

Grau d'Administració i Direcció d'Empreses

Títol: Les Societats d'Inversió de Capital Variable: fins quan?

Autoria: Jaume Oliver Cladera

Tutoria: Pablo Coria Vega

Departament: Economia

Curs acadèmic: 2021-2022



UNIVERSITAT DE
BARCELONA

Facultat d'Economia
i Empresa

RESUM

La inversió col·lectiva ha estat una fórmula d'inversió i estalvi popularitzada arreu del món, principalment, durant els darrers vint anys. A Espanya, aquest mètode s'ha materialitzat, sobretot, en forma de Fons d'Inversió i Societats d'Inversió Col·lectiva (SICAV). Aquesta última és la que centra l'atenció en el nostre treball, on s'ha analitzat la seva evolució, els seus beneficis fiscals, si han complert amb els objectius principals pels quals foren creades i el futur que els espera. Per acabar, exemplificarem aquest estalvi fiscal amb tres destacades societats d'inversió i, a partir d'aquest estalvi, les plusvàlues que pot generar la reinversió d'aquestes.

Paraules clau: SICAV, Fons d'Inversió, Institucions d'Inversió Col·lectiva, impost, estalvi fiscal.

ABSTRACT

OPEN-END INVESTMENT COMPANIES: How much longer?

Collective investment has been a popular investment and savings formula around the world, mainly for the last twenty years. In Spain, this method has been materialized, above all, in the form of Investment Funds and Open-end Investment Companies (SICAVs). This last one, which during its history has also served as a mechanism for tax evasion, is the focus of our project. What we have done is to analyse their evolution (in Spain and around the world), their tax benefits and if they have reached the main goals for which they were created, which in general, we can say that they were to hold capital and encourage middle class investment. In addition, these companies have recently been affected by the approval of the *Law 11/2021*, which has induced to a considerable decrease in the number of these companies due to the formal restrictions they have suffered; against this background, we will also ask ourselves about the future of SICAVs. Finally, we will exemplify this tax saving with three important investment companies and, based on this savings, the capital gains that can be generated by their reinvestment. To do this, we have taken into account the annual return obtained by them during the period from 2011 to 2020.

Keywords: SICAV, Investment Funds, Collective Investment Institutions, tax, tax savings.

ÍNDEX

I. INTRODUCCIÓ	5
II. LES INSTITUCIONS D'INVERSIÓ COL·LECTIVA (IIC)	7
1. QUÈ SÓN?	7
2. TIPUS: FONDS I SOCIETATS	10
III. LES SOCIETATS D'INVERSIÓ DE CAPITAL VARIABLE	15
1. QUÈ SÓN: ORIGEN I COM HAN EVOLUCIONAT A ESPANYA	15
2. REQUISITS	20
3. SISTEMA DE TRIBUTACIÓ	21
4. LA LLEI 11/2021	22
5. COMPARACIÓ AMB ALTRES PAÏSOS	23
6. ANÀLISI DE CAPTACIÓ O RETENCIÓ DE CAPITAL	26
IV. EXEMPLES DE L'ESTALVI FISCAL EN LES SICAV	28
1. ESTALVI FISCAL EN L'IMPOST DE SOCIETATS	28
1.1. TORRENOVA INVERSIONES, SICAV, SA	28
1.2. SOANDRES DE ACTIVOS, SICAV, SA	29
1.3. MORINVEST, SICAV, SA	30
2. BENEFICIS FINANCERS EN EL DIFERIMENT DE LA TRIBUTACIÓ	32
V. CONCLUSIONS	34
VI. BIBLIOGRAFIA	36
ANNEX	41
ANNEX 1 – TRIBUTACIÓ DE LES IIC EN PAÏSOS EUROPEUS	42
ANNEX 2 – BENEFICIS, RESULTATS I IMPOSTS SICAV	43
ANNEX 3 – REINVERSIÓ DELS BENEFICIS FISCALS	45

I. INTRODUCCIÓ

El passat 9 de juliol de 2021, el Congrés de Diputats aprovà la *Llei 11/2021*, que té per objectiu la prevenció i lluita contra el frau fiscal. Concretament, a l'article primer es fa menció als nous requisits que hauran de complir les **Societats d'Inversió de Capital Variable (SICAV)**, d'ara en endavant) per poder seguir beneficiant-se de la tributació a l'1%¹. Es tracta de la modificació a la Llei d'Impost de Societats de la lletra a) de l'apartat 4 de l'article 29. Aquests estrictes requisits pretenen estrènyer el cèrcol de les societats que compleixin les condicions per poder lucrar-se d'aquests avantatges fiscals.

Aquest sistema de tributació sorgí poc després de que la mort del dictador Francisco Franco posés punt i final a 36 anys de dictadura a l'Estat Espanyol. En una època on la inestabilitat econòmica i política era latent en el país, el govern socialista presidit per Felipe González (1982-1986) elaborà la *Llei 46/1984, de 26 de desembre, reguladora de les Institucions d'Inversió Col·lectiva* amb l'objectiu d'atreure capital i evitar-ne fugues de les fortunes més elevades. Tot i això, la finalitat per les que foren creades poden haver-se convertit en una arma de doble tall, perquè de la mateixa manera que ajuden a evitar la fuga de capital, pot ser s'estigui incentivant l'elusió fiscal a ulls d'altres contribuents.

Fins a dia d'avui, els **beneficis fiscals** que han suposat i suposen el fet d'invertir a través d'aquest tipus de societats han estat a l'ordre del dia del debat polític i del conjunt de la població. Personalitats com Amancio Ortega, Gerard Piqué, la família March, Pedro Almodóvar o Alicia Koplowitz són algunes de les grans fortunes espanyoles que han posseït o posseeixen un gran percentatge d'accions de les seves pròpies SICAV. A través d'aquest vehicle d'inversió financera s'obté un benefici després d'imposts més elevat que el d'una societat comú (que tributa, a efectes normals, en un 25%² sobre el seu benefici), la qual cosa permet tenir més capital disponible per a seguir realitzant inversions i, així, poder fer créixer el patrimoni de la companyia i, en conseqüència, el dels seus participants. A efectes reals el que es provoca és un diferiment de la tributació.

Però què són les SICAV? Les SICAV són instruments d'inversió financera que estan compresos dintre de les **Institucions d'Inversió Col·lectiva (IIC)**, d'ara en endavant) i que es caracteritzen per haver de complir una sèrie de requisits, com per exemple haver de tenir un capital inicial de 2.400.000 d'euros i un mínim de participació de 100 socis, que han d'aportar un mínim de 2.500€ cada un. A diferència dels Fons d'Inversió (que també són considerats IIC) les SICAV gaudeixen de personalitat jurídica i, a més, el seu Consell d'Administració serà l'encarregat de dictaminar les inversions que es duran a terme.

¹ Boletín Oficial del Estado núm. 288, de 28 de noviembre de 2014, artículo 29.4.d): *Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto de Sociedades*.

² Boletín Oficial del Estado núm. 288, de 28 de noviembre de 2014, artículo 29.1: *Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto de Sociedades*.

A Espanya, segons les dades publicades per la **Comissió Nacional del Mercat de Valors** (CNMV, d'ara en endavant) el tercer trimestre de 2021 hi havia un total de 2.307 SICAV que comptaven amb un total de 344.690 accionistes i que gestionaven un patrimoni d'inversió col·lectiva de 28.089 milions d'euros³. Tot i això, hem vist com al llarg dels darrers anys el nombre d'aquestes societats ha disminuït considerablement. Per ser més exactes i a partir de l'entrada en vigor de la *Llei 11/2021*, durant el primer trimestre de l'any 2022 s'han liquidat més de 800 SICAV⁴, a banda de les transformacions i fusions que han sofert algunes d'elles. Davant d'aquests fets, el futur de les SICAV no sembla ser gaire prometedor en el territori de l'economia espanyol. En aquest treball es plantejarà quin pot ser l'esdevenir d'aquestes institucions d'inversió analitzant la seva evolució durant els darrers anys.

La qual cosa, després del que hem assenyalat anteriorment, caldria preguntar-se, són les SICAV tan beneficioses semblen? Aquesta serà la pregunta que tractarem de resoldre al llarg d'aquest treball, on analitzarem a fons aquest tipus d'institucions financeres per entendre els avantatges fiscals (i, en conseqüència, financers) que tenen i quin futur els espera.

Per fer-ho, primerament es definirà que és una IIC i els tipus que hi ha, entre les quals es troben les SICAV. Seguidament, s'explicarà que són exactament aquests tipus de societats i els requisits que es necessiten complir a l'hora de la seva creació. Estudiarem també la seva tributació i els canvis legislatius que han sofert al llarg de la seva història per entendre'n la seva evolució; arrel d'això, es farà especial èmfasi a l'aprovació de la ja mencionada *Llei 11/2021*. A més, es realitzarà una comparació amb altres països de la Unió Europea que disposen d'aquest tipus de vehicles d'inversió i s'analitzarà si han servit per captar o retenir capital en l'economia espanyola.

Finalment, estudiarem els beneficis de tres de les SICAV més importants d'aquest país: **Torrenova de Inversiones** (propietat de la família March), **Soandres de Activos** (propietat de la família Ortega) i **Morinvest** (propietat de Alicia Kopolowitz). Primerament, veurem l'estalvi fiscal que han obtingut durant el període 2011-2020. Seguidament, farem una aproximació a les plusvàlues que s'haurien obtingut de la reinversió d'aquest estalvi.

³ Dades extretes de la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (2021). Estadística IIC 2021 3T. https://www.cnmv.es/DocPortal/Estadisticas/IIC/Estadisticas_IIC_2021_3T.pdf

⁴ Dades extretes de *Bolsas y Mercados Españoles*. Avisos, Hechos Relevantes y Otra Información de Interés de SICAVs. https://www.bolsasymercados.es/MTF_Equity/esp/SICAV/HechosRelevantes.aspx

II. LES INSTITUCIONS D'INVERSIÓ COL·LECTIVA (IIC)

1. QUÈ SÓN?

S'entén per **Institució d'Inversió Col·lectiva (IIC)** aquells organismes que s'encarreguen de captar estalvi i donar accés directe al finançament de particulars. Això es realitza de forma desintermediada, és a dir, sense passar per intermediaris financers, que en gran majoria són els bancs. En concret, la *Llei 35/2003, del 4 de novembre, d'Institucions d'Inversió Col·lectiva* defineix en el seu primer article que l'objectiu d'aquests organismes és captar fons d'inversionistes per gestionar-los i invertir-los, amb la finalitat d'extreure'n un rendiment futur. Com a particularitat, cal dir que les plusvàlues aconseguides aniran en funció de resultats col·lectius.

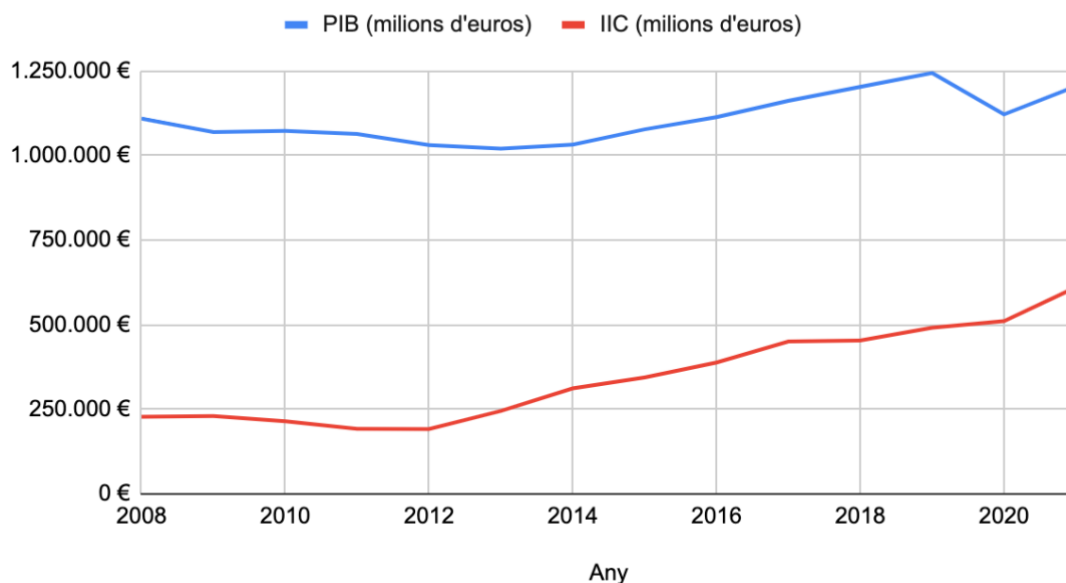
Aquest tipus d'institucions poden prendre dues formes jurídiques que veurem al llarg del treball: el **Fons d'Inversió** i les **Societats d'Inversió**; aquestes últimes son les que centraran bona part d'aquest treball. Una altra forma jurídica, que tot i que no s'inclou en les IIC però són similars, són els **Fons de Pensions**.

Històricament, aquest tipus d'institucions venien regulades per la *Llei 46/1984, de 26 de desembre, reguladora de les Institucions d'Inversió Col·lectiva*. L'entrada en vigor d'aquesta regulació va suposar l'assentament de les bases per promoure la inversió col·lectiva a Espanya. En vistes del balanç positiu que se'n desprenia de l'aplicació d'aquesta llei, el 2003 se'n va crear una de nova. L'objectiu principal era seguir pel sender que s'havia obert amb l'anterior i dotar de major seguretat jurídica al sector de la inversió; una seguretat que havia estat minvada arrel dels nombrosos canvis legislatius i derogació d'articles que havien sofert des de la seva creació. És així com es va crear la *Llei 35/2003, del 4 de novembre, d'Institucions d'Inversió Col·lectiva*.

El patrimoni invertit en aquestes institucions ha anat creixent considerablement durant els últims anys a Espanya. Si bé, quan es va redactar la nova llei reguladora el patrimoni suposava un 30% del producte interior brut, actualment podem dir que (amb dades de 2021), el patrimoni de les IIC és prop del 51% del PIB espanyol⁵. Vegem-ne, a continuació, l'evolució d'aquestes dades dels darrers 14 anys, de les quals disposem d'informació:

⁵ Dades extretes de la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (2021). Estadística IIC 2021 3T. https://www.cnmv.es/DocPortal/Estadisticas/IIC/Estadisticas_IIC_2021_3T.pdf

EVOLUCIÓ PIB - PATRIMONI IIC



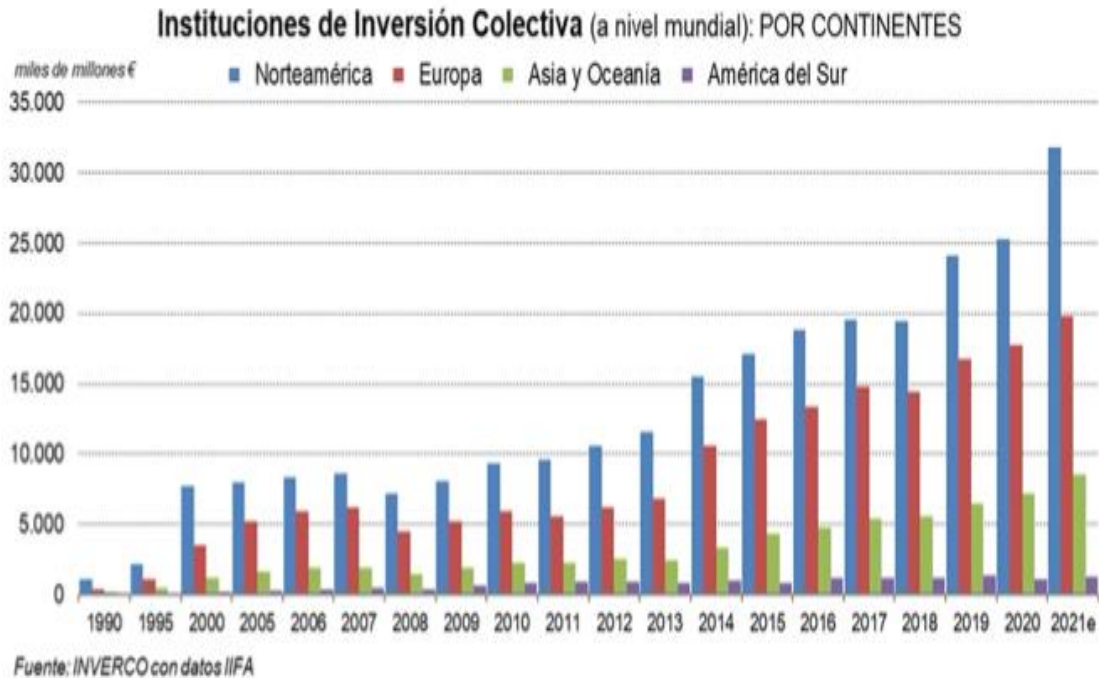
Il·lustració 1: Evolució del PIB espanyol i el patrimoni de les IIC, 2008-2021. Dades de Expansión (datosmacro.com) i CNMV. *Elaboració pròpia.*

Com es pot observar en aquest gràfic, els últims anys, el patrimoni incorporat a les IIC espanyoles s'ha vist incrementat més que proporcionalment en relació al PIB del país; fins i tot, podem veure que les IIC es recuperen abans de la crisi i a un ritme més sostingut. Tot i així, l'evolució de la inversió en IIC a Espanya ha estat més lleu que en altres països ubicats a la Unió Europea i que tenen instruments d'inversió similars a l'espanyol: França, Luxemburg, Alemanya, entre d'altres. Per tenir-ne una referència, l'article analític 4/2020 del Banc d'Espanya: *Evolución de la Industria de la Inversión Colectiva en España entre 2008 y 2019*, apuntava que:

“Els països de la UEM que acumulaven el major percentatge de patrimoni de les IIC registrades en l'àrea euro a finals de 2019 són Luxemburg (34% del total de la UEM) i Irlanda (21%), seguits d'Alemanya (18%) i França (11%), mentre que Espanya es situa en setèim lloc (2%)”. (Álvarez y Mayordomo, 2020, pàg. 4).

