

# Valoración de la conveniencia o no de exigir la admisión a negociación en Bolsa como requisito para que las instituciones de inversión colectiva, y en concreto las SICAV gocen del régimen fiscal especial aplicable a estas instituciones\*

INMACULADA DÍAZ YANES  
Agencia Estatal de Administración Tributaria

## SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.—2. RÉGIMEN FISCAL DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.—3. JUSTIFICACIÓN DEL RÉGIMEN FISCAL PRIVILEGIADO.—4. PANORAMA REAL DE LAS SICAV.—V. REGULACIÓN SUSTANTIVA DE LAS SICAV. 5.1. Activos aptos para la inversión. 5.2. Límites de inversión. 5.2.1. Coeficiente mínimo de liquidez. 5.2.2. Diversificación de riesgos. 5.2.2.1. En relación con los valores en circulación de la participada. 5.2.2.2. En relación con el activo de la IIC. 5.3. Requisitos administrativos.—6. IMPLICACIONES DE SER ENTIDAD COTIZADA.

*Palabras clave:* Fiscalidad financiera, Impuesto sobre Sociedades, Instituciones de inversión colectiva.

## I. INTRODUCCIÓN

Ha sido publica la discusión planteada en el seno de la Administración sobre el distinto tratamiento que debería darse a la situación creada por la aplicación práctica de la exigencia legal establecida en la regulación de las SIMCAV sobre el número de socios exigidos a estas Instituciones de Inversión Colectiva.

La detección por parte de la Administración tributaria de la práctica habitual entre estas entidades, consistente en que junto a los inversores reales se posicionaban un alto número de inversores (hasta 99 en algunos casos) con una inversión insignificante, los conocidos como “mariachis”, con el único objeto de cumplir con el requisito del número de socios exigido, inició una serie de actuaciones que finalizaron con regularizaciones en SIMCAV, en las que la Inspección actuante concluyó que no les era de aplicación el régimen fiscal privilegiado.

Como consecuencia, de este posicionamiento de la AEAT, la cuestión llegó al Parlamento, para finalmente aprobarse una modificación legislativa (en la Disposición Adicional Tercera de la Ley 23/2005, de 18 de noviembre) en la que se dejaba claro que la competencia administrativa para determinar la calificación de una entidad como SIMCAV o no correspondía a la CNMV.

Esa nueva regulación, no obstante, no zanjó el tema, pues quedaba abierta la cuestión del efecto temporal de la nueva norma aprobada; se cuestionaba si la competencia de la CNMV, claramente establecida en la mencionada disposición adicional tercera, debía considerarse existente desde el principio y si en cualquier caso, esto condenaba la posibilidad defendida por la AEAT de que en los casos de cumplimiento exclusivamente formal del requisito del número de socios, se le negase a la SIMCAV el régimen fiscal privilegiado.

\* Trabajo presentado al III Curso de Alta Especialización en Fiscalidad Financiera celebrado en la Escuela de la Hacienda Pública del Instituto de Estudios Fiscales en el segundo semestre de 2007.



Finalmente el TEAC, ha resuelto muy recientemente esta cuestión negando la posibilidad de que la AEAT pueda determinar la inaplicación del régimen fiscal especial a la SIMCAV con causa en que los 100 socios exigidos por la Ley se cumplen solo formalmente.

En el fondo de toda esta cuestión lo que se plantea es en realidad cómo debe combinarse la aplicación de un régimen fiscal tan privilegiado, en principio concedido a Instituciones de Inversión colectiva, con la realidad de unas entidades que con apariencia de “colectividad”, en realidad, son vehículos de inversiones mucho más particulares.

En este punto es el que tiene sentido plantearse la conveniencia o no de exigir la negociación en Bolsa de los valores que representan la propiedad de estas sociedades.

Este trabajo comienza por desarrollar una amplia descripción de la regulación y características de estas sociedades, tanto desde el punto de vista tributario como desde un punto de vista de su regulación sustantiva, continuando con una referencia a algunas de las consecuencias que implicar ser una entidad cotizada, introduciendo junto a todo esto una muy rápida descripción de la realidad estadística de estas entidades, que permita situar la cuestión en la importancia cuantitativa que le corresponde. Finalmente, con la combinación de estos factores intervinientes se concluye sobre la conveniencia o no de exigir el requisito de cotización.

