menos al fisco, solo tenían que sortear el obstáculo de los 100 socios, que hicieron empleando los llamados “mariachis” de manera que una sola persona posee la mayoría de la inversión (en algunos casos el 99.99% de las acciones está en manos de una sola persona) y el control absoluto de la sociedad.

He aquí lo reprochable, la utilización contra natura que hacen estos individuos. Y siguiendo con la metáfora anterior, del mismo modo que se persigue a las personas que cometen el asesinato con el cuchillo y no a la empresa fabricante, se debería perseguir a las personas que hacen un mal uso de estas figuras societarias y no demonizar a las propias SICAVs.

Nada más lejos de la realidad, visto las actuaciones de los gobiernos de turno en los últimos años (ya sea del Partido Popular o del Partido Socialista) que en lugar de dotar de medios y de un marco legislativo a la Administración Tributaria en el cual poder apoyar sus actuaciones para acabar con este tipo de prácticas fraudulentas, se ha dedicado a todo lo contrario, despojar a la Inspección de Hacienda de la facultad de comprobar el cumplimiento de los requisitos de las SICAVs limitando su campo de actuación, y a rebajar los requisitos necesarios para obtener la categoría de SICAV.

La solución parece clara y ya la propuso el Partido Socialista cuando era oposición, simplemente bastaría con determinar un porcentaje máximo de participación por accionista en el capital social de la SICAV, traspasado el cual la sociedad perdería su régimen fiscal especial y pasaría a tributar por el régimen general del impuesto de sociedades. Pero curiosamente cuando llegó al poder tiempo después no implementó su propuesta. Otra posible solución sería volver a dotar a la Agencia Tributaria de medios y potestad para investigar y sancionar a las SICAV que observe que no cumplen efectivamente con los requisitos para ser consideradas como tales, en menoscabo de la igualdad impositiva.

Ya no tanto como solución, sino más bien como optar por un mal menor, siguiendo el modelo francés se podría obligar a las SICAVs españolas a que dediquen parte importante de sus inversiones a la industria nacional española y a adquirir deuda pública de nuestro país, para poder disfrutar del tipo de gravamen especial del 1% y demás ventajas fiscales que en este estudio se han identificado.

En síntesis queda claro que sin una auténtica y decidida voluntad política de implementar estas medidas las SICAV seguirán utilizándose como un instrumento mediante el cual los grandes patrimonios administran sus inversiones individuales, pero no debemos culpar de ello a la propia existencia de este tipo de sociedades si no al mal uso que de ellas realizan algunos y a la permisividad y pasotismo de la clase política en torno a las SICAV.

Con respecto al último capítulo, se observa la gran incidencia que tuvo la crisis iniciada en 2008, en Estados Unidos y que pronto contagió a las economías europeas y mundiales, en el sector financiero por ende en las instituciones de inversión colectiva y las SICAVs. Las consecuencias de esta época de recesión severa, se tradujeron en el sector de las SICAVs, en una reducción, de sus principales magnitudes como su patrimonio gestionado, el número de sociedades registradas y el número de socios y en un cambio de estrategia que se fue efectuando durante los años posteriores al 2008 y confirmándose en estos dos últimos años, en donde el sector ha ido apostando paulatinamente por las inversiones en el exterior en detrimento de la cartera interna y a su vez se ha optado cada vez más por los activos de renta variable en menoscabo de la renta fija. Todo esto se da de igual modo en el caso de Morinvest SICAV a excepción de la reducción en el número de socios, pues en este caso concreto los socios permanecieron prácticamente invariables fruto del carácter instrumental que tiene esta SICAV puesto que es la SICAV personal de la señora Koplowitz.

# BIBLIOGRAFÍA

## **MONOGRAFÍAS**

CUERVO GRACÍA, A (2008). *“Manual del sistema financiero español”*. Ed. Ariel, Barcelona

KAUFMAN, GEORGE G.(1978). *“El dinero, el sistema financiero y la economía”*. Ed. Eunsa, Pamplona,

MANZNO, DANIEL Y VALERO, FRANCISCO J (2012). *“Guía del sistema financiero español”*. Ed. Ediciones empresa global, Madrid

ROCAFORT, GUILLERMO (2011). *“SICAV, paraíso fiscal. Los ricos sólo contribuyen con el 1%”*. Ed. Rambla, Madrid

SAMUELSON, PAUL ANTHONY Y NORDHAUS, WILLIAM D. (2006). *“Economía”*. Ed. Aravaca, Madrid, McGraw-Hill

URÍA, FRANCISCO (2007). *“Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva”*. Ed. La ley, Madrid