No només és a la Unió Europea que existeixen aquests tipus de vehicles financers. De fet, a Estats Units, per la naturalesa de les seves polítiques públiques és on hi ha més presència d'inversió. Això es deu a que a la cultura d'**estalvi per a la jubilació** i a la major consciència de futur en relació a aquesta etapa vital. És cert que, en el país nord-americà predomina la inversió en fons de pensions que, a Espanya, no són reconeguts com a Institucions d'Inversió Col·lectiva, tot i que també rebin un tracte fiscal preferent, tributant al 0%. En el 2019, al país nord-americà tenia dipositat gairebé el 66% del patrimoni dels estalviadors en fons de pensions;

això suposava prop de 19 bilions de dòlars⁶. Vegem, a continuació, la comparativa del patrimoni invertit en IIC segregat per continents; així observarem la superioritat d'Amèrica del Nord en aquest sector:

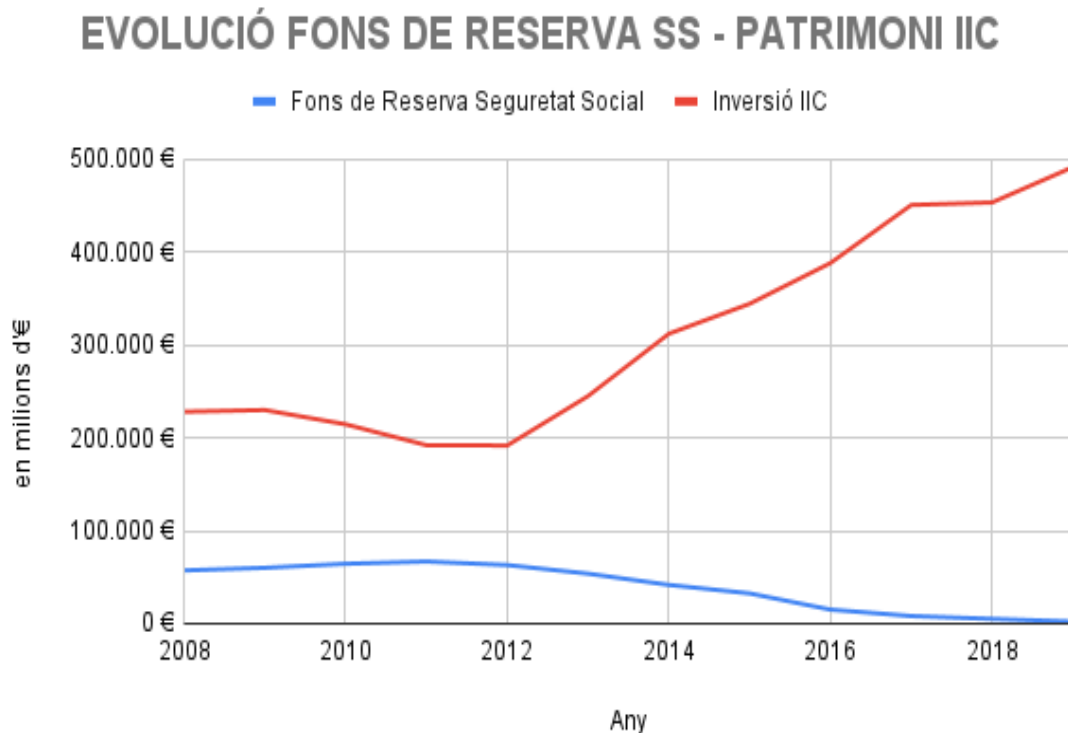


Il·lustració 2: Evolució del patrimoni invertit en IIC per continents, 1990-2021.

Que la Unió Europea i, en concret Espanya, tingui una evolució alcista en quant a inversió en IIC no és casualitat. Aquest indicador ens fa pensar que es pot deure al futur que es preveu en termes de pensions de jubilació. Si observem el següent gràfic, podrem apreciar que en el 2012 es va produir un canvi de tendència clar de la inversió en IIC i el Fons de Reserva de la Seguretat Social. Cal recordar que aquest any es va aprovar el *Reial Decret-Llei 28/2012, de 30 de novembre, de mesures de consolidació i garantia en el sistema de la Seguretat Social*; amb això, s'autoritzava la disposició del Fons de Reserva de la Seguretat Social segons les necessitats que es tinguessin, durant els anys 2012, 2013 i 2014, per poder fer front a les conseqüències de la crisi del 2008. És a dir, es deixava de banda l'article 4 de la *Llei 28/2003, de 29 de setembre*, que limitava l'accés a les pensions. A partir d'aquest any, s'han anat elaborant noves lleis que han prorrogat aquest Reial Decret-Llei, com per exemple, la *Llei General de la Seguretat Social de 2015*. Podem resumir que, durant els anys 2012 fins 2019, s'ha pogut disposar fàcilment d'aquests fons de reserva sense gairebé límits.

⁶ Dades extretes de l'article de l'Institut BBVA de Pensions. *Estados Unidos: Una referencia en el ahorro para la jubilación*. <https://www.jubilaciondefuturo.es/es/blog/mas-de-un-tercio-del-ahorro-de-los-estadounidenses-esta-destinado-a-la-jubilacion.html>

A més, el 2012 entrà al govern el Partit Popular presidit per Mariano Rajoy, el qual va elaborar la *Llei 23/2013, de 23 de desembre, reguladora del Factor de Sostenibilitat i de l'Índex de Revalorització del Sistema de Pensions de la Seguretat Social* com a mesura de reestructuració de les pensions i, sobretot, per combatre el xoc de la jubilació de la generació *baby-boom*. Amb aquesta Llei, el Fons de Reserva (o més reconegut com “guardiola de pensions”) es buidà en un 96,58%⁷, en canvi la inversió en IIC va créixer un 156,33%.



II·lustració 3: Evolució Fons de Reserva Seguretat Social en relació a la inversió en IIC, 2008-2019. Dades d'EPDATA i de la CNMV. *Elaboració pròpia.*

2. TIPUS: FONS I SOCIETATS

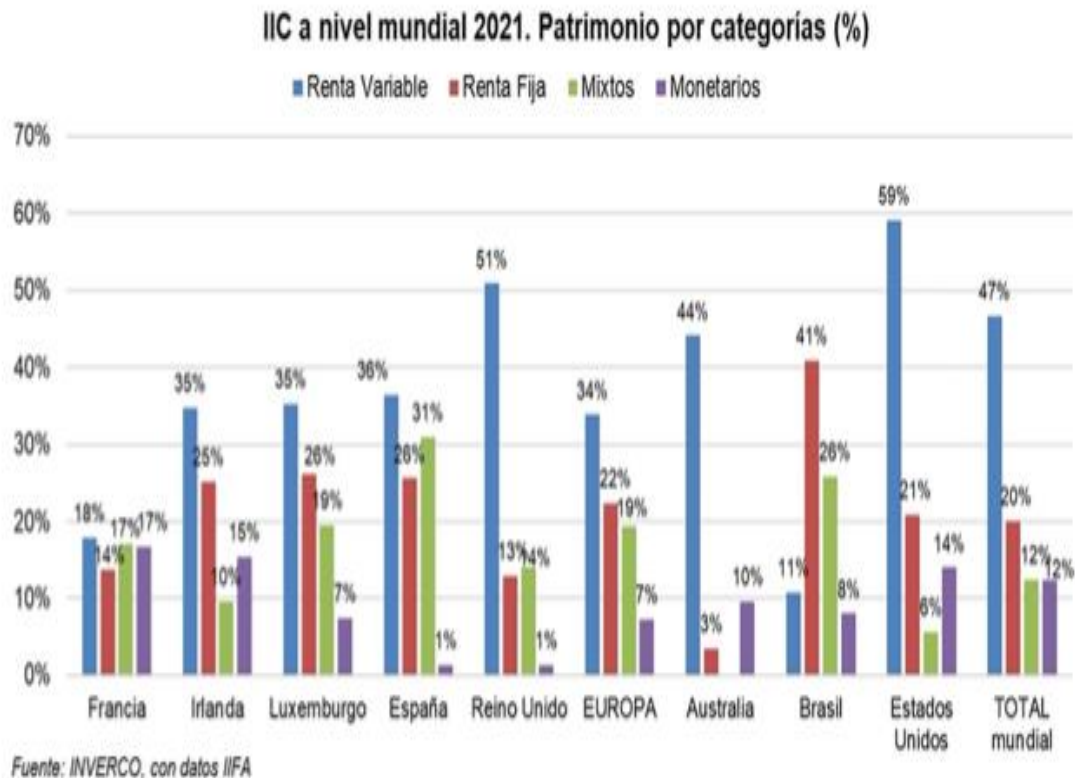
Les Institucions d'Inversió Col·lectiva, principalment, poden prendre dues formes: **fons d'inversió** i **societats d'inversió**. Aquestes últimes són les que principalment ens ocuparan la part àmplia del treball. Cada tipologia jurídica té les seves característiques **fiscals** i de **forma**. En aquests casos, quan parlem de forma ho fem pensant en paràmetres com el nombre de socis mínim que ha de tenir cada vehicle, el capital inicial, l'objecte d'inversió, entre d'altres.

A banda de la forma jurídica que tenen, podem classificar la rendibilitat de les inversions de moltes maneres però, principalment, es sol fer segons els actius financers en els que el fons inverteix. Així doncs, podem tenir fons de renda fixa, fons de renda variable, fons mixtes i fons

⁷ Dades extretes d'EPDATA. *Evolució del Fons de Reserva de la Seguretat Social*. <https://www.epdata.es/evolucion-fondo-reserva-seguridad-social/17bcb053-c02d-419f-9a34-dec5cc482472/espana/106>

monetaris. A Espanya, els dos tipus principals són el de renda variable i el de renda fixa. Els de renda fixa són els menys exposats al risc ja que la rendibilitat percebuda no varia en funció de factors externs, tret de la inflació, per exemple. La renda variable es caracteritza per tenir un mínim del 75% en interès variable.

A continuació, veurem com es distribueix el patrimoni segons aquesta tipologia:



Il·lustració 4: Distribució en percentatge del patrimoni en IIC mundial per categories de renda (2021).

D'aquest gràfic se'n desprèn la conclusió de que, en línies generals, els estalviadors tenen preferència per actius que siguin de renda variable. Destaca especialment els Estats Units, el Regne Unit i Austràlia, on aquests actius suposen un 59%, 51% i 44%, respectivament. Això és així perquè predomina, principalment, la inversió en accions. Als països europeus (sense incloure Regne Unit), la tipologia d'inversions segons categories està més equilibrada (destaca França en aquest aspecte). Antagònicament, Brasil es distingeix com un país que aposta més per la inversió en renda fixa; aquesta preferència creiem que es deu, fonamentalment, per l'alta inestabilitat política del país.

Generalment, en l'economia espanyola, tant les **societats** com els **fons d'inversió** centren les seves inversions en actius financers. De fet, al tercer trimestre de l'any 2021 hi havia un

total de 3.859 IIC que realitzaven les seves operacions amb actius financers. Això suposa un total de 15.134.752 partícips i accionistes que acumulen un patrimoni total de 347.751 milions d'euros. Tot i això, aquestes poden invertir també en actius immobiliaris. Existeixen dues categories específiques per aquests tipus d'inversions: les **Societats d'Inversió Immobiliària** (SII) i el **Fons d'Inversió Immobiliària** (FII). Cal dir que no tenen un pes rellevant ja que a Espanya només suposen un total de 4, que acumulen un patrimoni de 1.221 milions d'euros repartit en un total de 690 accionistes i inversors⁸

En primer lloc, ens centrarem amb els Fons d'Inversió. Aquests són **instruments d'estalvi i inversió** constituïts per una pluralitat d'inversor o estalviadors. El patrimoni d'aquestes institucions són gestionats per una **Societat Gestora**, que és la que pren les decisions en matèria d'inversió. A més, també administra i representa el fons. La Societat Gestora té la particularitat de ser una **Societat Anònima**, que a la vegada pot administrar varis Fons d'Inversió; així i tot, els Fons d'Inversió només podrà ser gestionat per una sola gestora. Un altre element clau en aquestes figures d'inversió són les **Entitats Dipositàries**, la funció de les quals és custodiar el patrimoni del fons i controlar l'activitat de la Societat Gestora, en interès dels participants.

D'altra banda, el Fons d'Inversió **no té personalitat pròpia**, sinó que simplement és el resultat de la totalitat de les aportacions dels participants. Existeix a més, una norma bàsica que limita en què podrà invertir la institució, és a dir, quina serà la línia d'inversió. Com a particularitat, no hi ha un nombre de participacions concret sinó que es tracte de parts alíquotes que no prenen un valor fix. Per tant, quan entra l'inversor a participar del fons no sap exactament el nombre de participacions que obtindrà d'entrada, fins que al final del dia, es calculi es **valor de liquidació**. En el cas de realitzar una venda ho anomenarem reemborsament i, en el cas d'una compra, serà una subscripció.

Per a la constitució d'un Fons d'Inversió s'han de complir un seguit de requisits. En primera instància s'ha de tenir un patrimoni mínim de 3 milions d'euros (3.000.000€);. A més, el mínim de partícips no podrà ser inferior a 100; tot i això, la llei pot estipular límits diferents depenent dels actius en que inverteixi el fons. Seguidament, es designarà una Societat Gestora i, per últim, una entitat on es dipositarà el capital.

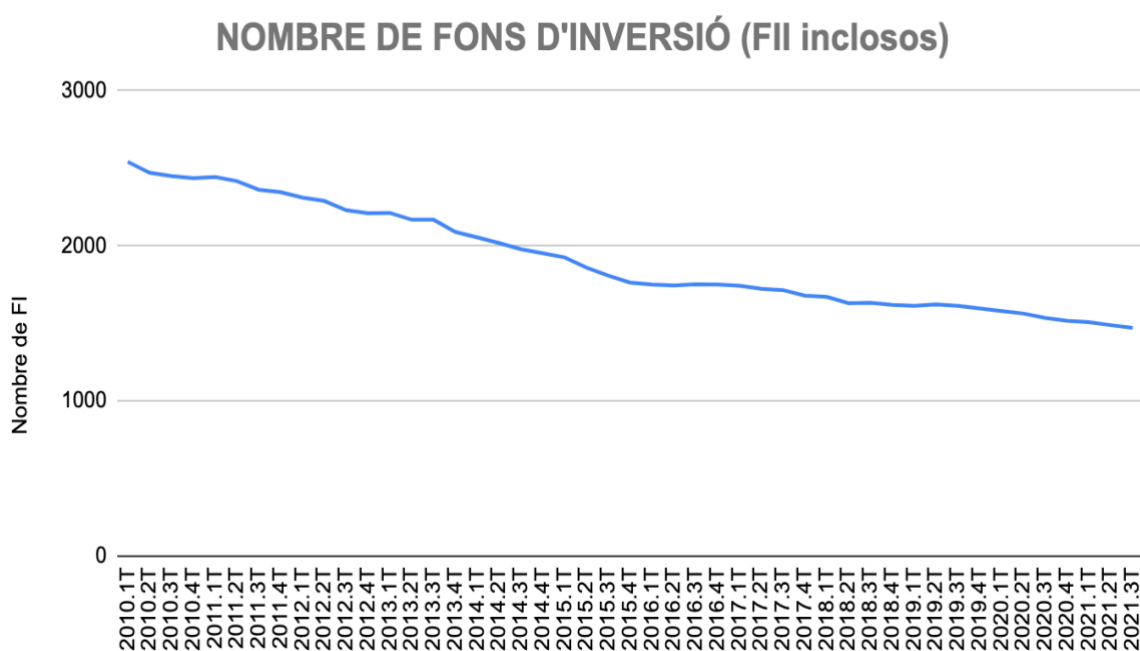
La **Comissió Nacional dels Mercats de Valors** és la institució encarregada de regular i auditar els Fons d'Inversió. L'auditoria d'aquestes entitats serà obligatòria en qualsevol cas. A més, es considerarà una Entitat d'Interès Públic quan es compleixin els requisits contemplats

⁸ Dades extretes de la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (2021). Estadística IIC 2021 3T. https://www.cnmv.es/DocPortal/Estadisticas/IIC/Estadisticas_IIC_2021_3T.pdf

per l'article 3.5.a) de la *Llei 22/2015, de 20 de juliol, d'Auditoria de Comptes*, on s'indica que el requisit principal serà tenir un mínim de 5.000 clients durant dos exercicis consecutius.