## 2. RÉGIMEN FISCAL DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

De acuerdo con lo expresado en la exposición de motivos de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, las Instituciones de inversión Colectiva (en adelante IIC), pueden ser financieras y no financieras.

Las IIC financieras son las que invierten en activos e instrumentos financieros y solo pueden adoptar la forma de fondo de inversión o de Sociedad de inversión de capital variable (SICAV).

Estas entidades tienen un régimen tributario muy privilegiado, que es interesante describir para situar la polémica en su contexto.

Así las sociedades de inversión mobiliaria, SIM o las posteriores SICAV (la Ley 35/2003 concedió un plazo de 2 años –hasta el 5 de febrero de 2006– a las SIM de capital fijo registradas con anterioridad a la entrada en vigor de esta Ley, para su transformación en SICAV y su adaptación a la nueva normativa reguladora), tributan en su Impuesto sobre

la renta correspondiente (Impuesto sobre la Renta de Sociedades o Impuesto sobre la Renta de no Residentes), de acuerdo con el siguiente régimen:

*SIM* de capital fijo existentes antes del 5 de febrero de 2003 hasta su adaptación a nueva regulación o revocación:

Tipo de gravamen: 1 por 100

No gozarán de deducción alguna en la cuota ni de la exención de rentas en la base imponible para evitar la doble imposición internacional.

*SICAV*:

Tipo de gravamen: 1 por 100 (siempre que el número de socios no sea inferior a 100 o el número que reglamentariamente se establezca según las características de la sociedad) [art. 28. 5. a)] del TRLIS, Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo).

No gozarán de deducción alguna en la cuota ni de la exención de rentas en la base imponible para evitar la doble imposición internacional (art. 57 TRLIS).

No les será de aplicación el régimen de las sociedades patrimoniales.

Además, las SICAV, gozan también de privilegios en el Impuesto sobre Transmisiones y AJD [artículo 45, apartado I, letra B), apartado 19 Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, modificado por la disposición final primera de la Ley 35/2003], ya que están exentas, en la modalidad de operaciones societarias, las siguientes operaciones: constitución, aumento de capital, aportaciones no dinerarias, fusión y escisión realizadas por las SICAVs.

Por su parte, los socios de las SICAV, cuando perciban las rentas procedentes de estas entidades tributarán, según sean estén sujetos al Impuesto sobre Sociedades o al IRPF, de la siguiente manera:

— *Socios personas jurídicas*.

Socios y partícipes sujetos al Impuesto sobre Sociedades o al IRNR entidad con Establecimiento Permanente en España (aplicable también a socios de sociedades constituidas y domiciliadas en UE e inscritas en la CNMV a efectos de su comercialización en España) (art. 58 TRLIS).

- Integran la renta obtenida en la transmisión o reembolso de las acciones.
- Los beneficios distribuidos no darán derecho a deducción por doble imposición.

La participación en una IIC constituida en un paraíso fiscal supondrá la obligación de integrar al cierre del ejercicio la diferencia entre el valor liquidativo a esa fecha y el valor de adquisición (o anterior valor liquidativo si se hizo la misma integración en el ejercicio anterior).

— *Socios personas físicas.*

IRPF (art. 94, Ley 35/2006).

Debe integrarse tanto los resultados distribuidos como la ganancia o pérdida patrimonial obtenida como consecuencia de la transmisión o reembolso de las acciones (con valores homogéneos, se consideran transmitidos los más antiguos).

Régimen (o anterior valor liquidativo si se hizo la misma integración en el ejercicio anterior) de diferimiento, cuando se enajenan para traspasarse a otra IIC no se computará la ganancia o pérdida siempre que:

- El número de socios de la SICAV cuyas acciones se transmiten sea superior a 500.
- La participación en todo momento dentro de los 12 meses anteriores a la transmisión fuera inferior al 5 por 100 del capital de la SICAV.
- Ni la transmisión ni la adquisición posterior se refieran a fondos de inversión cotizados.

En el caso IIC en paraíso fiscal, los socios deberán integrar la diferencia entre el valor liquidativo la cierre y el valor de adquisición (o anterior valor liquidativo si se hizo la misma integración en el ejercicio anterior).

### 3. JUSTIFICACIÓN DEL RÉGIMEN FISCAL PRIVILEGIADO

Este régimen claramente privilegiado, tiene su justificación, como la propia Ley 35/2003 pone de manifiesto, en el carácter colectivo de la inversión.