## **LEGISLACIÓN**

Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991. (BOE núm. 311 de 28 de Diciembre de 1990)

Ley 13/1994, de 1 de junio, de autonomía del Banco de España. (BOE núm. 131 de 02 de Junio de 1994)

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. (BOE núm. 265, de 05/11/2003)

Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio. (BOE núm. 285, de 29/11/2006)

Ley 39/2010, de 22 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2011. (BOE núm. 311 de 23 de Diciembre de 2010)

Ley 31/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. (BOE núm. 240 de 05 de Octubre de 2011)

Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (BOE núm. 288, de 28 de noviembre de 2014, páginas 96939 a 97097)

Ley 26/2014, de 27 de noviembre, por la que se modifican la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, y otras normas tributarias. (BOE núm. 288, de 28 de noviembre de 2014, páginas 96860 a 96938)

Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados. (BOE núm. 251 de 20 de Octubre de 1993)

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. (BOE núm. 161 de 03 de Julio de 2010)

Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. (BOE núm. 173 de 20 de Julio de 2012)

### **CONSULTAS ELECTRÓNICAS**

BANCO CENTRAL EUROPEO (2014). “Guía de supervisión bancaria”. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ssmguidebankingsupervision201409es.pdf?c9d394c80f9da1a439c5c5f4a37bb676> [21 de marzo de 2014]

BANCO DE ESPAÑA (2010). “La reestructuración de las cajas de ahorro en España”. Nota informativa. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/ReestructuracionSectorFinanciero/Ficheros/es/presbe22.pdf> [3 de marzo de 2015]

BANCO DE ESPAÑA (2011). “El proceso de reestructuración de las cajas de ahorro”. Nota informativa. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/ReestructuracionSectorFinanciero/Ficheros/es/notareformacajas130711.pdf> [4 de marzo de 2015]

BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2013). “Mercado alternativo bursátil (MAB). SICAV. Descripción del modelo de mercado”. Disponible en:

[https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/SICAVS/MODELO\\_DE\\_MERCADO\\_MAB\\_SICAV\\_versi%C3%B3nfinal.pdf](https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/SICAVS/MODELO_DE_MERCADO_MAB_SICAV_versi%C3%B3nfinal.pdf) [varias consultas]

CECA (2015). “Proceso de reestructuración. Sector cajas de ahorro”. Informe de avances, 5 de junio de 2015. Disponible en: <http://www.ceca.es/wp-content/uploads/2015/01/Reestructuraci%C3%B3n-13-2-2015.pdf> [25 de febrero de 2015]

CINCODIAS (2014). “El Parlamento europeo cierra el círculo de la unión bancaria”. Disponible en: [http://cincodias.com/cincodias/2014/04/15/mercados/1397581483\\_604962.html](http://cincodias.com/cincodias/2014/04/15/mercados/1397581483_604962.html) [7 de marzo de 2015]

COMISIÓN EUROPEA (2012). “Hoja de ruta hacia una unión bancaria”. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0510:FIN:ES:PDF> [1 de abril de 2014]

COMISIÓN EUROPEA (2014). “La unión bancaria es un hecho. Los contribuyentes no tendrán que soportar más el rescate de los bancos”. Disponible en: [http://ec.europa.eu/spain/actualidad-y-prensa/noticias/economia-en-la-union-europea/union-bancaria\\_es.htmv](http://ec.europa.eu/spain/actualidad-y-prensa/noticias/economia-en-la-union-europea/union-bancaria_es.htmv) [7 de marzo de 2015]

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2014). “¿Qué se entiende por sistema financiero?” Plan de educación financiera. Finanzas para todos. Disponible en: <http://www.finanzasparatodos.es/es/productosyservicios/introduccion/sistemafinanciero.html> [20 de noviembre 2014]

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2015). “Morinvest, SICAV SA.” Disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/IIC/SociedadIIC.aspx?nif=A-81876997> [varias consultas]

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2015). “Publicaciones; estadísticas; series estadísticas; IIC financieras; Sociedades de inversión.” Disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/SeriesWeb/Inicio.aspx?codrama=1040> [varias consultas]