En l'àmbit fiscal, els fons d'inversió tributaran per la **base imposable de l'estalvi** segons els beneficis generats. Destaca com a avantatge fiscal principal, el fet de que si es traspasa el patrimoni d'un inversió d'un fons a un altre, aquest no haurà de tributar fins que no faci efectiu el seu guany, això és, fins que no extregui els diners del fons. En definitiva, per part de l'inversor, el fons d'inversió no tributarà fins que no es produeixi el reemborsament del seu patrimoni. En canvi, per part de la institució tributarà a l'1 per cent⁹ sobre el seu benefici.

Actualment, amb dades del tercer trimestre de 2021 (últimes dades disponibles a la web de la CNMV) tenim un total de 1.469 Fons d'Inversió. Això suposa un total de 14.777.155 participants que acumulen un total de 315.637 milions d'euros de patrimoni. Predominen, principalment, els Fons d'Inversió a Renda Fixa, amb un capital total de gairebé 82 mil milions d'euros i uns còmput de participants de més de quatre milions i mig¹⁰.



II-Il·lustració 5: Evolució del Nombre de Fons d'Inversió (incloent Fons d'Inversió Immobiliària), 2010-2021. Dades de la CNMV. *Elaboració pròpia*

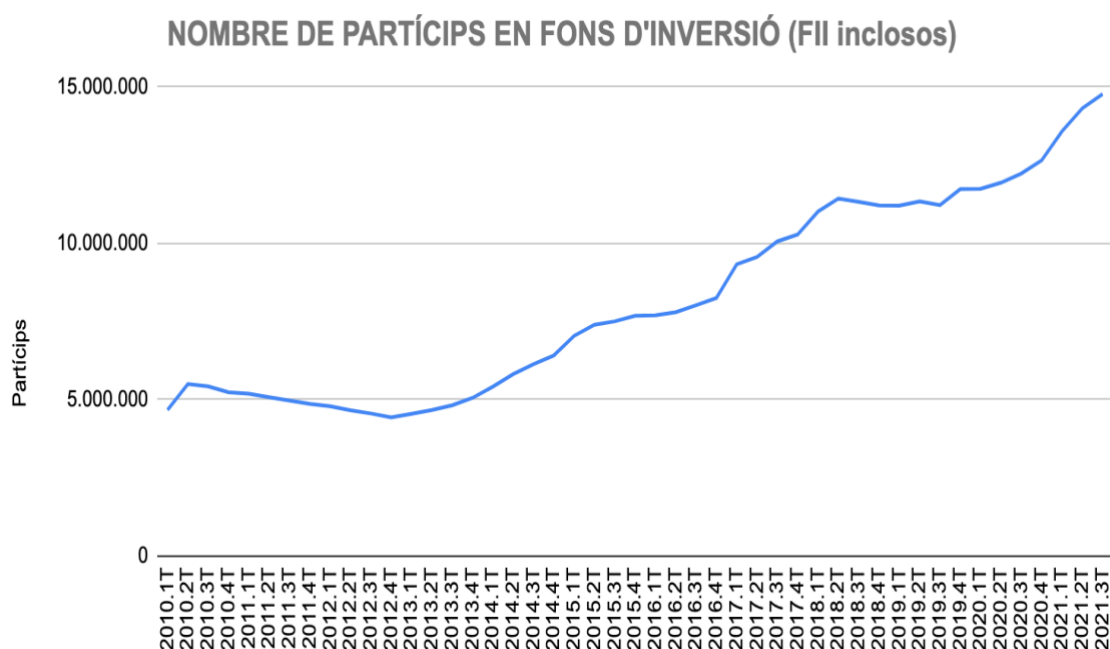
Podem observar que el nombre de Fons d'Inversió des de l'any 2010 i fins la data en que tenim informació (tercer trimestre del 2021) ha caigut considerablement (42,13%) i de forma

⁹ Article 29.4.b) de la *Llei 27/2014, de 27 de novembre, de l'Impost sobre Societats*.

¹⁰ Dades extretes de la *Comisión Nacional del Mercado de Valores (2021)*. Estadística IIC 2021 3T.

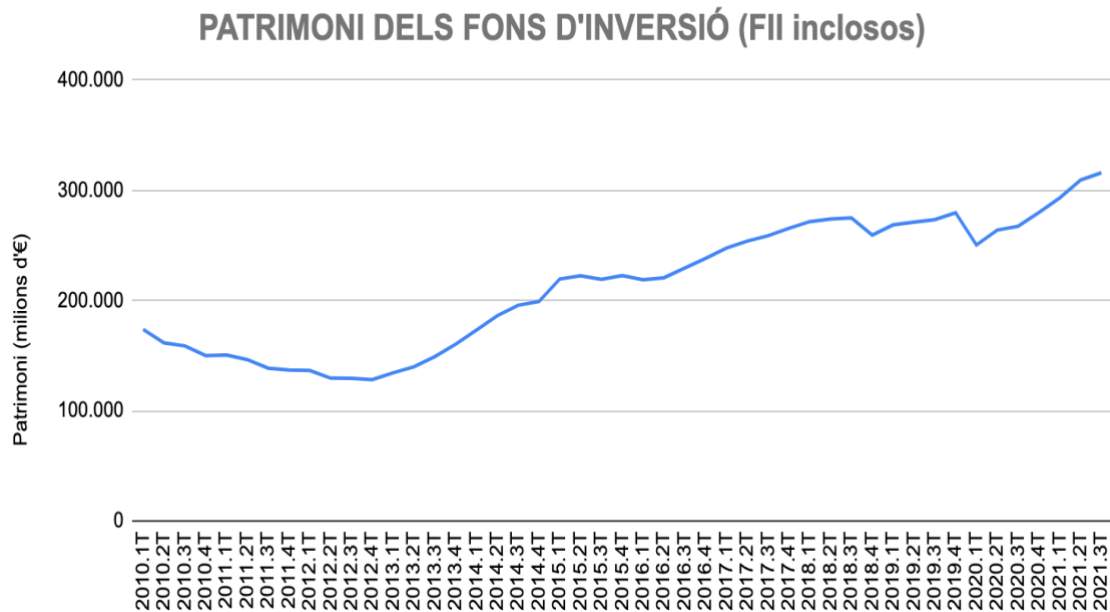
https://www.cnmv.es/DocPortal/Estadisticas/IIC/Estadisticas_IIC_2021_3T.pdf

progressiva. Tot i la caiguda del nombre d'aquestes institucions, es pot observar que hi ha hagut un increment voluminós (216,35%) en nombre d'estalviadors que participen d'aquests fons.



Il·lustració 6: Evolució nombre de particips en Fons d'Inversió (incloent Fons d'Inversió Immobiliària), 2010-2021.
Dades de la CNMV. *Elaboració pròpia*

És a partir del 2013 on la tendència decreixent que es portava canvia i s'inicia un procés d'increment del nombre de particips. Un dels motius que van poder propiciar aquest canvi de dinàmica fou l'entrada en vigor de la ja mencionada *Llei 23/2013*. Les conseqüències de l'aplicació d'aquesta nova reforma semblaven negatives ja d'entrada. Les mesures preses foren diverses però les que destacaven eren: l'increment de l'edat de jubilació (de 65 a 67 anys), el càlcul de la pensió en base als darrers 25 anys de la vida laboral i no dels últims 15, l'augment de 35 a 38 anys el nombre d'anys cotitzats per gaudir de la pensió completa i l'actualització anual d'aquestes. El fet que, per exemple, es tinguin en compte els últims 25 anys de la vida laboral i no els últims 15 provoca que la pensió a percebre sigui menor. Això és així perquè és en els últims anys de vida laboral on es solen cobrar salaris més elevats i, amb aquesta reforma, automàticament aquests anys passen a tenir menys pes. Davant aquesta situació, moltes persones van optar per l'estalvi individual i això es va materialitzar en un increment d'inversors en aquests tipus de d'institucions. Ho podem veure reflectit també en el següent gràfic, on es mostra l'increment del patrimoni dels Fons d'Inversió.



Il·lustració 7: Evolució del patrimoni dels Fons d'Inversió (incloent Fons d'Inversió Immobiliària), 2010-2021.
Dades de la CNMV. *Elaboració pròpia*

Tot i que no hi entrarem a fons perquè no és l'objecte d'aquest treball, cal mencionar l'existència de **fons de pensions**. Aquests tipus de fons tenen característiques similars als fons d'inversió. Tot i això, els primers estan més enfocats a llarg termini, és a dir, a la jubilació. En aquest sentit, difereix del fons d'inversió, que es poden liquidar en qualsevol moment. A més, a nivell fiscal, les quantitats dipositades al pla de pensions s'hauran pogut desgravar al llarg de les seves aportacions; una vegada s'extregui el patrimoni acumulat, tributarà com a rendiments del treball.

L'altra institució d'inversió col·lectiva rellevant és la **Societat d'Inversió de Capital Variable**. Com hem avançat anteriorment, aquests tipus de vehicles d'inversió inclosos en les Institucions d'Inversió Col·lectiva seran els que ens ocuparan la gran part del treball. En el següent apartat del treball ens estendrem en explicar què són, com han evolucionat, com tributen, etc.

III. LES SOCIETATS D'INVERSIÓ DE CAPITAL VARIABLE

1. QUÈ SÓN: ORIGEN I COM HAN EVOLUCIONAT A ESPANYA

Com ja hem esmentat, les **Societats d'Inversió de Capital Variable (SICAV)** són institucions d'inversió que dediquen la seva activitat a la inversió en actius i instruments financers. Aquestes societats creades el 1983 es van fer amb la finalitat de retenir capital a Espanya i que, a més, fossin un vehicle d'inversió i estalvi per a qualsevol particular. Sorgiren

amb la *Llei 46/1984, de 26 de desembre, reguladora de les Institucions d'Inversió Col·lectiva*. Tot i això, i prèviament a aquesta legislació, el 1964 trobem ja una figura semblant anomenada Societat d'Inversió Mobiliària de Capital Variable (SIMCAV). Aquestes es trobaven regulades en el *Decret-Llei 7/1964, de 30 d'abril, sobre Societats i Fons d'Inversió i Borses de Comerç*. En concret, aquesta llei contemplava que:

“Institucions que puguin augmentar en forma flexible el seu capital per admetre en qualsevol moment noves participacions i permetre en conseqüència, als accionistes o partícips el reemborsament immediat dels títols representatius de la seva aportació. Així pot recollir-se immediatament l'estalvi disponible en el mercat, amb la garantia d'oferir una liquidació més fàcil i ràpida que la que resultaria de la inversió individual”. (BOE núm. 107, de 4 de maig de 1964).

I afegia:

“Les Societats d'inversió de capital variable queden sotmeses al règim general de les Societats, però se les concedeix la facultat d'ampliar instantàniament el seu capital o reduir-lo mitjançant la compra d'accions als accionistes”. (BOE núm. 107, de 4 de maig de 1964).

Per tant, amb això ja podem observar que aquests tipus d'institucions persegueixen la mateixa finalitat que persegueixen les actuals SICAV¹¹.

A diferència dels Fons d'Inversió, que si que han tingut la funció de captació d'estalvi per a particulars sense cap tipus de relació, l'experiència ens diu que els inversors de les SICAV solen tenir un cert grau de parentesc, la qual cosa ha pogut servir per acumular i fer créixer el patrimoni de certes famílies. En altres paraules, és més difícil trobar SICAV on els integrants amb major participació no tinguin certs llaços de sang. Alguns exemples en són:

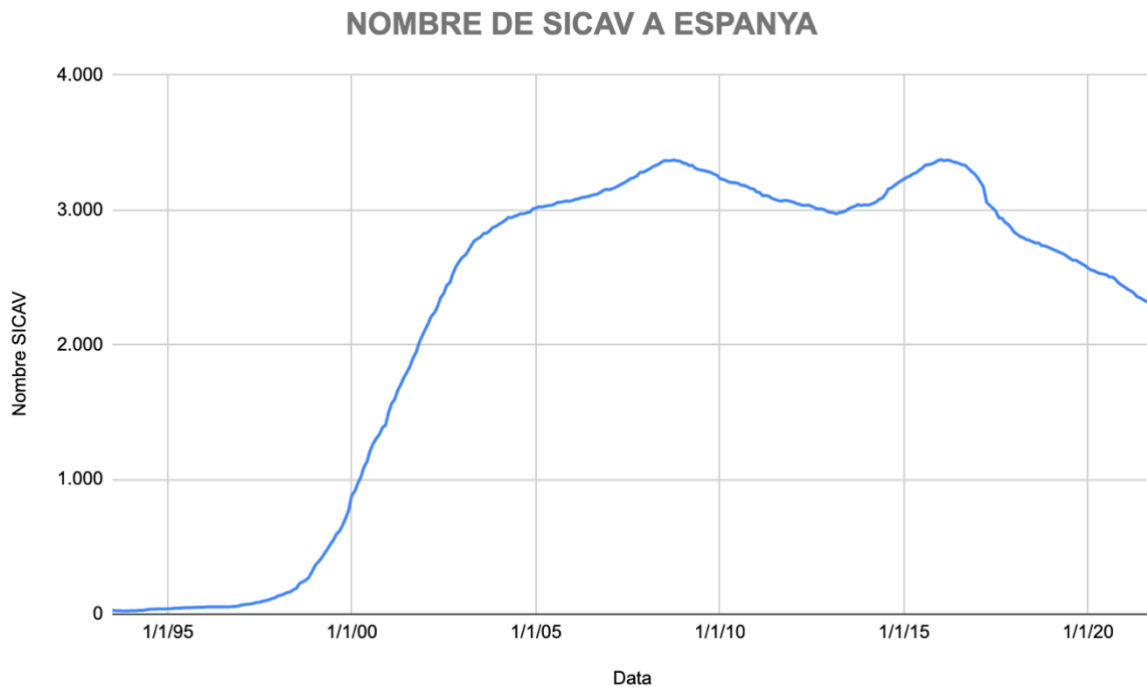
RAÓ SOCIAL	FAMÍLIA	PATRIMONI ¹²
Torrenova de Inversiones	Família March	936.000.000€
Cartera Bellver	Família March	356.000.000€
Allocation	Família del Pino	444.000.000€
Chart Inversiones	Família del Pino	395.000.000€
Swift Inversiones	Família del Pino	375.000.000€
Soandres de Activos	Família Ortega	248.000.000€

Tabla 1: SICAV més riques pertanyent a famílies espanyoles. Dades extretes de la revista Forbes (Gener de 2022). *Elaboració pròpia.*

¹¹ Actualment, la *Llei 35/2003, de 4 de novembre, d'Institucions d'Inversió Col·lectiva* exposa, en el seu article primer, que “Són IIC aquelles que tinguin per objecte la captació de fons, béns o drets del públic per gestionar-los i invertir-los en béns, drets, valors o altres instruments, financers o no, sempre que el rendiment de l'inversor s'estableixi en funció dels resultats col·lectius. (...) Les IIC revestiran la forma de societats d'inversió o fons d'inversió.