La Ley 46/1984, origen de los regímenes de aligeramiento tributario de las Instituciones de Inversión colectiva, tras la reforma fiscal de 1978, (en la redacción originaría se preveía un tipo de gravamen por el Impuesto sobre Sociedades del 13 por 100) se refería en su exposición de motivos a la justificación de esta regulación:

“La reforma del sistema financiero ha perseguido y pretende una actuación libre de las Instituciones en el mercado, compatible con la seguridad de los inversores, a la vez que fomenta y facilita las relaciones de complementariedad entre los diversos mercados y activos financieros. Por ello, la actividad de las Instituciones de Inversión Colectiva no se limita a los valores mobiliarios tradicionales; sino que se amplía a toda la gama de activos financieros que se negocian en mercados habituales, oficiales o reconocidos, estableciendo las normas adecuadas para que las Instituciones puedan especializarse o adoptar objetivos y pautas de actuación compatibles con sus apreciaciones en orden a rentabilidad y riesgo.”

En el artículo 1 de esta Ley se establecía el concepto de lo que debería considerarse Institución de

inversión colectiva: “serán consideradas como Instituciones de Inversión Colectiva las reguladas en su articulado y aquellas que, cualquiera que sea su objeto, capten públicamente fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos mediante fórmulas jurídicas distintas del contrato de sociedad”.

El artículo 15.3 de esta Ley 46/1984, establecía para las SIMCAV un requisito muy coherente con este concepto de inversión colectiva como entidad que debe captar públicamente recursos para gestionarlos: “en la escritura de constitución se expresará el compromiso de cumplir cuantos requisitos le sean exigidos para la admisión y permanencia de sus acciones en la cotización oficial”. Y añadía en el apartado 5 “sólo funcionarán como Sociedades de capital variable mientras permanezcan inscritas en el Registro administrativo correspondiente y sus acciones estén admitidas con efectos plenos en la cotización oficial”.

La Ley 35/2003, sucesora de la Ley 46/1984, en su exposición de motivos se limita a señalar que “se suprime la obligación de cotización en Bolsa que preveía la ley anterior, que queda como una de las opciones posibles para dar liquidez a las acciones de las SICAV” y por otra parte, señala que el número de accionistas de una sociedad de inversión no podrá ser inferior a 100.

En efecto, el artículo 9.4 de esta Ley establece el número mínimo de accionistas en 100, aunque señala que reglamentariamente podrá rebajarse este umbral en consideración a distintos tipos de activos en los que se materialicen sus inversiones, a la naturaleza de sus accionistas o a la liquidez del fondo.

El legislador se planteó durante la tramitación del proyecto de esta Ley, la posibilidad de que el número mínimo de accionistas no garantizara completamente la existencia de una inversión significativamente colectiva; así, el Grupo parlamentario PSOE planteó en el Congreso una enmienda, la número 13, para que se incluyera un límite máximo de inversión por grupo familiar del 5 por 100, con la justificación de que se garantizara el carácter de inversión colectiva. Nada hay ahora, en la regulación finalmente aprobada, que refleje la preocupación del legislador por garantizar el respeto a este concepto de inversión colectiva.

Por el contrario, es destacable que el posterior desarrollo reglamentario, Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, haciendo uso de la potestad que la Ley le dio al Gobierno, aligeró aún más este requisito de número mínimo de accionistas, exclu-

yendo de su cumplimiento a las Sociedades de Inversión libre (art. 6.5).

Finalmente, la AEAT detectó algunos casos en los que el número de socios se cumplía de una manera exclusivamente formal, pues la realidad era que solo un inversor o un grupo muy reducido invertían realmente y el resto eran solo personas que figuraban con la exclusiva finalidad de cumplir el requisito exigido de un número mínimo de socios de cien.

La AEAT concluyó el camino emprendido, regularizando a las entidades, negándoles el régimen fiscal por considerar que no cumplían los requisitos exigidos.

Esto inició la discusión sobre quien era la autoridad competente para decidir si era de aplicación o no el régimen fiscal; finalmente, el conflicto fue resuelto por el legislador mediante una disposición adicional en la Ley 23/2005, de 18 noviembre, de ordenación económica. Esta disposición deja claro que la única autoridad competente es la CNMV; si bien permite la posibilidad de que ante la falta de actuación de este Organismo, previa comunicación de la AEAT; esta pueda actuar.

