



Estimados coinversores,

La primera parte de esta nueva carta va a estar dedicada a explicar todo lo que tiene relación con las características, polémicas y regulación de las SICAV, así como mi opinión al respecto y las novedades acerca de **Iceberg AM**. A continuación, seguirá la estructura habitual de comunicación trimestral.

En los últimos años, las **Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV)** han sido objeto de debate a nivel periodístico, político y social. Finalmente, se ha aprobado una nueva regulación que está acarreado cambios en la industria de la inversión y gestión de activos. Veamos en más detalle todo lo que rodea a estos vehículos.

Las SICAV son Sociedades Anónimas (SA) que se engloban dentro de las conocidas como **Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)**, cuyo propósito es gestionar un mínimo de 2,4 millones de euros de, por lo menos, 100 socios inversores. En 2018, cuando ya iban a la baja, [en España había unas 2.700 SICAV](#) con un patrimonio cercano a los 30.000 millones de euros. El primer rasgo con frecuencia desconocido es que se trata de un vehículo abierto y cotizado en bolsa, del que **cualquier individuo puede adquirir acciones, habitualmente por menos de 10€**.

Uno de los aspectos más controvertidos y a menudo mal entendido, es el de la fiscalidad. Al igual que ocurre en otras IIC como los Fondos de Inversión, **el Impuesto de Sociedades es del 1% y no del 25% general. La naturaleza de estos vehículos de inversión implica que su valor sea, casi en exclusiva, de los beneficios netos de las empresas en las que invierten**, las cuales ya pagan el correspondiente impuesto de sociedades habitual. Por lo tanto, se trata de una estructura que únicamente canaliza el ahorro para distribuirlo hacia empresas, formando una cartera de participadas. Si, por ejemplo, una SICAV tributa al 25%, se suma al 25% ya pagado por las compañías, con lo que se está pagando un 44% por los beneficios empresariales, sufriendo lo que fiscalmente se denomina doble imposición.

¿Entonces, si invierto mediante una SICAV o un Fondo de Inversión, pagaré solamente un 1% por las ganancias obtenidas? Obviamente no, al igual que en los demás activos que pueden generar ganancias patrimoniales, **dichas ganancias están obligadas a pagar entre el 19% y 23% en el Impuesto de la Renta (IRPF)**, lo cual se añade al 1% previamente descontado en la sociedad. Así pues, puede darse el caso que un inversor a título individual pague menos impuestos que si lo hace mediante un vehículo de inversión, ya que se ahorrará el 1% de Impuesto de Sociedades.

La principal diferencia entre invertir de forma personal o mediante un vehículo de inversión, es que estos permiten renovar las posiciones en cartera tributando por ese 1% de ganancias y no pagar en el IRPF hasta que no retiremos el dinero del vehículo de inversión. Mientras que, a nivel personal por cada operación de venta con ganancias tributaremos en el IRPF.

Esta característica permite el efecto matemático del **interés compuesto**. Como se puede observar en la siguiente tabla, el diferimiento fiscal cobra mayor importancia conforme el periodo de inversión total es mayor, **fomentando la inversión a largo plazo**.

SICAV						
INTERÉS	INICIO	3 AÑOS	5 AÑOS	10 AÑOS	20 AÑOS	30 AÑOS
3%	10.000 €	10.725 €	11.245 €	12.686 €	16.285 €	21.109 €
5%	10.000 €	11.232 €	12.159 €	14.907 €	22.862 €	35.759 €
7%	10.000 €	11.759 €	13.144 €	17.539 €	32.273 €	61.068 €
10%	10.000 €	12.586 €	14.765 €	22.405 €	54.289 €	136.240 €

INDIVIDUAL						
INTERÉS	INICIO	3 AÑOS	5 AÑOS	10 AÑOS	20 AÑOS	30 AÑOS
3%	10.000 €	10.728 €	11.243 €	12.639 €	15.975 €	20.192 €
5%	10.000 €	11.232 €	12.137 €	14.731 €	21.702 €	31.969 €
7%	10.000 €	11.752 €	13.088 €	17.130 €	29.344 €	50.266 €
10%	10.000 €	12.562 €	14.625 €	21.390 €	45.754 €	97.869 €

\*Importe total de la inversión después de impuestos. En ambos casos se ha supuesto la retirada total en el periodo en cuestión, un impuesto sobre ganancias (IRPF) del 21% y una rotación del 100% anual de la cartera

En el vehículo, la base sobre la cual generamos rentabilidad cada año es mayor. El resultado final es una suma superior de dinero pese a pagar más impuesto sobre el IRPF al retirarlo. Como ya he mencionado, en el caso de que un inversor particular conservara las mismas acciones sin hacer cambios hasta rescatar el dinero, sus ganancias serían siempre mayores.