¹² Dades a tancament de gener de 2022.

Tot i que en data del tercer trimestre de 2021 les SICAV espanyoles acumulaven un total de 28.089€ milions d'euros concentrat en 2.307 SICAV¹³, aquestes han anat disminuint els darrers anys. Sembla ser que l'època dorada d'aquestes societats. Les lleis que les regulen han estat cada vegada més restrictives.



II·lustració 8: Evolució del nombre de SICAV espanyoles, 1994-2021. Dades de la CNMV. *Elaboració pròpia.*

L'època de màxima expansió de les SICAV s'inicià el 1998, on el nombre d'aquestes creixeria exponencialment. Podem dir que des d'aquest any fins, més o menys, el tancament del primer trimestre de 2003, aquests vehicles d'inversió financera augmenten en un 1826,76%; això significa que passa de 142 a 2.736 SICAV¹⁴. Amb això, es pot observar que el sector estava en una etapa de clara expansió. A partir d'aquí, el pendent es redueix i, tot i que existeix creixement, ho fa de manera més moderada.

En el 2008 toca el seu primer màxim històric (coincidint amb la crisi financera i econòmica que es va patir) i, a partir d'aquí i arrel de la crisi immobiliària, hi comença a haver una reducció del nombre total d'aquestes institucions. És però, a partir del 2013 que aquesta tendència rebota i hi torna a haver un augment. Aquest increment, entre d'altres

¹³ Dades extretes de la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (2021). Estadística IIC 2021 3T. https://www.cnmv.es/DocPortal/Estadisticas/IIC/Estadisticas_IIC_2021_3T.pdf

¹⁴ Dades extretes de la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (2021). Sèries estadístiques SICAV. <https://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/SeriesWeb/PagSerie.aspx?serie=IS0001>

motius, pugui tenir a veure amb les conseqüències de la reforma laboral ja esmentada anteriorment. Amb aquesta tendència s'arriba al màxim històric absolut (3.372 SICAV). A més, cal considerar que el 2012 va acabar l'amnistia fiscal i, a partir d'aquesta data, es van començar a posar en circulació moltes noves accions de societats d'inversió i, les que ja hi havia, es van revaloritzar¹⁵. Aquest increment també es deu al *Reial Decret-Llei 28/2012* ja comentant anteriorment.

A partir d'aquí s'iniciarà un procés de liquidació donat per la gran pressió social i política en termes de regulació d'aquestes societats. Tant el Partit Socialista Obrer Espanyol (PSOE) com el Partit Popular (PP), proposaven una participació mínim a de cada soci de la SICAV. El PP xifrava en un 0,55% el mínim que hauria d'aportar cada partícip; per altra banda, el PSOE volia regular aquestes aportacions establint un màxim per a cada inversor¹⁶. A més, ressonava la idea de ficar un període màxim per a acumular plusvàlues sense tributació. Altres partits, en canvi, eren més contundents: *Podemos*, per exemple, volia eliminar-les.

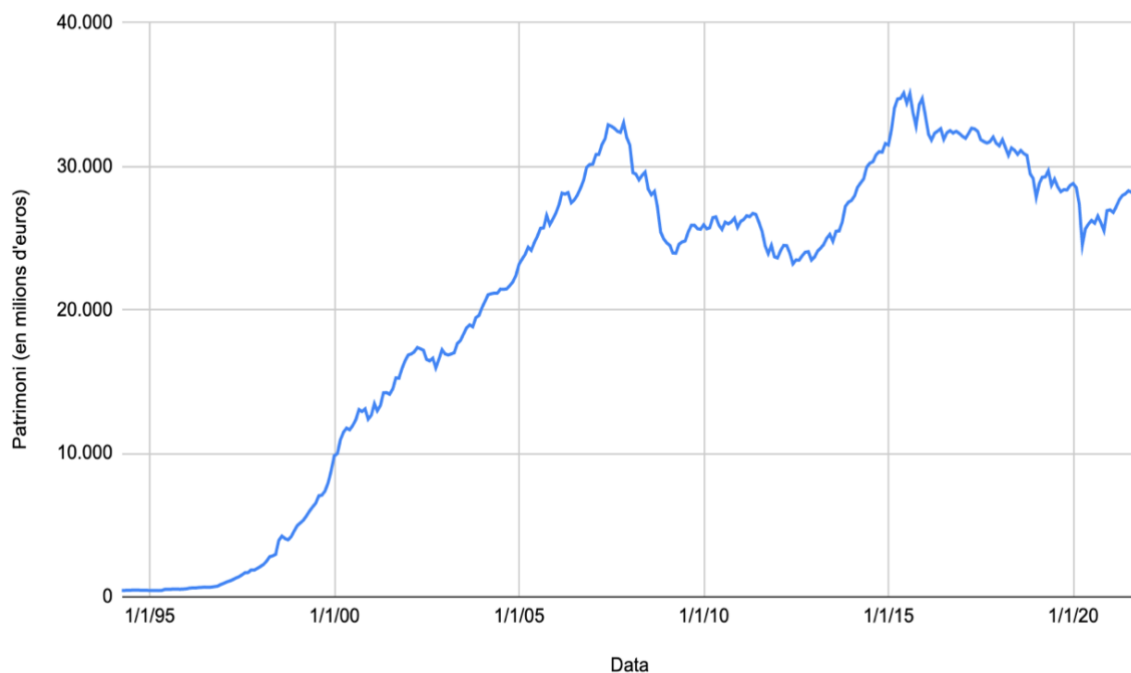
Sigui com sigui i governés el partit que governés, la intenció era clara: restringir les condicions per a la creació de SICAV i promocionar el component col·lectiu que haurien de tenir i pel que foren creades. Per exemple, en el cas de la mesura proposada pel PP (participació mínima del 0,55% per soci) i tenint en compte que el mínim de partícips ha de ser 100, provocava que la "massa" tinguessin un control superior al 50% de la SICAV i, per tant, difícilment hi hauria un inversor amb més del 50% de les participacions. Evidentment, aquest requisit no podrien complir-lo moltes d'aquestes societats, que havien estat creades únicament per una o poques persones amb un altíssim percentatge del capital total.

El patrimoni de les SICAV ha seguit un dibuix similar al de nombre de societats existents. Tot i això, podem dir que amb el pas del temps, el patrimoni total ha anat disminuint en proporció al nombre de SICAV existents. Només a partir del 2020 es veu un increment del capital total, tot i la liquidació d'aquests vehicles financers.

¹⁵ Luque, Miguel Ángel; Luque, Victor: "A vueltas con las SICAV. Reflexiones críticas desde el punto de vista económico-tributario" (2014).

¹⁶ Dades extretes de *El Economista*: "El Riesgo de poner coto a las SICAV" (2015). Oscar Elvira. <https://www.eleconomista.es/opinion-blogs/noticias/7199989/12/15/el-riesgo-de-poner-Coto-a-las-sicav.html>

PATRIMONI DE SICAV A ESPANYA



Il·lustració 9: Evolució del patrimoni de SICAV espanyoles en milions d'euros, 1995-2020. Dades de la CNMV. *Elaboració pròpia.*

PATRIMONI EN RELACIÓ AL NOMBRE DE SICAV A ESPANYA



Il·lustració 10: Evolució del patrimoni de SICAV espanyoles, 1994-2021. Dades de la CNMV. *Elaboració pròpia.*

2. REQUISITS

Per tenir els avantatges fiscals que suposa constituir i operar a través d'una SICAV, s'han de complir una sèrie de requisits.

D'entrada, es necessita aportar un **capital mínim** de 2.400.000 d'euros¹⁷, que haurà d'estar íntegrament subscrit i desemborsat en el moment en que es constitueixi la societat. Si es tracta de societats d'inversió per compartiments¹⁸, cada compartiment haurà d'haver desemborsat 480.000€, i en cap cas, el capital total mínim desemborsat podrà ser inferior a 2.400.000€. A més, en els estatuts haurà de venir especificat el mínim i el màxim de capital que podrà tenir la societat¹⁹. Aquest últim no podrà ser superior a deu vegades el capital inicial. És a dir, si en el moment de la constitució el capital fou de 3.000.000€, el màxim que podrà arribar a tenir la societat serà de 30 milions d'euros.

Segons contempla l'article 6.3. del *Real Decret 1082/2012*, el mínim d'accionistes d'aquestes societats d'inversió no podrà ser inferior a 100 en el moment de la seva creació. Després, tal i com apunta la *Llei de l'Impost de Societats* en el seu article 29.4.a.2º, només serà necessari que hi hagi un mínim de 100 socis en tres quartes parts de l'exercici econòmic. Tot i així, s'ha d'afegir que és en aquest punt on sorgeix la polèmica figura dels “**mariachis**”. En l'argot de les SICAV, s'anomena “mariachi” a aquells partícips de les societats d'inversió que tenen una participació residual en aquestes institucions. Per tant, la jugada és clara: Les SICAV les funden famílies o personalitats amb patrimonis molt elevats i se'ls dona una participació testimonial a la resta per tal de complir amb els paràmetres estipulats per la llei. És en aquest punt on entra en joc la darrera llei per la lluita contra el frau fiscal (*Llei 11/2021*), ja anteriorment mencionada i que més endavant en parlarem.

Les SICAV tenen una sèrie de limitacions. En primer lloc, les SICAV que es dediquin a la inversió de caràcter financer, hauran de mantenir un coeficient de liquiditat mínim que garanteixi el règim de reemborsament que s'hagi determinat. És a dir, ha de ser suficient per si algun partípcip vol sortir de la societat, això no sigui un impediment; en aquest cas es contempla que sigui d'un 3% del seu patrimoni. En segon lloc, les societats d'inversió (i en general les IIC) que inverteixin en actius financers no podran invertir més del 5 per cent (del seu actiu total) en un mateix emissor o, en cas de ser entitats del mateix grup, no superarà el 15 per cent; així ho determina l'article 30.2. de la *Llei 35/2003*. Aquesta mateixa llei també contempla que es podran estipular límits superiors i percentatges extres en funció dels actius en els que l'empresa inverteixi. En tercer lloc, les SICAV podran invertir en altres societats o fons d'inversió, però

¹⁷ Article 80 del *Real Decret 1082/2012*, de 13 de juliol, per el que s'aprova el *Reglament de desenvolupament de la Llei 35/2003*, de 4 de novembre, d'institucions d'inversió col·lectiva.

¹⁸ Una SICAV per compartiments és una societat d'inversió que divideix les seves polítiques d'inversió en diferents grups, per tal que els inversors puguin escollir el sistema d'inversió que més els interressi.

¹⁹ Article 29 de la *Llei 35/2003*, de 4 de novembre, d'Institucions d'Inversió Col·lectiva.

sense que aquesta inversió superi el 45% del seu patrimoni. En quart lloc, cal dir que el 90% de l'actiu de la institució haurà de ser invertit en actius mobiliaris que cotitzin en un mercat reconegut oficialment. Per acabar, com a últim requisit, cal dir que la Comissió Nacional del Mercat de Valors haurà de supervisar i controlar tots els moviments de les SICAV.

Com a característica rellevant, tal i com apunta l'article 9.1. de la *Llei 35/2003* cal afegir que les societats d'inversió tindran la personalitat jurídica de societat anònima (SA).

3. SISTEMA DE TRIBUTACIÓ

Si les SICAV han tingut èxit durant tants anys, i a la vegada tant polèmiques, és per les seves particularitats fiscals que han tingut. De fet, el sistema de tributació que tenen és la raó de ser d'aquest tipus de societats.

Per començar, distingirem entre la fiscalitat de l'estalviador i la fiscalitat de la societat. La tributació de l'estalviador de la SICAV és bàsica i és la mateixa que s'aplicaria d'invertir en accions d'empreses, deute públic o assegurances que no tinguessin la naturalesa de les societats d'inversió. És a dir, es tributaria pels guanys generats una vegada hagin liquidat la participació en aquest vehicle d'inversió o hagin rebut dividends o interessos. Aquests beneficis s'ubicaran en la base de l'estalvi a l'hora de realitzar la declaració de l'Impost sobre la Renda de les Persones Físiques (IRPF) i tributaran en funció del tram en que es trobin: fins a 6.000€, el tipus aplicat serà de 19%; a partir de 6.000€ i fins a 44.000€, el tipus aplicat serà del 21%; de 50.000€ a 150.000€, un 23%; i de 200.000€ en endavant, s'aplicarà un 26%²⁰.

Per altra banda, si per norma general les societats anònimes (forma jurídica que també prenen les SICAV) tributen al 25% sobre els seus beneficis²¹, les societats d'inversió ho fan a l'1%. Això, a priori, pot resultar no tant avantatjós com sembla si ho comparem amb el fet de realitzar inversions com a persones físiques. És a dir, posem per cas que el benefici que obtinguéssim fos superior a 200.000€, l'impost final real que acabaria pagant l'inversor seria un 27% sobre els guanys (26%+1%). Llavors, hom podria preguntar-se quina és l'avantatge de les SICAV? L'avantatge d'invertir a través d'aquestes institucions és que es produeix un diferiment de la tributació. En altres paraules, dintre la societat s'aniran realitzant inversions i acumulant capital sense que, per cada operació realitzada que tingui beneficis, hagi de veure's gravada fiscalment amb un tipus de gravamen elevat o comú (25% en cas d'IS, o 19%, 21%, 23% o 26% en cas d'IRPF).

²⁰ Dades en base l'escala de gravamen d'estalvi de l'any 2021 a Catalunya.

²¹ Article 29.1. de la *Llei 27/2014, de 27 de novembre, de l'Impost sobre Societats*.

4. LA LLEI 11/2021

Al llarg de la seva història, les SICAV han sofert nombrosos canvis legislatius i que, en major o menor mesura, n'han patit les seves conseqüències negatives. Com avançàvem a l'apartat 3.1, l'amenaça de les noves lleis que partits polítics d'ideologies diverses volien implementar, provocaren que a partir de l'any 2016 s'iniciés un procés liquidació d'aquestes societats. Una caiguda que, a dia d'avui, sembla no tenir final encara.

L'any 2021, el govern de coalició presidit per Pedro Sánchez va aprovar una nova llei que tenia per objectiu de prevenir i lluitar contra el frau fiscal. Aquesta fou la *Llei 11/2021, de 9 de juliol, de mesures de prevenció i lluita contra el frau fiscal, de transposició de la Directiva (UE) 2016/1164, del Consell, de 12 de juliol de 2016, per la que s'estableixen normes contra la pràctica d'elusió fiscal que incideixen directament en el funcionament del mercat interior, de modificació de diverses normes tributàries i en matèria de regulació del joc*. Aquesta llei es publicà en el Butlletí Oficial de l'Estat número 164 el 10 de juliol de 2021, però no fou fins l'1 de gener de 2022 que entrà en vigor.

Les conseqüències han estat ràpidament palpables. A falta de recomptes oficials, la pàgina web oficial de Borses i Mercats Espanyols, a data de 31 de març de 2022, ja havia publicat més de 800 actes de liquidació i dissolució de societats. Això implica gairebé un 35% del total que existien a data de 30 de setembre de 2021. Segons indicava el diari *El Economista* en un article d'Ignacio Faes, quasi el 80% de les SICAV haurien de liquidar-se amb aquesta nova norma, o si més no, reformular-se²².

Les noves mesures que es contemplen a la *Llei 11/2021* són tres. En primer lloc, s'exigirà que els partícips de les SICAV hagin d'aportar, com a mínim, 2.500€ de capital. En segon lloc, la llei preveu que en el cas de ser societats d'inversió per compartiments, aquest mínim s'amplia fins a 12.500€²³. Finalment, s'incorpora el requisit mencionat anteriorment de que la societat hagi de tenir un mínim de 100 participants durant tres quarts parts de l'any, és a dir, 274 dies (article 29.4.a.2º de la *Llei 27/2014*). Aquestes mesures es contemplen per tal d'evitar la presència dels "mariachis" dintre de les societats.

Si més no, la llei contempla un règim transitori per aquelles empreses que no compleixin amb les noves condicions implementades per tal de que puguin dissoldre's o liquidar-se. El termini que es fixa és tot l'any 2022, és a dir, acabarà el 31 de desembre de 2022. De no acollir-se a aquest règim transitori, automàticament seguiran considerant-se societats d'inversió però tributaran amb el tipus de gravamen general, és a dir, el 25%. El que es persegueix amb aquesta disposició transitòria és facilitar la dissolució i que el capital extret de la societat sigui reinvertit en una altra Institució d'Inversió Col·lectiva.