En resumen esta disposición adicional establece que no será de aplicación este régimen especial de tributación previsto en la LIS desde el período impositivo en el que se hubieran producido las circunstancias determinantes de la suspensión o revocación acordada por la CNMV. Cuando la AEAT comunique a la CNMV que se han producido las circunstancias que puedan llevar a plantearse la suspensión o revocación de la autorización concedida a la SICAV, la CNMV dispondrá de seis meses para resolver, y si no resolviera en ese plazo, la AEAT podrá dictar el acto de liquidación que procediera que sería revocable posteriormente si la CNMV resolviera que no procede la suspensión o revocación.

Todas las revocaciones y suspensiones acordadas por la CNMV deberán ser comunicadas a la AEAT.

#### 4. PANORAMA REAL DE LAS SICAV

La Disposición Transitoria Sexta de la Ley 35/2003, eliminaba la obligación de que las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter societario que cotizaran en Bolsa y cuyos órganos societarios acordaran la exclusión de la cotización de sus acciones de realizar una oferta pública de adquisición de sus acciones.

Tras la reforma del régimen en 2003, numerosas Sociedades de inversión colectiva comunicaron a la CNMV su decisión de excluirse de cotización.

Los datos publicados en la web de la CNMV referidos al tercer trimestre de 2007, reflejan la existencia de 3.217 SICAV, con un patrimonio total valorado en 32.791 millones de euros.

De este patrimonio, un 48,51 por 100 está invertido en el interior y un 48,14 por 100 en el exterior.

A su vez las inversiones en acciones representan, el 21,93 por 100 en acciones interiores, el 13,46 por 100 en acciones exteriores en euros y el 6,36 por 100 en acciones exteriores en moneda distinta del euro.

Los beneficios consolidados de la SICAVs antes del Impuesto sobre Sociedades han sido: en el año 2006, 2.504.164.000 euros; en el primer semestre de 2007, 1.465.580.000 euros.

De las 3.217 SICAV, un número de 2.940, tienen más de 100 socios (y por tanto, en principio pueden gozar del especial régimen fiscal), y de estas, 2.397 sociedades (el 74,5 por 100 del total) tienen un número de socios entre 100 y 150.

De estas 3.217 sociedades, solo 1.065, tienen un patrimonio social inferior a 3,6 millones de euros y de estas, 89 tienen un patrimonio que no supera los 2,4 millones de euros.

Con estos datos, en la mejor de las hipótesis, adjudicando los patrimonios medios inferiores a las SICAV que pueden gozar del privilegio fiscal, nos llevaría a concluir que 1.332 SICAV con un número de entre 100 y 150 partícipes tienen un patrimonio social superior a 3,6 millones de euros. De donde resultaría un patrimonio medio por partícipe, considerando el número máximo de la horquilla, 150 partícipes, de 24.000 euros; y con esta hipótesis benévola podríamos seguir aplicando los datos y concluiríamos que, de este número de sociedades, 1.045 tiene un patrimonio social medio de más de 4,2 millones de euros, de las que 804, tendrían un patrimonio social medio de más de 4.8 millones de euros, número que a su vez incluiría 610 sociedades con un patrimonio de entre 6 y 18 millones de euros.

Datos que nos llevan a concluir que un importante número de las SICAV que gozan del régimen fiscal privilegiado está gestionando un patrimonio medio por socio muy alto, aún considerando el más suave de los panoramas, consistente en que el número de partícipes sea el más alto de la horquilla estadística, los 150 partícipes, y que todos tengan una participación real y no meramente "figurativa" para cumplir el número exigido por la norma.

Por último, visitando la página web de la CNMV, puede apreciarse muy fácilmente como un gran número de las Sociedades de inversión existentes antes de la reforma de 2003, optaron por dejar de cotizar, una vez que dejara de ser un requisito de obligado cumplimiento.





## 5. REGULACIÓN SUSTANTIVA DE LAS SICAV

La Ley 35/2003 y su reglamento de desarrollo establecen una serie de requisitos y límites a las inversiones que estas entidades pueden realizar.