DIARIO LA LEY (2008). “Los Planes de Inspección de las SICAV”. disponible en: [http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAEAO29B2AcSZYlJi9tynt\\_SvVK1-B0oQiAYBMk2JBAEOzBiM3mkuwdaUcjKasqgcplVmVdZhZAzO2dvPfee--999577733ujudTif33\\_8\\_XGZkAWz2zkrayZ4hgKrlHz9-fB8\\_lorZ7LPT33sHz-7Opw8e\\_sLLvG6KavnZ3s7Owc69nQf4oDi\\_flpN31yv8s\\_Os7LJ\\_x-NzLkRNQAAAA==WKE](http://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAEAO29B2AcSZYlJi9tynt_SvVK1-B0oQiAYBMk2JBAEOzBiM3mkuwdaUcjKasqgcplVmVdZhZAzO2dvPfee--999577733ujudTif33_8_XGZkAWz2zkrayZ4hgKrlHz9-fB8_lorZ7LPT33sHz-7Opw8e_sLLvG6KavnZ3s7Owc69nQf4oDi_flpN31yv8s_Os7LJ_x-NzLkRNQAAAA==WKE) [11 de septiembre de 2015]

DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES (2014). Estructura y funciones de la DGSFP. Disponible en: <https://www.dgsfp.mineco.es/direcciongeneral/ladgsfp.asp> [23 de noviembre 2014]

EL CONFIDENCIAL (2013). “Cinco años y 100.000 millones después: historia del rescate de la banca española”. Disponible en: [http://www.elconfidencial.com/empresas/2013-09-08/cuanto-ha-costado-de-verdad-el-rescate-de-la-banca-100-000-millones-de-euros\\_25562/](http://www.elconfidencial.com/empresas/2013-09-08/cuanto-ha-costado-de-verdad-el-rescate-de-la-banca-100-000-millones-de-euros_25562/) [15 de marzo de 2015]

EL CONFIDENCIAL (2013). “¿Cuánto ha costado de verdad el rescate de la banca? 100.000 millones de euros”. Disponible en: [http://www.elconfidencial.com/empresas/2013-09-08/cuanto-ha-costado-de-verdad-el-rescate-de-la-banca-100-000-millones-de-euros\\_25562/](http://www.elconfidencial.com/empresas/2013-09-08/cuanto-ha-costado-de-verdad-el-rescate-de-la-banca-100-000-millones-de-euros_25562/) [20 de abril]

EL PAIS (2014). “Unión Bancaria, año cero”. Disponible en: [http://elpais.com/elpais/2014/04/17/opinion/1397764869\\_235736.html](http://elpais.com/elpais/2014/04/17/opinion/1397764869_235736.html) [5 de marzo de 2015]

EUROPEAN COMMISSION (2015). “Banking union: restoring financial stability in the Eurozone”. Memo, Brussels. Disponible en: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-294\\_es.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-294_es.htm) [12 de mayo de 2015]

EXPANSIÓN (2013). “Ganadores y perdedores: el nuevo mapa bancario tras cinco años de crisis”. Disponible en: <http://www.expansion.com/2013/06/12/empresas/banca/1371040720.html> [24 de febrero de 2015]

EXPANSIÓN (2014). Diccionario económico. Disponible en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico.html> [varias consultas]

FUNDACIÓN INVERCO (2007). “Medio siglo de inversión colectiva en España”. Disponible en: <http://www.inverco.es/archivosdb/medio-siglo-de-inversion-colectiva-en-espaa.pdf> [varias consultas]

FUNDACIÓN INVERCO (2012). “Características generales de las instituciones de inversión colectiva”. Disponible en: <http://www.inverco.es/archivosdb/medio-siglo-de-inversion-colectiva-en-espaa.pdf> [varias consultas]

MARDOMINGO COZAS, JESÚS (2012). “Las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero”. Disponible en: [http://www.cuatrecasas.com/media\\_repository/docs/esp/las\\_instituciones\\_de\\_inversion\\_colectiva\\_de\\_caracter\\_financiero\\_187.pdf](http://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/las_instituciones_de_inversion_colectiva_de_caracter_financiero_187.pdf) [varias consultas]

MINISTERIO DE ASUNTOS EXTERIORES Y DE COOPERACIÓN (2012). “Memorando de entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera”. Disponible en: [http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2012/120720\\_MOU\\_espanyol\\_2\\_rubrica\\_MECC\\_VVV.pdf](http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2012/120720_MOU_espanyol_2_rubrica_MECC_VVV.pdf) [17 de marzo de 2015]

PARLAMENTO EUROPEO (2014). “El sistema europeo de supervisión financiera”. Fichas técnica sobre la Unión Europea. Disponible en: [http://www.europarl.europa.eu/aboutparliament/es/displayFtu.html?ftuid=FTU\\_3.2.5.html](http://www.europarl.europa.eu/aboutparliament/es/displayFtu.html?ftuid=FTU_3.2.5.html) [29 de abril de 2015]