²² Diari *El Economista*. "El cop fiscal obligarà a desmantellar fins el 80% de les SICAVS", Faes Ignacio (04/01/2022).

²³ Article 29.4.a.1ª de la *Llei 27/2014, de 27 de novembre, de l'Impost sobre Societats*.

Aquestes mesures estipulades en el règim transitori només seran aplicables si les SICAV compleixen un seguit de requisits. En primera instància, hauran d’haver aplicat el tipus impositiu de l’1% en l’autoliquidació de l’impost de societats de l’any 2021. Seguidament, durant l’any 2022 i dintre dels sis primers mesos del següent (fins el 30 de juny de 2023), serà el temps que tindran per pactar i dur a terme tots els negocis i actes jurídics pertinents per a la seva liquidació. Finalment, i també durant el termini mencionat, s’hauran de realitzar tots els actes de cancel·lació de la societat.

En aquest règim, el legislador preveu un seguit de facilitats tant per l’inversor com per la societat. Per la part dels accionistes, no hauran de tributar pels guanys obtinguts en la liquidació si inverteixen la totalitat en adquirir accions o participacions d’altres IIC. En altres paraules, quan el soci hagi percebut els diners provinents de la dissolució de la SICAV i hagi de realitzar l’autoliquidació de l’IRPF, no serà necessari que incorpori aquests beneficis a la base imposable de l’estalvi si ha reinvertit abans de que passin 7 mesos des de l’acabament del termini previst per adoptar l’acord de dissoldre i liquidar la societat²⁴. D’altra banda, en el procés de dissolució, no s’hauran de pagar l’Impost sobre Transmissions Patrimonials i Actes Jurídics Documentats, és a dir, estarà exempt. A més, les SICAV continuaran amb el tipus de gravamen de l’1% fins que es produeixi la cancel·lació del registre de la societat. Per acabar, si s’han adquirit valors com a conseqüència de l’aplicació del règim transitori, també estaran exempts de l’Impost sobre les Transaccions Financeres.

De no acollir-se a aquest règim transitori, la societat tindrà altres alternatives de futur; en concret, quatre. La primera, evidentment, serà complir amb els nous requisits que estableix la llei en quant al nombre mínim de participants i el capital mínim aportat per ells. En segon terme, es podrà optar per transformar la societat en una societat limitada o societat anònima general, que tributi al 25%. En tercer lloc, podrà integrar-se a una altra Institució d’Inversió Col·lectiva. En darrer terme, es podrien utilitzar altres vehicles d’inversió.

5. COMPARACIÓ AMB ALTRES PAÏSOS

Aquestes figures d’inversió no només existeixen a Espanya sinó que també estan presents a nombrosos països europeus i de la resta del món. En són exemples europeus França, Portugal, Irlanda, Regne Unit, Luxemburg, Holanda o Suïssa. A Estats Units, per exemple, existeixen els anomenats *mutuals fund* que són un tipus de societats d’inversió col·lectiva on es reuneix diner de molts inversors i s’inverteix en accions, bons o deute. A Europa, la condició de societat d’inversió col·lectiva la defineix l’ESMA (Autoritat Europea de Valors i Mercats); en concret, estipula que serà una societat d’inversió col·lectiva si permet la captació de capital a molts inversors i no ho restringeix a un de sol.

²⁴ Una vegada reinvertida la quota de liquidació en altres IIC, si quan es vulgui liquidar aquesta segona inversió existeixen guanys o pèrdues en l’operació, aquestes es calcularan pel valor i la data d’adquisició de les accions de la SICAV dissolta i liquidada.

Tot i això, no en tots aquests indrets s'han de complir requisits tant restrictius com el d'Espanya. Per exemple, si parlem en nombre mínim d'accionistes, no trobem cap país europeu on s'obligui tenir un nombre mínim d'accionistes per a la constitució d'una SICAV. Només a França i Portugal, on s'exigeixen 2 i 100 participants mínim, respectivament.

Però anem a pams. Luxemburg és el país europeu on hi trobem més quantitat d'inversió en les societats col·lectives. En concret, a les acaballes de l'any 2020, hi havia un total de 4.719.000 milions d'euros en patrimoni. Això suposa un 26,68% del patrimoni total invertit en Institucions d'Inversió Col·lectiva europees. Aquests tipus societats estan exemptes de tributació. Tot i així, existeix una taxa a pagar sobre els actius nets del Fons; aquesta es troba entre el 0,01% i el 0,05% a l'any.

Un altre país on aquestes fórmules d'inversió tenen un pes rellevant és Irlanda, que té un 17,73% en patrimoni invertit sobre el total d'Europa; es tracta d'un total de 3.048.000 milions d'euros, que estan exempts de tributació. Més països europeus amb quantitats patrimonials importants dipositats en IIC són Alemanya (2.358.000 milions d'euros), França (1.956.000 milions d'euros), Regne Unit (1.751.000 milions d'euros), Holanda (947.000 milions d'euros) i Suïssa (714.000 milions d'euros), que suposen un total de 13,33%, 11,06%, 9,90%, 5,36% i 4,04%, respectivament²⁵.

Curiosament, en tots els països on s'acumulen els patrimonis més alts són en els que hi ha exempció de tributació per aquestes societats. Existeixen casos com el del Regne Unit o Holanda on teòricament les IIC tributen, però a la pràctica s'ha vist que no era així. Per exemple, el cas del Regne Unit, tributen al tipus reduït del 20% els interessos i dividendes, en canvi, les plusvàlues obtingudes d'operacions estaran exemptes; això fa que si no es reparteixen dividendes, és com si a la pràctica estàs exempt. El cas holandès és encara més lax: els interessos i dividendes tributen al 0% els mesos després del tancament de l'exercici i les plusvàlues tampoc es graven; per tant, un altre cas on, a la pràctica, no existeix tributació.

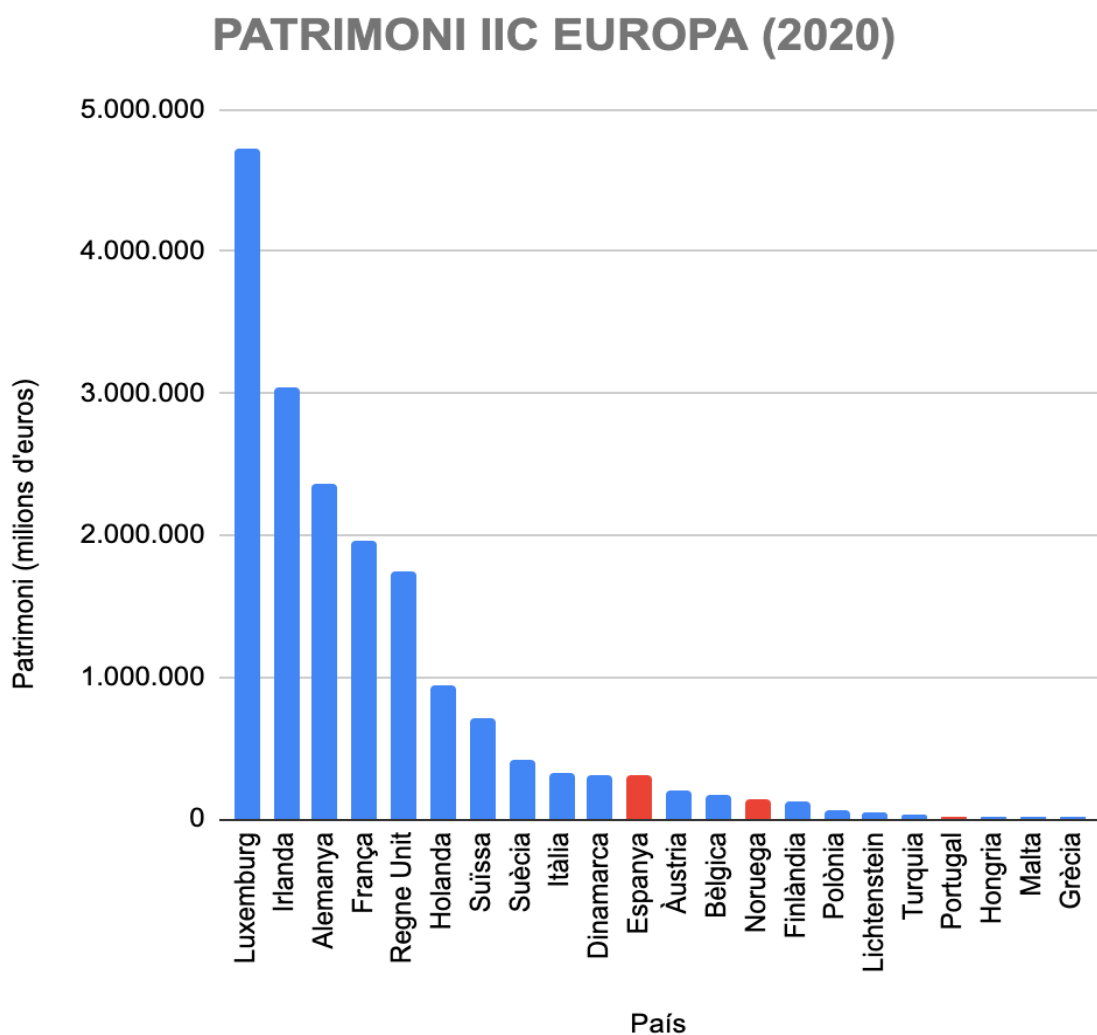
Altres països on passen circumstàncies similars són Bèlgica, Turquia, Malta o Grècia. A Bèlgica (patrimoni de 165.000 milions d'euros), els Fons d'Inversió estan exempts i les societats tributen a un 33,99%; tot i això, la llei preveu que les SICAV tinguin una exempció a la pràctica. A Turquia (patrimoni de 29.000 milions d'euros), pels ingressos de les IIC hi ha una retenció que pot trobar-se entre el 0 i 20%, però que a dia d'avui és del 0%. En el cas de Malta (patrimoni de 15.000 milions d'euros), només es graven els Fons que inverteixin el 85% del seu patrimoni en actius ubicats a Malta, mentre que a la resta se li aplica una exempció. En

²⁵ Dades extretes de l'Associació d'Institucions d'Inversió Col·lectiva i Fons de Pensions: *Característiques essencials de les SICAV* (2020).

el cas grec (patrimoni de 9.000 milions d'euros) s'aplica un tipus d'interès sobre els actius del Fons.

Concretament, a Europa només existeix tributació en les societats a tres països: Espanya, Noruega i Portugal. Noruega té un patrimoni total de 135.000 milions d'euros i tributa a un 28%. En el cas de Portugal, que té un patrimoni de 24.000 milions d'euros, tributen al 10% i al 25% segons el tipus d'ingrés generat.

Per entendre millor les dades, vegem a continuació un gràfic comparatiu entre els patrimonis invertits en IIC en cada país.



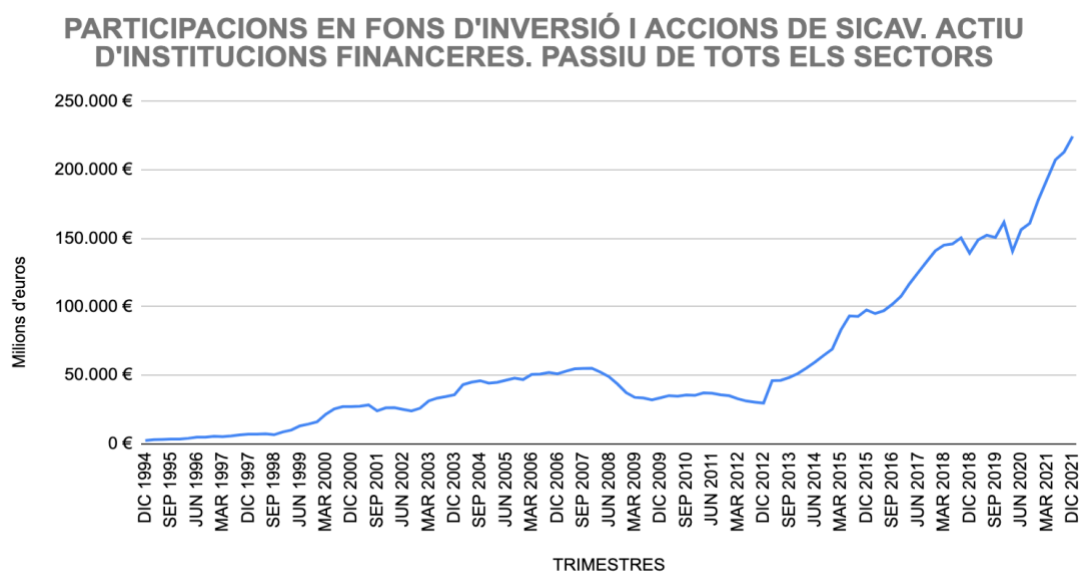
Il·lustració 11: Patrimoni IIC a Europa (2020). Dades extretes de l'Associació d'Inversió Col·lectiva i Fons de Pensions: Característiques essencials de les SICAV (2020). *Elaboració Pròpia.*

Com es desprèn del gràfic, els països on les IIC no tributen (assenyalats en blau) acumulen molt més patrimoni en comparació als indrets on hi ha tributació (assenyalats en vermell). En concret, en els països on no es tributa hi ha un total de 17.226.000 milions d'euros en patrimoni, el que suposa un total del 97,37% del total d'Europa. En canvi, als països on si es tributa, el sumatori del capital acumulat és residual: 464.000 milions d'euros, el que suposa un 2,63% respecte el total (veure annex 1).

6. ANÀLISI DE CAPTACIÓ O RETENCIÓ DE CAPITAL

Per saber si la implementació de les societats d'inversió han servit per retenir o captar capital estranger ens hem de referir a aspectes macroeconòmics, que ens serviran d'indicador per analitzar un dels principals elements pel qual les SICAV foren creades. Un component que estudiarem és la **balança financera espanyola**. Aquest instrument integra la variació neta d'actius i passius financers de les famílies residents envers les no residents; és a dir, recull operacions d'actius adquirits per residents front els no residents, restant-hi les vendes i amortitzacions. En altres paraules, la variació neta dels actius implicaran una sortida de capital i, en canvi, la variació neta dels passius significaran una entrada. Això resumirà la diferència entre **exportacions i importacions de capital** d'un país.

El Banc d'Espanya, que és la institució encarregada d'elaborar el registre de la balança financera (així com també de les altres), recull aquesta informació segons la naturalesa de les institucions. En aquest cas, ens hem centrat en les Institucions d'Inversió Col·lectiva, ja que aquest organisme no segrega entre diferents tipus d'IIC sinó que publica el sumatori de Fons d'Inversió i Societats d'Inversió.

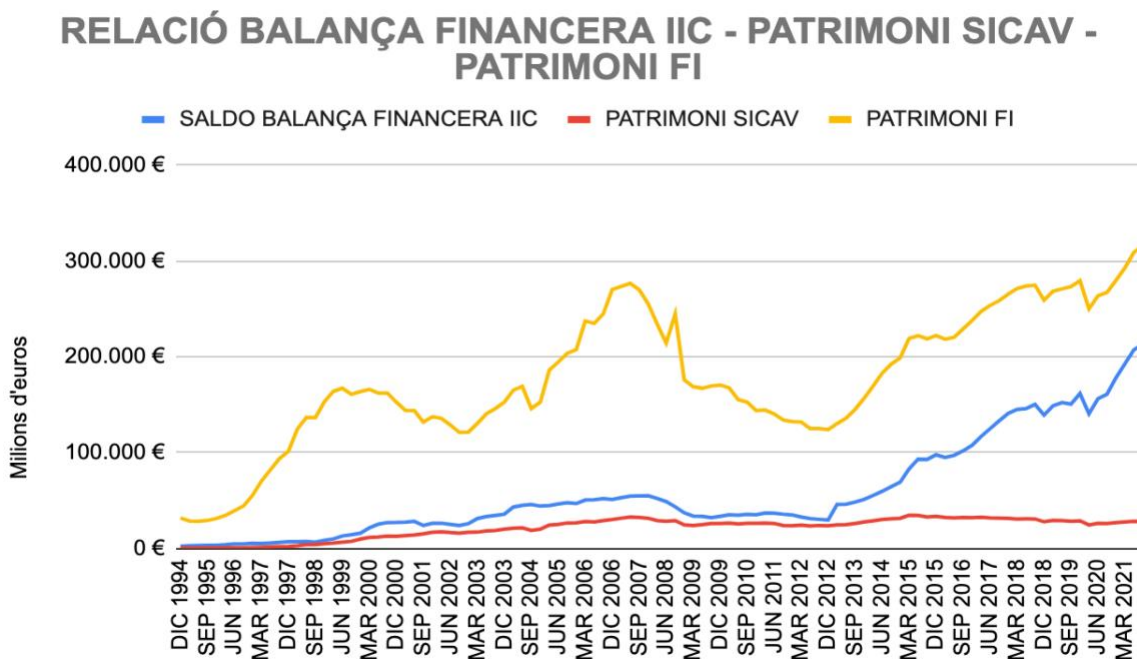


Il·lustració 12: Evolució de la balança financera espanyola en les IIC. Dades del Banc d'Espanya. *Elaboració Pròpia.*

Com es desprèn del gràfic anterior, des de que tenim dades (1994), la balança financera espanyola en relació a les IIC ha tingut una evolució positiva, creixent un 9.800% des del 1994 fins a finals del 2021²⁶.