### 5.1. Activos aptos para la inversión

Las SICAV podrán invertir en (el resto de las IIC, es decir los fondos de inversión, pueden invertir en todos los activos enumerados excepto en bienes muebles e inmuebles necesarios para el ejercicio directo de la actividad):

Valores negociables e instrumentos financieros, emitidos agrupados en emisiones, y contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario oficial o no, siempre que estén admitidos a cotización en bolsas de valores o en otros mercados o sistemas de negociación, cualquiera que sea el Estado en que se encuentren radicados, siempre que reúnan determinadas condiciones de "seguridad"; es decir, sean mercados de funcionamiento regular y que ofrezcan una protección similar a la de los mercados oficiales españoles.

Los valores e instrumentos negociables anteriores cuando está solicitada su admisión a negociación o conste el compromiso de solicitarla.

Acciones y participaciones de otras IIC autorizadas conforme a la Directiva de la CEE 85/611; siempre que éstas a su vez no puedan invertir más de un 10 por 100 de su activo en otras IIC.

Acciones y participaciones de otras IIC no autorizadas conforme a la Directiva de la CEE 85/611; siempre que éstas a su vez no tengan por finalidad invertir en otras IIC y además no puedan invertir más de un 10 por 100 de su activo en otras IIC.

La sociedad gestora o la propia sociedad de inversión debe estar sometida a supervisión de las autoridades comunitarias y además deben cumplirse otros requisitos de protección al partícipe. El Reglamento añadió como requisitos que las IIC subyacentes tengan su sede en un país OCDE, excluyendo los que carezcan de mecanismos de cooperación e intercambio de información. Se entiende que las IIC españolas, excluidas las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre, cumplen estos requisitos.

Depósitos en entidades de crédito con sede en EM de la Unión Europea, o en otro Estado siempre que la entidad esté sujeta a normas prudenciales equivalentes, estos depósitos pueden ser a la vista o a plazo con vencimiento no superior a 12 meses.

Instrumentos financieros derivados negociados en un mercado o sistema de negociación de los considerados "seguros".

Instrumentos financieros derivados no negociados en un mercado o sistema de negociación de los considerados "seguros"; siempre que los activos subyacentes sí se negocien en esas condiciones.

Instrumentos del mercado monetario siempre que sean líquidos y cumplan determinados requisitos (vencimiento inferior a 18 meses).

Otros valores e instrumentos financieros.

Bienes muebles e inmuebles indispensables para el ejercicio de su actividad, con el límite máximo del 15 por 100 de su patrimonio.

### 5.2. Límites de inversión

#### 5.2.1. Coeficiente mínimo de liquidez

3 por 100 de su patrimonio (con posibilidad de que la CNMV lo fije en un porcentaje distinto hasta un máximo del 10 por 100).

#### 5.2.2. Diversificación de riesgos

Las inversiones a realizar por las SICAVs tienen unos límites máximo en relación con los activos e instrumentos del mismo emisor o entidades del mismo grupo.

##### 5.2.2.1. En relación con los valores en circulación de la participada

Una SICAV no podrá detentar más del 5 por 100 de los valores en circulación de la entidad participada.

El conjunto de SICAVs de un mismo grupo y Fondos de Inversión y SICAV gestionados por sociedades gestoras pertenecientes al mismo grupo no podrá detentar más del 15 por 100 de los valores en circulación de la entidad participada.

##### 5.2.2.2. En relación con el activo de la IIC

Con carácter general: los activos e instrumentos del mismo emisor no podrán superar el 5 por 100 del activo de la IIC (10 por 100 si el total de activos que supera el 5 por 100 no supera el 40 por 100 del activo) (estos límites del 5 por 100 y 10 por 100 podrán ser elevado hasta el 20 por 100 por el Ministro de Economía y Hacienda o la CNMV con autorización de aquél).

Excepciones al límite general:

- 35 por 100 valores emitidos o avalados por una Estado, comunidad autónoma u organismo internacional solvente, pudiendo llegar a invertirse hasta el 100 por 100 del patrimonio de la IIC.
- 25 por 100 si se trata de obligaciones emitidas por entidades de crédito. El total de



estas inversiones que superen el 5 por 100, no podrá superar el 80 por 100 del patrimonio de la IIC.

- Activos e instrumentos de emisores o entidades del mismo grupo: máximo 15 por 100 del activo.
- En acciones u obligaciones del mismo emisor, cuando se pretenda replicar un determinado índice bursátil o de renta fija: máximo del 20 por 100 (35 por 100 con autorización CNMV)
- En acciones u obligaciones del mismo emisor, cuando se pretenda tomar como referencia un determinado índice bursátil o de renta fija: máximo del 10 por 100 y otros 10 por 100 en derivados (límite conjunto podrá ser del 35 por 100 con autorización CNMV).