A destacar tenim tres etapes marcades. La primera s’inicia el 1998, on hi ha un canvi de pendent (també positiu, però més pronunciat que el que es portava anys enrere); aquesta etapa coincideix amb l’època de màxima acumulació de patrimoni en les SICAV (Il·lustració 9) que, com ja s’ha vist, va del 1998 a l’inici de la crisi (2007). En aquest punt, hi ha un canvi de tendència fins el 2012; durant aquesta època, el pendent passa a ser negatiu, coincidint també amb el dibuix de les SICAV. Finalment, a partir d’aquí el creixement serà continuat en el temps, tenint un pendent extrem en comparació a les etapes anteriors.

Si ho relacionem en termes d’IIC general, és cert que el compte financer de les IIC comença a augmentar considerablement (656,56%) a partir del 2012 fet que també es reflecteix en la “Il·lustració 3”, on podem observar l’evolució patrimonial ascendent d’aquestes institucions a partir de l’any mencionat. Si bé es cert que les SICAV només pugen fins el 2015, els Fons d’Inversió no deixen de créixer fins a dia d’avui. Així, aquesta caiguda de les SICAV es veu compensada amb la pujada dels fons d’inversió.



Il·lustració 13: Relació de la balança financera d’IIC – Patrimoni SICAV – Patrimoni FI. Dades extretes de la CNMV i Banc d’Espanya. *Elaboració Pròpia.*

²⁶ Dades extretes del *Banc d’Espanya*. Estadístiques de comptes financers, Comptes Financers de l’Economia Espanyola (SEC2010).

En vista d'aquest gràfic, on relacionem les fluctuacions del saldo de la **balança financera** provinent de les Institucions d'Inversió Col·lectiva amb el Patrimoni de les **SICAV** i **dels Fons d'Inversió**, observem que hi ha dues etapes diferenciades. Per una banda, el dibuix que presenten les SICAV i la balança financera des del 1994 a 2012 és prou similar; així, podríem dir que existeix un cert grau de correlació. Però a partir del 2012, les tendències d'ambdues variables difereixen i, la balança de pagaments s'assimila més a l'evolució del patrimoni del **Fons d'Inversió**.

IV. EXEMPLES DE L'ESTALVI FISCAL EN LES SICAV

Si en l'apartat anterior hem analitzat l'evolució global de les societats d'inversió, en aquest apartat ens centrarem en estudiar com s'han comportat a nivell fiscal tres de les SICAV més rellevants del sector entre els anys 2011 i 2020: **Torrenova de Inversiones, SICAV, SA**; **Soandres de Activos, SICAV, SA**; i **Morinvest, SICAV, SA**. La primera encara està activa i és la que compta, actualment, amb major capitalització²⁷; la segona va ser donada de baixa al Registre Administratiu de les Societats d'Inversió de Capital Variable el 17 de març de 2022 i va ser transformada en Societat de Responsabilitat Limitada; la tercera ha estat donada de baixa i liquidada definitivament.

Per avaluar l'estalvi fiscal d'aquestes entitats ens centrarem en la comparació de l'**Impost de Societats** pagat anualment i el que haurien de pagar si fossin considerades societats de tipus general (25%).

1. ESTALVI FISCAL EN L'IMPOST DE SOCIETATS

1.1. TORRENOVA INVERSIONES, SICAV, SA

Torrenova de Inversiones (1997), amb un patrimoni total de 936.000.000€ (veure taula 1), és la societat d'inversió principal de la família mallorquina **March**, propietaris també de la **Banca March** (fundada per Joan March i Ordina l'any 1926) i de dues SICAV més: **Cartera Bellver SICAV, SA** i **Lluc Valores SICAV, SA**. Totes elles estan gestionades per l'entitat gestora: **March Asset Management S.G.I.C, SA** i el seu capital està gestionat per la pròpia Banca March.

Durant els anys compresos entre el 2011 i el 2020, aquesta institució ha ingressat un total de 1.686.624€²⁸ a les arques de l'Estat en concepte d'Impost de Societats. Això, com ja sabem, suposa al voltant d'un 1% del seu benefici abans d'imposts (144.103.991€ durant el període en

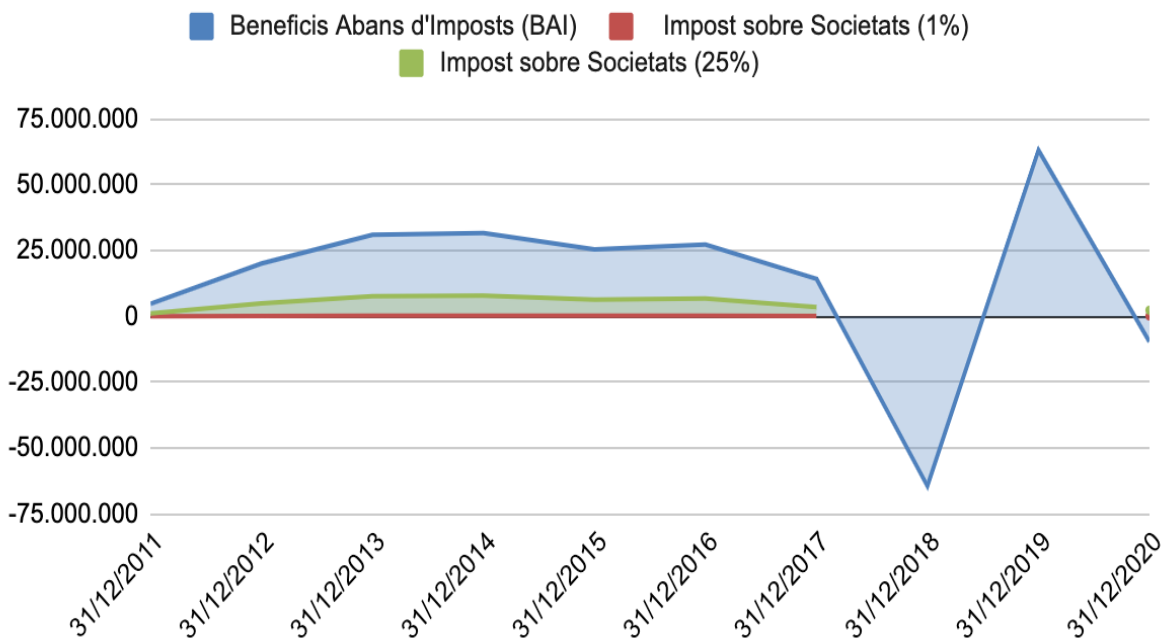
²⁷ Revista *Forbes*. "Estas son las mayores SICAV españolas", Nuñez Emilia (30/03/2022).

²⁸ Dades extretes de la base de dades *Sistema d'Anàlisi de Balanços Ibèrics (SABI)*: Torrenova Inversiones, SICAV, SA (2011-2020).

qüestió). De no existir aquest tipus de gravamen especial, Torrenova de Inversiones hagués hagut de pagar al voltant de 41.112.370€. Amb aquests nombres, podem observar que l'estalvi fiscal que s'ha produït durant l'etapa analitzada és de 39.377.662€. En altres paraules, aquests diners segueixen dintre de la societat per poder seguir treballant amb l'objectiu de fer créixer el patrimoni de l'entitat.

A continuació, podem veure de manera gràfica el que suposa cada import mencionat distribuït anualment. Vegem que no disposem de cap xifra d'Impost de Societats en els anys 2018 i 2019, ja que en el 2018 es van tenir unes pèrdues de 64.408.491€.

ESTALVI FISCAL EN L'IMPOST SOBRE SOCIETATS (2011-2020) TORRENOVA INVERSIONES, SICAV, SA



Il·lustració 14: Estalvi Fiscal en l'Impost de Societats (2011-2020): Torrenova de Inversiones, SICAV, SA. Dades extretes de la base de dades Sistema d'Anàlisi de Balanços Ibèrics (SABI). *Elaboració Pròpia.*

Com se'n desprèn del gràfic, la pèrdua de liquiditat que té l'empresa en concepte d'Impost de Societats és gairebé nul (veure annex 2).

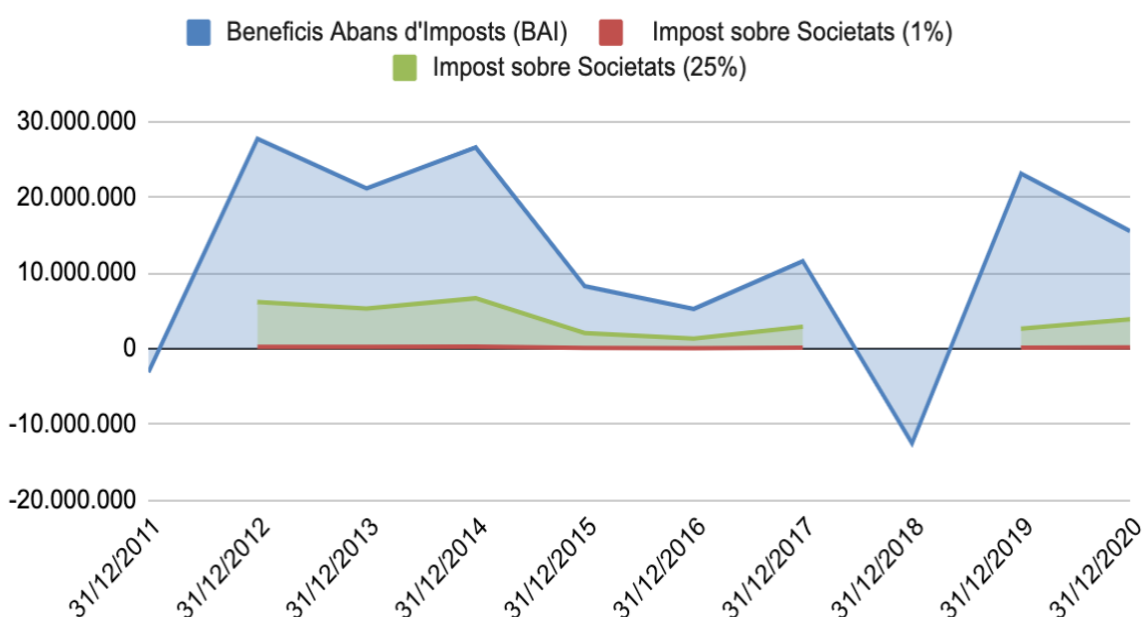
1.2. SOANDRES DE ACTIVOS, SICAV, SA

Soandres de Activos (2001) és una societat d'inversió transformada en societat limitada el 17 de Març de 2022 arrel de l'entrada en vigor de la *Llei 11/2021*. És propietat de la família Ortega i, María Sandra Ortega Mera (filla d'Amancio Ortega) n'és la presidenta. A començaments de l'any 2022 tenia un patrimoni de 284.000.000€ (veure taula 1). A més, la

mateixa família també és propietària de **Breixo Inversiones** que també s'ha convertit en societat limitada arrel del canvi legislatiu.

En els anys compresos durant el període analitzat (2011-2020), el sumatori ingressat per part d'aquesta societat a Hisenda és de 1.234.179,98€²⁹, calculat sobre el Benefici total Abans d'Imposts (BAI): 123.417.996€. En cas de no haver disposat d'aquest benefici fiscal, la societat hauria hagut de pagar un total de 30.854.500€ a l'Estat. Això ha suposat un estalvi fiscal total de 29.620.319,68€.

ESTALVI FISCAL EN L'IMPOST SOBRE SOCIETATS (2011-2020) SOANDRES DE ACTIVOS, SICAV, SA



Il·lustració 15: Estalvi Fiscal en l'Impost de Societats (2011-2020): Soandres de Activos, SICAV, SA. Dades extretes de la base de dades Sistema d'Anàlisi de Balanços Ibèrics (SABI). *Elaboració Pròpia.*

Una vegada més, tornem a veure com la quantitat ingressada a les arques de l'Estat respecte el benefici obtingut és gairebé inexistent (veure annex 2).

1.3. MORINVEST, SICAV, SA

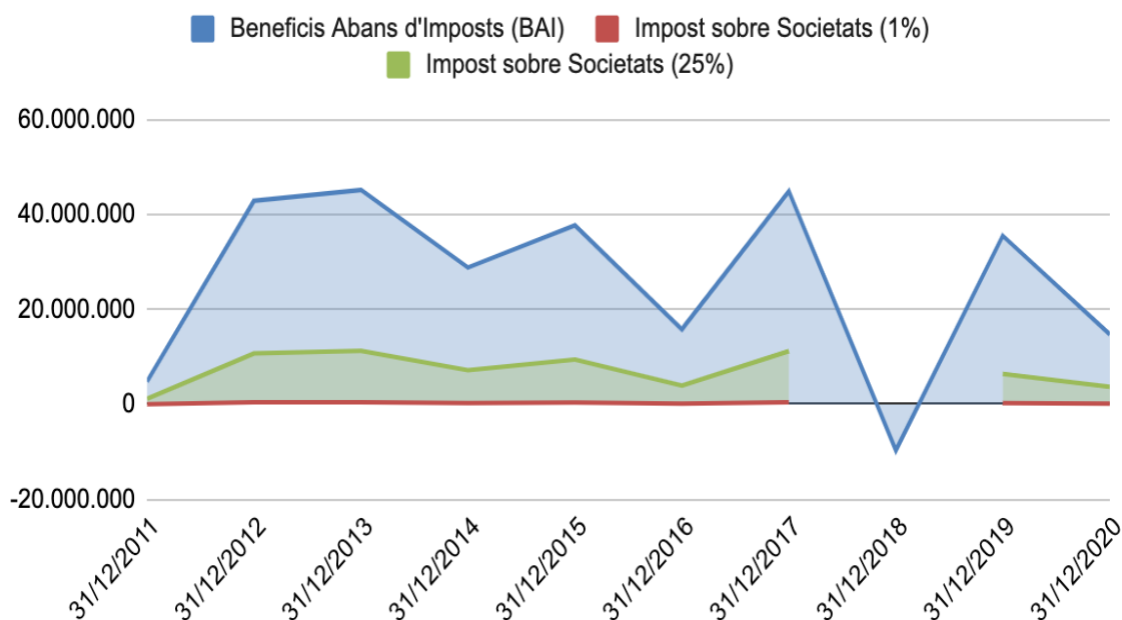
Morinvest (1998) és la societat d'inversió de la Marquesa Bellavista Alicia Koplowitz Romero de Juseu. A l'acabament del gener de 2022 tenia un patrimoni de 566.000.000€³⁰. Morinvest, que recentment ha reestructurat la seva cartera d'inversions, actualment té una

²⁹ Dades extretes de la base de dades *Sistema d'Anàlisi de Balanços Ibèrics (SABI)*: Soandres de Activos, SICAV, SA.

³⁰ Revista *Forbes*. "Estas son las mayores SICAV españolas", Nuñez Emilia (30/03/2022).

cartera diversificada on hi ha inversions en el sector de la construcció (FCC i Metrovacesa), farmacèutica (Grifols) o telefonia (Telefónica).

ESTALVI FISCAL EN L'IMPOST DE SOCIETATS (2011-2020) MORINVEST, SICAV, SA



Il·lustració 16: Estalvi Fiscal en l'Impost de Societats (2011-2020): Morinvest, SICAV, SA. Dades extretes de la base de dades Sistema d'Anàlisi de Balanços Ibèrics (SABI). *Elaboració Pròpia.*

Com podem observar gràficament, és pràcticament insignificant la quantitat d'impost sobre societats que paga Morinvest sobre el seu benefici abans d'impostos (BAI). Així doncs, la societat es va estalviar un total de 62.554.534€ durant el període analitzat. La suma d'impost sobre societats pagat ha estat de 2.613.161€, calculat sobre un total de beneficis abans d'impostos de 260.670.777€. Si aquesta institució inversora no hagués tingut la condició de societat d'inversió i hagués gaudit de l'avantatge fiscal de l'1%, hagués tingut un resultat de l'exercici prop d'un 24% inferior, és a dir: 195.503.083€, ja que hagués hagut d'ingressar a Hisenda un total de 65.167.695€. Per tant, això vol dir que l'estalvi fiscal acumulat durant aquests deu anys estudiats és de 62.554.534€³¹ (veure annex 2).

Un altre factor interessant a esmentar és que en els tres casos mencionats, observem una forta caiguda dels beneficis l'any 2018. Aquest any va ser complicat per als mercats financers a nivell internacional. Espanya i l'economia mundial en general, va patir un moment de

³¹ Dades extretes de la base de dades *Sistema d'Anàlisi de Balanços Ibèrics (SABI)*: Morinvest, SICAV, SA.

desacceleració que es va notar en els resultats de les societats inversores d'actius financers. A l'eurozona, l'economia va veure's desaccelerada fins a un 2%. En concret, el sector bancari va tenir una forta incidència en aquest alentiment de l'economia, ja que va caure un 29%³². Això ha afectat a aquestes societats a nivell fiscal en tant en que s'han acumulat **bases imposables negatives** que després es podran compensar a l'impost de societat de l'any següent.

2. BENEFICIS FINANCERS EN EL DIFERIMENT DE LA TRIBUTACIÓ

Per concloure el treball, s'ha volgut fer una exemplificació dels beneficis financers que tenen les societats d'inversió una vegada aplicat el tipus impositiu específic de l'1%; és a dir, s'ha fet una aproximació al què significa diferir la tributació. En altres paraules, veurem de manera numèrica què passa quan es reinverteix l'estalvi fiscal del que s'ha parlat en l'apartat 4.1. Per fer-ho, s'han agafat les dades obtingudes per l'elaboració de l'apartat anterior i s'ha calculat quin seria el benefici que se n'extrauria de la reinversió a partir de l'any següent. El resultat s'ha portat en el moment zero (2012) i, posteriorment, s'ha capitalitzat considerant el tipus d'interès mitjà del període 2012 a 2021. A més, per poder fer un càlcul més realista de la rendibilitat obtinguda en les inversions, s'ha considerat l'evolució de la inflació mitjana anual. Això ha fet que la rendibilitat real sigui una mica més inferior que la rendibilitat que ofereix la SICAV.

La **rendibilitat real** s'ha calculat amb la següent fórmula:

$$Rr = \frac{r - g}{1 + g}$$

$Rr =$ Rendibilitat real $r =$ rendibilitat de la SICAV $g =$ inflació anual
--

Un altre variable conjuntural que també s'ha obtingut en compte és el component fiscal: el tipus impositiu aplicat al benefici d'aquestes reinversions.

Com podem observar en l'annex 3 de forma més detallada, la rendibilitat real mitjana de tot el període (2012-2021) ha estat de l'1,84% en el cas de Torrenova de Inversiones, del 2,59% a Soandres de Activos i del 4,16% a Morinvest³³.

³² Dades extretes de *Bolsas y Mercados Españoles*. Informe de Mercado 2018. Resumen del Año. <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2018>

³³ Càlcul realitzat a partir de dades extretes de:

Citywire i *Statista*: Variación de la media anual del índice de precios de consumo (IPC) en España de 2005 a 2021. <https://es.statista.com/estadisticas/476953/tasa-de-inflacion-anual-en-espana/>

Els càlculs s'han realitzat de dues maneres (veure annex 3). Per una banda, s'ha considerat que els beneficis fiscals només s'han reinvertit l'any següent d'haver-los obtinguts a la rendibilitat anual corresponent. D'altra banda, s'han realitzat els càlculs tenint en compte que aquests beneficis obtinguts s'han anat reinvertint periòdicament, any a any, perquè formaven part del capital disponible de l'empresa. Per això, tal i com veurem, els resultats d'aquesta segona operació són més elevats.

En el cas de Torrenova de Inversiones hem estimat que si el total de 39.377.662€ d'estalvi fiscal que ha anat generant durant aquests anys haguessin estat reinvertits anualment a la rendibilitat anual que ofereix la societat, s'haguessin aconseguit 1.081.538,81€ de beneficis sense reinversió anual periòdica. Amb reinversió, aquesta quantitat escala fins els 1.458.148,96€.

Per la part de Soandres de Activos, el total d'estalvi fiscal va ser de 29.620.319,68€. D'haver reinvertit cada any les respectives quantitats no ingressades a Hisenda, s'haguessin obtingut uns beneficis de 1.260.636,75€ sense reinversió. Amb reinversió, aquesta quantitat s'enfila fins els 2.111.025,24€.

Finalment, i seguint el mateix procediment que en els casos anteriors, si la societat d'inversió Morinvest hagués reinvertit els 62.554.434€, hauria tingut uns beneficis de 3.190.140,85€ sense considerar reinversió anual. Amb reinversió, 5.449.940,04€.

Amb tot això, podem sintetitzar que en els tres casos la inversió a través de les SICAV no només comporta uns beneficis fiscals sinó també financers. Quan l'estalvi fiscal és reinvertit, es generen nous ingressos.

V. CONCLUSIONS

Una vegada realitzat el treball, encararem la fase de les conclusions relacionades amb l'objecte d'investigació per tal d'entendre les afirmacions que hem anat fent al llarg de la redacció del projecte.

Per una banda, i com hem vist la inversió a través de les Societats d'Inversió en Capital Variable ha suposat un gran estalvi fiscal per, sobretot, els grans patrimonis. En concret, no és que s'hagi produït un estalvi fiscal des del punt de vista dels accionistes, sinó que el fet de diferir la tributació ha permès multiplicar considerablement el seu patrimoni. El 24% diferencial que s'ha deixat de pagar en termes d'Impost de Societat ha suposat un capital disponible per l'empresa a l'hora de realitzar reinversions. Això el que evidencia és que les operacions realitzades, quantes menys vegades hagin de passar per la Hisenda del país, major serà l'increment de la riquesa. En aquest cas, les vegades a passar per les arques de l'Estat són les mateixes, però amb una quantitat altament inferior.

En segon lloc, com ja s'ha vist en el punt 3.6. del treball on s'ha analitzat la capacitat de retenció o captació de capital per mitjà de la balança financera d'IIC, podem concloure (tot i no tenir evidències extremadament precises) que aquesta captació o retenció de capital va ser eficaç en l'entorn de les SICAV en un primer moment, però ja fa uns anys que no és així. Els últims anys, la corba que dibuixa l'evolució de la balança financera s'assimila més a la del patrimoni dels Fons d'Inversió, però en les societats d'inversió no passa el mateix. Per això, i amb aquests elements, podríem arribar a concloure que les SICAV ja no tenen un pes tan específic en aquesta retenció i captació de capital.

En tercer lloc, podem afirmar que aquests vehicles d'inversió no han servit per fomentar la inversió de la classe mitjana. Si considerem que aquest era un objectiu interessant de les SICAV, ha quedat reduït a la mínima expressió. Prova d'això ha estat que, des de l'entrada en vigor de la nova *Llei 11/2021*, s'han liquidat (només en el primer trimestre de l'any 2022) un total del 35% d'aquests institucions. I no ha estat casualitat. Precisament aquest fet evidencia que, gran part de les societats d'inversió, estaven compostades per un elevat nombre del que anomenem "mariachis". En altres paraules, això denota que un alt percentatge de les SICAV tenien molts accionistes amb participacions inferiors a 2.500€.

En quart lloc (i relacionant-ho amb els paràgrafs anteriors), s'observa que, sobretot, les societats d'inversió han estat una via d'elusió fiscal pels grans patrimonis del país. En diem elusió perquè és evident que aquests vehicles s'han emprat per una finalitat diferent de la naturalesa per la que s'havien creat inicialment. De fet, la *Llei 11/2021* és una transposició

d'una Directiva de la Unió Europea³⁴, que té per objectiu perseguir l'elusió fiscal en els països que la conformen; això ja ens pot donar pistes per saber que les SICAV, mitjançant unes maniobres legals però sospitoses, s'han emprat per reduir considerablement el pagament d'imposts sobre el resultat d'operacions financeres de grans posseïdors de capital. No és casualitat doncs que moltes fortunes d'aquests països hagin escollit aquesta via per poder invertir la seva riquesa. Per tant, amb aquests fets, podem distingir que la inversió a través d'aquestes institucions és (i sobretot: era) considerablement beneficiosa.

Per acabar, observant l'evolució descendent que ha sofert, tant el nombre de SICAV com el seu patrimoni, podem dir que el futur de les SICAV no és gaire prometedor. La imposició de condicions cada vegada més estrictes fa que, poc a poc, aquestes societats es vagin liquidant a mesura que els manquen els beneficis fiscals. Així doncs, podem concloure que les Societats d'Inversió Col·lectiva són uns vehicles en perill d'extinció.

³⁴ Directiva (UE) 2016/1164 del Consell de 12 de juliol per la que s'estableixen normes contra les pràctiques d'elusió fiscal que incideixen directament en el funcionament del mercat interior.

VI. BIBLIOGRAFIA

- Analistas Financieros Internacionales, Manzano, D., Valero, Francisco J (2019). *Guía del Sistema Financiero Español 2019*. Aranzadi Thomson Reuters.
- Calvo, P. (2015). Podemos dinamita la fiscalidad de las SICAV en Navarra como ensayo de su programa. A *Cotizalia*. Recuperat de https://www.elconfidencial.com/economia/2015-11-05/podemos-dinamita-la-fiscalidad-de-las-sicav-en-navarra-adelanto-de-lo-que-esta-por-venir_1083678/ el 15 d'abril de 2022.
- Clavero, V. (2017). Las ocho mayores fortunas españolas atesoran más de 5.000 millones de sus SICAV. A *Público*. Recuperat de <https://www.publico.es/economia/ocho-mayores-fortunas-espanolas-atesoran-5000-millones-sicav.html> el 28 de març de 2022.
- Cuatrecasas (2021). *Criterios de la DGT y CNMV sobre disolución y liquidación de SICAV*. A *Legal Flash*. Recuperat de <https://www.cuatrecasas.com/resources/aci-legal-flash-21-12-2021-criterios-dgt-y-cnmv-disolucion-y-liquidacion-de-sicav-4153-8042-5524-v.3-61c211440355a259718661.pdf?v1.18.0.202203281113>
- Decret-Llei 7/1964, de 30 d'abril, sobre Societats i Fons d'Inversió i Borses de Comerç. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 107, de 4 de maig de 1964. <https://www.boe.es/boe/dias/1964/05/04/pdfs/A05702-05705.pdf>
- Elvira, O (2016). Las SICAV y el absurdo de los 100 accionistas. A *UPF Barcelona School of Management*. Recuperat de <https://patrimonia.bsm.upf.edu/oscar-elvira-las-sicavs-y-el-absurdo-de-los-100-accionistas/> el 15 d'abril de 2022.
- Elvira, O. (2016). Las SICAV y la falacia del 0,55%. A *UPF Barcelona School of Management*. Recuperat de <https://patrimonia.bsm.upf.edu/oscar-elvira-las-sicav-y-la-falacia-del-055/> el 15 d'abril de 2022.
- Estadísticas de Instituciones de Inversión Colectiva. A *Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Recuperat de <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Estadisticas-IIC.aspx> el 28 de març de 2022.
- Estados Unidos: Una referencia en el ahorro para la jubilación. A *BBVA*. Recuperat de <https://www.jubilaciondefuturo.es/es/blog/mas-de-un-tercio-del-ahorro-de-los-estadounidenses-esta-destinado-a-la-jubilacion.html> el 2 d'abril de 2022.

- Evolució anual del número de SICAVS en España desde 2010 hasta 2019. A *Statista*. Recuperat de <https://es.statista.com/estadisticas/564811/numero-de-sicav-en-espana/> el 28 de març de 2022.
- Faes, I. (2022). El golpe fiscal obligará a dismantelar hasta el 80% de las SICAVS. A *El Economista*. Recuperat de <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11550507/01/22/El-castigo-fiscal-cerrara-hasta-el-80-de-estas-herramientas-de-inversion.html> el 25 de març de 2022.
- García-Herrera Blanco, C., Moreno González, S. (2022). Crónica tributaria, nueva época. A *Instituto de Estudios Fiscales*. Recuperat de <https://www.ief.es/vdocs/publicaciones/1/182/Todo.pdf> el 18 de març de 2022.
- Informe de Mercado 2018. Resumen del año (2018). A *Bolsas y Mercados Españoles*. Recuperat de <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2018> el 12 d'abril de 2022.
- INVERCO (2022). *Guía de implementación: impacto de la ley 11/2021 en las SICAV*. <https://www.inverco.es/archivosdb/guia-sicav-v-2.-0-25-mar-22.pdf>
- INVERCO (2022). *Las Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, informe 2021 y perspectivas 2022*. <https://www.inverco.es/archivosdb/ahorro-financiero-de-las-familias-iics-y-fp-2021.pdf>
- INVERCO (2020). *Características esenciales de las SICAV*. <https://www.inverco.es/archivosdb/2020-caracteristicas-esenciales-de-las-sicav.pdf>
- Lacalle, D. (2014). El cuento de las SICAV. A *Cotizalia*. Recuperat de https://blogs.elconfidencial.com/mercados/lleeno-de-energia/2014-06-28/el-cuento-de-las-sicav_153361/ el 20 de març de 2022.
- Llei 11/2021, de 9 de juliol, de mesures de prevenció i lluita contra el frau fiscal de transposició de la Directiva (UE) 2016/1164, del Consell, de 12 de juliol de 2016, per la que s'estableixen normes contra les pràctiques d'elusió fiscal que incideixen directament en el funcionament del mercat interior, de modificació de diverses normes tributàries i en matèria de regulació del joc. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 164, de 10 de juliol de 2021. <https://www.boe.es/eli/es/l/2021/07/09/11>
- Llei 27/2014, de 27 de novembre, de l'Impost de Societats. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 288, de 28 de novembre de 2014. <https://www.boe.es/eli/es/l/2014/11/27/27/con>

- Llei 23/2013, de 23 de desembre, reguladora del Factor de Sostenibilitat i de l'Índex de Revalorització del Sistema de Pensions de la Seguretat Social. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 309, de 26 de desembre de 2013. <https://www.boe.es/eli/es/1/2013/12/23/23>
- Llei 35/2003, de 4 de novembre, d'Institucions d'Inversió Col·lectiva. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 265, de 5 de novembre de 2003. <https://www.boe.es/eli/es/1/2003/11/04/35/con>
- Llei 46/1984, de 26 de desembre, reguladora de les Institucions d'Inversió Col·lectiva. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 310, de 27 de desembre de 1984. <https://www.boe.es/eli/es/1/1984/12/26/46>
- Listado SICAV cotizadas. A *Bolsas y Mercados Españoles*. Recuperat de https://www.bolsasymercados.es/MTF_Equity/esp/SICAV/Listado.aspx el 28 de març de 2022.
- López Hermida, J.L. (2022). 2021-22: ¿el año de la desaparición de la SICAV española?. A *KPMG Tendencias*. Recuperat de <https://www.tendencias.kpmg.es/2021/02/desaparicion-de-la-sicav-espanola/> el 18 de març de 2022.
- López-Hermida, J.L. (2021). El futuro de las SICAV ante la modificación de su régimen fiscal: principales implicaciones y escenarios. A *KPMG Tendencias*. Recuperat de <https://www.tendencias.kpmg.es/2021/12/futuro-sicav-modificacion-regimen-fiscal-principales-implicaciones-escenarios/> el 15 d'abril de 2022.
- Luque, V.A., Luque, M.A. (2014). *A vueltas con las SICAV* [Artículo, Universidad Complutense de Madrid].
- Manchado Pérez, B. (2017). *Análisis económico de las SICAV en España: valor liquidativo y cotización* [Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid].
- Mercado Alternativo Bursátil (2013). *SICAV, descripción del modelo de mercado*. https://www.bolsasymercados.es/MTF_Equity/docs/docsSubidos/SICAVS/MODELO_DE_MERCADO_MAB_SICAV_versi%C3%B3nfinal.pdf
- Modificaciones previstas para las SICAV en el proyecto de Ley de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal (2021). A *Euskaltax*. Recuperat de <http://euskaltax.com/modificaciones-previstas-para-las-sicav-en-el-proyecto-de-ley-de-medidas-de-prevencion-y-lucha-contr-el-fraude-fiscal/> el 28 de març de 2022.