*Inversiones en valores no cotizados:*

Los valores no podrá presentar ninguna limitación a la libre transmisión.

La emisora deberá tener su sede social en un país OCDE que no sea considerado paraíso fiscal.

No podrá suponer el control directo o indirecto de la entidad en la que se invierte, ni individualmente ni conjuntamente con las SICAV del mismo grupo, o con los fondos y SICAV gestionados por la misma Sociedad gestora.

No podrá realizarse en entidades cuyos socios, administradores o directivos tengan, de cualquier manera, una participación significativa en la IIC o su sociedad gestora.

*Inversión máxima:*

- 2 por 100 de su patrimonio en valores emitidos o avalados por la misma entidad.
- 4 por 100 de su patrimonio en valores emitidos o avalados por entidades de un mismo grupo.

*Inversión conjunta máxima del 10 por 100 de su patrimonio en:*

Acciones y activos de renta fija admitidos a negociación en un mercado diferente de los considerados “seguros”, acciones y participaciones de IICC no autorizadas conforme a la Directiva CEE 85/661; acciones y participaciones de IIC de inversión libre y IIC de IIC de inversión libre, valores no cotizados, Acciones y participaciones de entidades de capital-riesgo depósitos en entidades de crédito distinto de a la vista y plazo inferior a 18 meses.

*Inversión conjunta máxima del 20 por 100 de su patrimonio en:*

Activos o instrumentos emitidos o avalados por una misma entidad, posiciones frente a él en pro-

ductos derivados y depósitos que la IIC tenga en esa misma entidad.

*No podrán realizar ventas al descubierto* de acciones y participaciones de otras IIC ni de activos monetarios.

*Endeudamiento máximo:* 10 por 100 de su activo (por plazo no superior a un mes). Si se trata de prestamos para adquisición de inmuebles necesarios para su actividad, junto al resto de deudas podrá alcanzarse hasta el 15 por 100.

### 5.3. Requisitos administrativos

- Autorización previa del proyecto de constitución (plazo de un mes para resolver, nada dice el reglamento sobre el silencio, por lo tanto, habría que considerar que, en virtud de lo dispuesto en el art. 43. 2 de la Ley 30/1992, LRJAP y PAC, deberá entenderse positivo).
- Creación mediante escritura pública.
- Inscripción en el Registro Mercantil.
- Inscripción en el Registro de la CNMV que corresponda tanto de la entidad como del folleto informativo (que en su caso, incluirá un anexo informativo relativo a sus compartimientos). Cuando entre la autorización previa y la solicitud de inscripción en el correspondiente registro hubieran transcurrido más de seis meses habrá que solicitar de nuevo la autorización.

## 6. IMPLICACIONES DE SER ENTIDAD COTIZADA

Se puede decir que cotizar supone la posibilidad de negociar valores con posterioridad a su emisión en un mercado organizado.

La Ley de Mercado de Valores regula las Bolsas de Valores como mercados secundarios oficiales que tienen por objeto la negociación de aquellas categorías de valores que determine la CNMV. La Bolsa es por tanto un mercado en el que se negocian valores, tiene como función principal canalizar ahorro hacia la inversión productiva.

La característica más importante de esta negociación organizada es la de aportar liquidez al sistema, facilitando la desinversión en cualquier momento.

Los mercados secundarios oficiales son los que funcionan según unas reglas establecidas sobre condiciones de acceso, admisión, negociación, procedimientos operativos, información y publicidad. Estas normas suponen una garantía para el inver-

sor, y su cumplimiento es vigilado por el organismo rector de cada mercado, y por la CNMV.

Estas reglas tratan de garantizar la transparencia e integridad de los mercados, cuidando aspectos como la adecuada difusión de la información relevante (operaciones realizadas, hechos que pueden afectar a la cotización de un valor), la correcta formación de precios y el control de comportamientos irregulares de los participantes, como por ejemplo el uso de la información privilegiada; la aprobación de un reglamento específico que regule la junta general; hacer público con carácter anual un informe de gobierno corporativo que deberá comunicarse además a la CNMV.

La Ley de Mercado de Valores, establece una serie de obligaciones para las empresas cotizadas, como la publicidad de los pactos parasociales y de otros pactos.