- Nuñez, E. (2022). Estas son las mayores SICAV españolas. A *Forbes*. Recuperat de <https://forbes.es/empresas/149126/estas-son-las-mayores-sicav-espanolas/> el 13 d'abril de 2022.
- Ortiz de Juan, JM (2022). Comentarios a la Ley 11/2021, de 9 de Julio, de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal. A *Cuatrecasas*. Recuperat de <https://www.cuatrecasas.com/resources/modificaciones-en-el-regimen-de-tributacion-de-las-sicav-en-el-is-62010e237a62c022610713.pdf?v1.18.0.202203281113> el 14 de març de 2022.
- Rabadán Forniés, M (2007). La inversión colectiva: concepto y evolución. Sus funciones. Situación actual y perspectivas. Recuperat de https://www.ieaf.es/p/item/download/502_29f4512e760e4afa34e773075a338aeb el 2 de maig de 2022.
- Ramos Muñoz, D., Ruiz Almendral, V (Octubre II - 2006). Los problemas tributarios de las Sociedades de Inversión en Capital Variable (SICAV). *Quincena Fiscal*.
- Reial Decret Legislatiu 8/2015, de 30 d'octubre, per el que s'aprova el text refós de la Llei General de la Seguretat Social. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 261, de 31 d'octubre de 2015. <https://www.boe.es/eli/es/rdlg/2015/10/30/8/con>
- Reial Decret-Llei 28/2012, de 30 de novembre, de mesures de consolidació i garantia del sistema de la Seguretat Social. *Butlletí Oficial de l'Estat*, 289, de l'1 de desembre de 2012. <https://www.boe.es/eli/es/rdl/2012/11/30/28>
- Rocafort Pérez, G. (2011). *Las sociedades SICAV en España y su trascendencia empresarial y social* [Tesis doctoral, Universidad San Pablo].
- Rubio, A. (2022). Aluvión de bajas en las SICAV: 1.000 sociedades comunican su disolución a la CNMV ante el cambio fiscal. A *Funds People*. Recuperat de <https://fundspeople.com/es/aluvion-de-bajas-en-las-sicav-1-000-sociedades-comunican-su-disolucion-a-la-cnmv-ante-el-cambio-fiscal/> el 5 d'abril de 2022.
- Santos, G (2019). La mentira de las SICAV. Recuperat de <https://www.expansion.com/blogs/mercados-transparencias/2019/01/18/la-mentira-de-las-sicav.html> el 28 de març de 2022.

Share of households owning mutual funds in the United States from 1980 to 2020. A *Statista*. Recuperat de <https://www.statista.com/statistics/246224/mutual-funds-owned-by-american-households/> el 17 d'abril de 2022.

Últimos Avisos, Hechos Relevantes y Otra Información de Interés de SICAVs. A *Bolsas y Mercados Españoles*. Recuperat de https://www.bolsasymercados.es/MTF_Equity/esp/SICAV/HechosRelevantes.aspx el 28 de març de 2022.

Zhou, X. (2021). ¿Cuál es la diferencia entre invertir en una SICAV y un fondo de inversión?. A *Rankia*. Recuperat de <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/2950772-cual-diferencia-invertir-sicav-fondo-inversion> el 18 de març 2022.

ANNEX

ANNEX 1 – Tributació de les IIC en països europeus

País	Tributació de la IIC en l'Impost sobre Societats	Patrimoni IIC (€ mils de milions)	% sobre total IIC Europa
Luxemburg	Exempció. En el seu lloc s'estableix una taxa sobre els actius nets del fons que oscil·la entre el 0,01% i el 0,05% anual	4.719	26,68%
Irlanda	Exempció	3.048	17,23%
Alemanya	Exempció	2.358	13,33%
França	Exempció	1.956	11,06%
Regne Unit	En principi, tributa la IIC a un tipus reduït (20%), però només per interessos i dividendes, les plusvàlues estan exemptes. A més, les regles per evitar la tributació en cascada determinen que, a la pràctica, hi hagi un exempció	1.751	9,90%
Holanda	Subjectes, però al tipus del 0%, si es reparteixen els seus ingressos per interessos i dividendes en els vuit mesos següents al tancament de l'exercici. Les plusvàlues no tributen en la IIC	947	5,36%
Suïssa	Exempció	714	4,04%
Suècia	Exempció	421	2,38%
Itàlia	Exempció	321	1,81%
Dinamarca	Exempció	316	1,78%
Àustria	Exempció	194	1,10%
Bèlgica	Exempció per els vehicles en format Fons. Les societats, en principi tributen al 33,99%, però les regles d'aplicació del tribut específiques per les SICAV determinen una exempció a la pràctica	165	0,93%
Finlàndia	Exempció	125	0,70%
Polònia	Exempció	63	0,36%
Liechtenstein	Exempció	54	0,30%
Turquia	Els seus ingressos estan exemptes d'imposts, però subjectes a una retenció, el percentatge de la qual el determina el Consell de Ministres i que pot oscil·lar entre el 0% i el 20%. Actualment està establert en el 0% (Council of Ministers Decree 2009/14594)	29	0,16%
Hongria	Exempció.	20	0,11%
Malta	Només estan subjectes a IS 8a un tipus variable d'entre el 10% i el 35% segons la naturalesa dels ingressos) els Fons autoritzats a Malta que inverteixin al menys 85% del seu patrimoni en actius situats a Malta. La resta està exempta	15	0,09%
Gràcia	Exempció. En el seu lloc s'estableix una taxa sobre els actius del Fons, referenciada al tipus d'interès del BCE. Actualment oscil·la entre el 0,325% (per Fons de Rfa) i l'1,075% (per fons de RV)	9	0,0%
Patrimoni total IIC amb extensió en l'Impost sobre Societats		17.226	97,37%
Espanya	1%	306	1,73%
Noruega	28% (però en els Fons d'accions, les plusvàlues estan exemptes)	135	0,76%
Portugal	Entre el 10% i el 25%, depenent del tipus d'ingrés	24	0,13%
Patrimoni total IIC amb tributació en l'Impost sobre Societats		464	2,63%
Patrimoni total IIC Europa (mils de milions d'€)		17.690	100,00%

Font: INVERCO (2020). Característiques essencials de las SICAV.

ANNEX 2 – Beneficis, resultats i impostos SICAV

TORRENOVA DE INVERSIONES, SICAV, SA

Comptes de pèrdues i guanys	31/12/2011 EUR	31/12/2012 EUR	31/12/2013 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2017 EUR	31/12/2018 EUR	31/12/2019 EUR	31/12/2020 EUR	TOTAL
Beneficis Abans d'Imposts (BAI)	4.808.372	20.155.585	31.073.243	31.749.058	25.474.459	27.309.914	14.302.739	-64.408.491	63.215.222	-9.576.110	144.103.991
Impost sobre Societats (1%)	48.084	201.556	310.732	317.491	254.745	273.099	139.356	n.d.	n.d.	189.646	1.686.624
Impost sobre Societats (25%)	1.202.093	5.038.896	7.768.311	7.937.264	6.368.615	6.827.478	3.575.685	n.d.		2.394.027	41.112.370
Resultat de l'Exercici (1%)	4.760.289	19.954.029	30.762.510	31.431.567	25.219.715	27.036.815	14.163.383	-64.408.491	63.215.222	-9.765.755	
Resultat de l'exercici (25%)	3.606.279	15.116.689	23.304.932	23.811.793	19.105.844	20.482.435	10.727.054	-64.408.491			
ESTALVI FISCAL	1.154.009	4.837.340	7.457.578	7.619.774	6.113.870	6.554.379	3.436.329			2.204.382	39.377.662

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del SABI (Sistema d'Anàlisi de Balanços Ibèrics).

SOANDRES DE ACTIVOS, SICAV, SA

Comptes de pèrdues i guanys	31/12/2011 EUR	31/12/2012 EUR	31/12/2013 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2017 EUR	31/12/2018 EUR	31/12/2019 EUR	31/12/2020 EUR	TOTAL
Beneficis Abans d'Imposts (BAI)	-3.111.913	27.698.417	21.158.896	26.571.094	8.229.522	5.224.363	11.559.099	-12.531.373	23.102.522	15.517.371	123.417.996
Impost sobre Societats (1%)	n.d.	245.865	211.589	265.711	82.295	52.244	115.591	n.d.	105.711	155.174	1.234.179,98
Impost sobre Societats (25%)	n.d.	6.146.626	5.289.724	6.642.773	2.057.380	1.306.091	2.889.775	n.d.	2.642.787	3.879.343	30.854.500
Resultat de l'Exercici (1%)	-3.111.913	27.452.552	20.947.307	26.305.383	8.147.226	5.172.119	11.443.508	-12.531.373	22.996.810	15.362.197	122.183.816
Resultat de l'Exercici (25%)	-3.111.913	21.551.791	15.869.172	19.928.320	6.172.141	3.918.272	8.669.324	-12.531.373	20.459.734	11.638.028	92.563.497
ESTALVI FISCAL		5.900.761	5.078.135	6.377.062	1.975.085	1.253.847	2.774.184		2.537.076	3.724.169	29.620.319,68

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del SABI (Sistema d'Anàlisi de Balanços Ibèrics).

MORINVEST, SICAV, SA

Comptes de pèrdues i guanys	31/12/2011 EUR	31/12/2012 EUR	31/12/2013 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2017 EUR	31/12/2018 EUR	31/12/2019 EUR	31/12/2020 EUR	TOTAL
Beneficis Abans d'Imposts (BAI)	4.770.925	42.905.539	45.170.769	28.846.414	37.724.803	15.815.119	44.900.996	-9.732.525	35.515.837	14.752.901	260.670.777
Impost sobre Societats (1%)	47.947	429.781	452.104	288.712	378.221	157.480	450.283	n.d.	260.523	148.111	2.613.161
Impost sobre Societats (25%)	1.192.731	10.726.385	11.292.692	7.211.604	9.431.201	3.953.780	11.225.249	n.d.	6.445.828	3.688.225	65.167.695
Resultat de l'Exercici (1%)	4.722.978	42.475.758	44.718.665	28.557.702	37.346.582	15.657.639	44.450.713	-9.732.525	35.255.314	14.604.790	258.057.616
Resultat de l'Exercici (25%)	3.578.194	32.179.154	33.878.077	21.634.811	28.293.602	11.861.339	33.675.747	-9.732.525 €	29.070.009	11.064.675	195.503.083
ESTALVI FISCAL	1.144.784	10.296.604	10.840.588	6.922.892	9.052.979	3.796.299	10.774.966		6.185.306	3.540.115	62.554.534

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del SABI (Sistema d'Anàlisi de Balanços Ibèrics).

ANNEX 3 – Re inversió dels beneficis fiscals

TORRENOVA DE INVERSIONES, SICAV, SA

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Mitjana
Rendibilitat	6,60%	6,20%	3,50%	2,30%	2,10%	1,00%	-5,00%	5,00%	-0,40%	4,10%	2,54%
Inflació (g)	2,40%	1,40%	-0,20%	-0,50%	-0,20%	2,00%	1,70%	0,70%	-0,30%	3,10%	1,01%
Tipus d'interès	0,80%	0,30%	0,10%	0,10%	0,00%	0,00%	0,10%	0,40%	0,70%	1,10%	0,31%
Rendibilitat real (Rr)	4,10%	4,10%	4,73%	3,71%	2,81%	2,30%	-0,98%	6,59%	4,27%	-0,10%	1,84%
n	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
CÀLCUL SENSE REINVERSIÓ ANUAL											
Benefici	47.314,39	198.330,96	352.743,45	282.693,61	171.799,75	150.750,72	-34.363,29	0,00	0,00	-2.204,38	
Resultat net (sense imposts)	46.841,24	196.347,65	349.216,02	279.866,67	170.081,76	149.243,22	-34.019,66	0,00	0,00	-2.182,34	
VAN anual	46.841,24	188.611,62	318.361,86	250.912,19	152.211,52	133.173,74	-36.091,32	0,00	0,00	-2.202,14	
SUMATORI VAN	1.051.818,71									1.081.638,81	*Actualitzat el tipus d'interès mitjà
CÀLCUL AMB REINVERSIÓ ANUAL											
Benefici amb reinversió	46.841,24	270.821,84	505.576,23	374.480,88	212.362,66	179.083,76	-31.441,23	0,00	0,00	-2.164,89	
VAN anual	46.841,24	260.151,56	460.907,23	335.737,79	190.050,03	159.801,26	-33.355,88	0,00	0,00	-2.184,53	
SUMATORI VAN	1.417.948,71									1.458.148,96	*Actualitzat el tipus d'interès mitjà

SOANDRES DE ACTIVOS, SICAV, SA

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Mitjana
Rendibilitat	-1,20%	8,20%	5,90%	7,00%	2,00%	1,30%	4,00%	-4,40%	8,30%	5,00%	3,61%
Inflació (g)	3,20%	2,40%	1,40%	-0,20%	-0,50%	-0,20%	2,00%	1,70%	0,70%	-0,30%	1,02%
Tipus d'interès	0,80%	0,30%	0,10%	0,10%	0,00%	0,00%	0,10%	0,40%	0,70%	1,10%	0,31%
Rendibilitat real (Rr)	-4,26%	5,66%	4,44%	7,21%	2,51%	1,50%	1,96%	-6,00%	7,55%	5,32%	2,59%
n	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
CÀLCUL SENSE REINVERSIÓ ANUAL											
Benefici	0,00	334.222,80	225.361,02	460.068,63	49.625,26	18.845,40	54.395,76	0,00	191.477,43	197.974,88	
Resultat net (sense impostos)	0,00	330.880,58	223.107,41	455.467,95	49.129,00	18.656,94	53.851,80	0,00	189.562,65	195.995,13	
VAN anual	0,00	313.143,91	204.549,30	369.571,19	44.486,64	17.315,94	47.929,32	0,00	105.915,83	122.969,67	
SUMATORI VAN	1.225.881,80									1.260.636,75	*Actualitzat el tipus d'interès mitjà (0,31%)
CÀLCUL AMB REINVERSIÓ ANUAL											
Benefici amb reinversió	0,00	514.149,84	315.775,22	795.213,44	59.917,64	21.021,89	62.902,16	0,00	339.269,38	296.618,62	
VAN anual	0,00	486.589,13	289.508,97	645.244,04	54.255,82	19.510,90	55.984,34	0,00	189.562,65	186.102,05	
SUMATORI VAN	1.926.757,90									2.111.025,24	*Actualitzat el tipus d'interès mitjà (0,31%)

MORINVEST, SICAV, SA

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Mitjana
Rendibilitat	0,80%	9,50%	9,20%	5,70%	7,70%	2,70%	8,30%	-1,90%	6,90%	3,10%	5,20%
Inflació (g)	3,20%	2,40%	1,40%	-0,20%	-0,50%	-0,20%	2,00%	1,70%	0,70%	-0,30%	1,02%
Tipus d'interès	0,80%	0,30%	0,10%	0,10%	0,00%	0,00%	0,10%	0,40%	0,70%	1,10%	0,31%
Rendibilitat real (Rr)	-2,33%	6,93%	7,69%	5,91%	8,24%	2,91%	6,18%	-3,54%	6,16%	3,41%	4,16%
n	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
CÀLCUL AMB SENSE REINVERSIÓ ANUAL											
Benefici	-26.622,89	713.924,70	833.891,41	409.269,14	746.074,69	110.313,31	665.512,63	0,00	380.823,18	120.726,07	
Resultat net (sense imposts)	-26.356,67	706.785,46	825.552,49	405.176,45	738.613,94	109.210,17	658.857,50	0,00	377.014,95	119.518,81	
VAN anual	-26.356,67	660.957,36	711.828,43	341.044,35	538.080,20	94.637,57	459.855,93	0,00	233.761,34	88.382,18	
SUMATORI VAN	3.102.190,69									3.190.140,85	*Actualitzat el tipus d'interès mitjà (0,31%)
CÀLCUL AMB REINVERSIÓ ANUAL											
Benefici amb reinversió	-26.356,67	1.208.372,70	1.493.558,24	641.504,59	1.391.741,20	137.335,34	1.064.186,57	0,00	608.057,22	156.294,73	
VAN anual	-26.356,67	1.130.021,59	1.287.812,97	539.966,02	1.013.883,35	119.009,82	742.759,24	0,00	377.014,95	115.577,36	
SUMATORI VAN	5.299.688,64									5.449.940,04	*Actualitzat el tipus d'interès mitjà (0,31%)