Por pactos parasociales entiende la Ley 24/1988, aquellos pactos que incluyan la regulación del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisión de las acciones.

Los mencionados pactos deben comunicarse a la propia sociedad y a la CNMV, y el documento en el que conste el pacto deberá ser depositado en el Registro Mercantil; pues de otro modo no podrá tener efecto.

El informe de gobierno corporativo deberá tener como mínimo el siguiente contenido:

- Estructura de propiedad de la sociedad, con información relativa a las participaciones significativas, autocartera de la sociedad y sus variaciones significativas.
- Estructura de la administración de la sociedad.
- Operaciones vinculadas de la sociedad con sus accionistas y sus administradores y cargos directivos y operaciones intragrupo.
- Sistemas de control de riesgos.
- Funcionamiento de la Junta General.

Las sociedades cotizadas deberán disponer de una página web para informar a los accionistas.

*Requisitos de admisión a cotización:*

Para cotizar debían cumplirse unos requisitos legales previos, basados en el Reglamento de Bolsa de 1967.

Capital mínimo de 1.202.024,21 euros, a estos efectos no se tendrá en cuenta la parte correspondiente a participaciones directa o indirectas de un mismo accionista igual o superiores al 25 por 100.

Obtención de beneficios en los dos ejercicios últimos o tres no consecutivos en un período de

cinco años que permita repartir dividendo del 6 por 100 del capital desembolsado. Este requisito no es exigible a las sociedades de Inversión Mobiliaria.

Deben existir al final de la colocación al menos 100 accionistas cuya participación individual sea inferior al 25 por 100.

Este régimen ha cambiado a partir del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, que desarrolla la Ley 24/1988 en esta materia, que precisamente había sido modificada por el Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo.

Este Real Decreto incorpora los artículos vigentes de la Directiva 2001/34/CE, sobre admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que hay que publicarse sobre dichos valores.

El artículo 5 de este Real Decreto establece que la admisión de valores a negociación en un mercado secundario oficial español estará sujeta al cumplimiento de los requisitos de idoneidad relativos al emisor y a los valores y los requisitos de información que se establecen en los siguientes capítulos de este título.

En lo que se refiere a los requisitos de idoneidad del emisor y de los valores esta norma establece:

Las acciones de un emisor admitidas a negociación no podrán establecer desventajas o diferencias en los derechos que correspondan a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas.

Asimismo, el emisor de valores de deuda se asegurará de que todos los tenedores de valores de deuda con las mismas características y, por ello, fungibles entre sí, admitidos a negociación reciban el mismo trato por lo que respecta a todos los derechos inherentes a esos valores (art. 8. 3).

Los valores deben ser libremente transmisibles. Se considerará que los valores son libremente transmisibles siempre que no existan restricciones en los estatutos del emisor o en el acuerdo de emisión de los valores. Se considerará que los valores parcialmente desembolsados cumplen dicha condición si, a juicio de la CNMV, la transmisibilidad de dichos valores no está restringida y los inversores disponen de toda la información necesaria para que su negociación se realice de una manera transparente (art. 9. 4).

El importe total de las acciones cuya admisión a negociación en un mercado primario se solicite será, como mínimo de seis millones de euros, calculado como el valor esperado de mercado. Los importes señalados en los párrafos anteriores no se aplicarán cuando ya estén admitidos a negociación valores de la misma clase (art. 9. 6)

La CNMV podrá admitir acciones y valores de deuda que no alcancen los importes mínimos indica-

dos con anterioridad, cuando considere que queda garantizada la existencia de un mercado suficientemente líquido para la negociación de dichos valores.

Cuando se solicite la admisión a negociación de acciones en una bolsa de valores, será necesario que, con carácter previo o, como más tarde, en la fecha de admisión a negociación, exista una distribución suficiente de tales acciones en uno o más Estados miembros de la Unión Europea, o en Estados no miembros de la Unión Europea, si las acciones cotizan en estos últimos.

Este requisito no resultará de aplicación cuando las acciones vayan a distribuirse al público a través de una bolsa de valores y siempre que la CNMV considere que se realizará la distribución a corto plazo en la Bolsa.

Se considerará que existe una distribución suficiente si, al menos, el 25 por 100 de las acciones respecto de las cuales se solicita la admisión están repartidas entre el público, o si el mercado puede operar adecuadamente con un porcentaje menor debido al gran número de acciones de la misma clase y a su grado de distribución entre el público.

La solicitud de admisión a negociación de acciones de una clase deberá comprender todas las acciones de esa clase. Si ya hay acciones de esa clase admitidas, deberá comprender todas las nuevas acciones de esa clase emitidas o que se vayan a emitir.

Podrán admitirse a negociación en los segundos mercados los valores de sociedades que no alcancen el importe mínimo de capitalización exigido en el.

## **7. INTENTO DE REALIZAR UNA VISIÓN PANORÁMICA DE LA CUESTIÓN Y CONCLUSIÓN**

Con lo que hemos descrito en los apartados anteriores podemos intentar dibujar un mapa, aún cuando sus lindes no sean perfectamente claras, de la situación de estas entidades.

Tras la reforma introducida por la Ley 35/2003 y considerando la regulación reglamentaria que establece los requisitos exigibles a una entidad para que sus valores puedan cotizar, lo que puede apreciarse es que las SICAVs son sociedades que deben contar con un número mínimo de socios de 100; aunque el legislador, conscientemente, no estableció un límite máximo de participación en manos del mismo socio (recordemos en que la cuestión se planteó en la discusión de la Ley en el Congreso de los Diputados); es decir, parece que nada impide, que un único socio detente el 95 por 100 de las acciones de una SICAV.

Incluso para las Sociedades de libre inversión, el número mínimo de socios no existe.

Estas entidades, aún cuando están sometidas a unos requisitos de diversificación que protegen de la posibilidad de que se dedicaran a detentar el control y titularidad de otras sociedades, no tienen ningún límite que impida que puedan invertir exclusivamente en activos meramente monetarios o en activos especulativos como en instrumentos financieros derivados negociados o no en un mercado o sistema de negociación de los considerados "seguros".

La cotización en Bolsa de las acciones de las SICAV, que se exigía antes de la reforma de 2003, a priori, supone unos requisitos de transparencia y publicidad que no quedan garantizados suficientemente en el caso de que no sean entidades cotizadas.

De la realidad, que los datos estadísticos incorporados a este trabajo trata de enmarcar, se puede observar que el 74,5 por 100 de las SICAV son sociedades participadas por un número de socios que oscila entre 100 y 150. El patrimonio total en manos de estas entidades es superior a treinta y dos mil millones de euros, y en el cálculo más benévolo, el patrimonio mínimo de estos participes, estimado a través de media aritmética, no sería inferior a 24.000 euros.

Muchas de las entidades han optado por no cotizar en Bolsa, lo que hace pensar que las características básicas que identifican a las sociedades que cotizan, que son transparencia y liquidez, no resultan necesarias para el auge de este segmento financiero.

Por último, la experiencia aporta el conocimiento de que el hecho de que una sociedad cotice, puede garantizar una cierta mayor transparencia y control; pero no siempre garantiza un verdadero mercado en el que la oferta y la demanda actúen libremente; pues en algunos casos, las operaciones que se han realizado a través de un mercado secundario de valores responden más a la voluntad de simular precios u operaciones que a auténticas voluntades de transmisión de títulos.

En definitiva, y terminando casi por el principio, las SICAV gozan de una tributación muy deseable para cualquier operador, muy cercana a la inexistencia, régimen tributario que se justifica en la conveniencia de fomentar la inversión colectiva.

La exigencia de que para poder disfrutar de este régimen privilegiado la SICAV deba cotizar, puede suponer un pequeño avance en el camino de garantizar que el beneficio llega a la actividad de inversión colectiva; pero es un avance que ya ha demostrado no ser suficiente.

A juicio de la autora de este trabajo, la clave debe buscarse en garantizar que la SICAV sea real-



mente un vehículo de inversión colectiva, lo que con la normativa vigente, parece haber quedado en las manos de la CNMV, única competente para concluir cuando el número formal de socios corresponde realmente a una inversión colectiva o si, por el contrario, se trata de una inversión más particular acompañada de música de mariachis.

Si finalmente, confiar la eficacia de la medida fiscal a un Organismo cuya finalidad de control no es

específicamente vigilar por aquella, quizás lo más esperanzador sería que el legislador se decidiera a establecer las normas que permitieran la aplicación del régimen fiscal, no por el simple hecho de cumplir la condición de tener la forma mercantil requerida; sino por el cumplimiento además de los requisitos que permitan concluir que, a través de esa figura, se está realizando efectivamente una inversión de carácter colectivo.