Hay quien cree que con el efecto del interés compuesto fruto del **diferimiento fiscal**, se recaudan menos impuestos, causando daño a las arcas del Estado. Veamos si es verdad o sólo un argumento infundado.

SICAV						
INTERÉS 10%	INICIO	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5
INVERSIÓN	10.000 €	10.990 €	12.078 €	13.274 €	14.588 €	14.765 €
IMPUESTOS	- €	10 €	21 €	33 €	46 €	1.327 €

INDIVIDUAL						
INTERÉS 10%	INICIO	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5
INVERSIÓN	10.000 €	10.790 €	11.642 €	12.562 €	13.555 €	14.625 €
IMPUESTOS	- €	210 €	437 €	681 €	944 €	1.230 €

\*Impuestos totales acumulados. Se ha supuesto la retirada total al quinto año, un impuesto sobre ganancias (IRPF) del 21% y una rotación del 100% anual de la cartera

Este mito queda fácilmente desmentido con un simple cálculo matemático. **Se confirma que además de privar al ahorrador de obtener un mayor retorno de la inversión, al cortar el efecto del interés compuesto también se consiguen recaudar menos impuestos...** de hecho, tiene todo el sentido. Si este ejemplo lo alargáramos en el tiempo, la diferencia iría acelerándose y la cantidad de riqueza disponible tanto para el inversor como para la solidaridad interpersonal queda cada vez más mutilada.

Siguiendo con la cuestión impositiva, en parte del imaginario colectivo también existe la creencia de que el capital invertido a través de una SICAV no está sujeto a tributar en el **Impuesto de Patrimonio** (por cierto, uno de los impuestos más injustos que existe y que en toda la UE27 sólo se aplica en España), lo cual es simplemente falso.

¿Pero si Fondos de Inversión y SICAV tienen la misma fiscalidad, por qué sólo se cuestiona la de las últimas? La principal respuesta es que en muchas ocasiones las SICAV están realmente integradas por menos de 100 inversores, que mediante los conocidos como “mariachis” o accionistas residuales, consiguen cumplir con el requisito de 100 socios.

En mi opinión, la solución más sencilla y lógica para fomentar la cultura financiera, la inversión a largo plazo y una mayor optimización de riqueza tanto para el ahorrador como para el erario público, sería hacer menos restrictivas estas reglas. En países de nuestro entorno, el término “colectivo” de las SICAV no implica la necesidad de 100 personas, sino un número mucho más reducido. Mientras que en EEUU o el Reino Unido existen formas personales reinversión con tributos muy bajos y en otros Estados no existe el impuesto a la reinversión o incluso hay algunos dónde directamente no se gravan las ganancias patrimoniales.

**Populismo y politización de las leyes.** Recientemente se ha decidido endurecer aún más los criterios que deben cumplir las SICAV, sumando al patrimonio de 2,4M€ y los 100 socios, que cada uno de ellos mantenga al menos una inversión de 2.500€. Si no se satisfacen estas reglas la sociedad pasará a pagar un 25% en el **Impuesto de Sociedades**, algo totalmente absurdo y que nadie, salvo, quizás en algún caso concreto, no va a hacer, ya que hasta sale mucho más a cuenta invertir a título personal al eliminar de raíz las bondades del interés compuesto.

¿Consigue esta medida beneficiar a los ciudadanos para tener una mejor salud financiera? Desde luego que no, al restringir más el acceso a los mercados y una de las formas más interesantes de poder rentabilizar sus ahorros a largo plazo.

Bueno pero al menos, ¿se van a recaudar más impuestos al pasar al 25% en el Impuesto de Sociedades, no? Y aquí viene uno de los puntos más interesantes que deja ver la motivación real de esta medida, un puñado de votos. **La misma ley que añade las restricciones, a su vez, permite que todo aquel accionista de SICAV que quiera, pueda traspasar el capital a cualquier Fondo de Inversión español sin tributar por las ganancias acumuladas, algo que hasta ahora no se podía. A su vez, permite que cualquier SICAV se liquide antes de que cambie el tipo impositivo, con lo que no se recauda nada con el cambio.**

Asimismo, los efectos negativos de la nueva regulación van más allá. Muchas SICAV van a emigrar a otros países como Luxemburgo o Malta (proclives a estos vehículos), o llevarán el capital a un Fondo de Inversión en el extranjero, ya que sólo debe estar un día en el Fondo español y luego es 100% traspasable. Ello conlleva un deterioro evidente para la industria local, ya que genera menos actividad económica y recaudatoria, no sólo directamente, también indirectamente si hay menos puestos de trabajo del sector implicados. A fecha de 31 de marzo, han comunicado que van a continuar con la nueva normativa solamente 467 sociedades de las 2.400 que había en 2021.

Además de todo lo hasta aquí expuesto, hay que recordar que las SICAV normalmente son fruto de la propuesta de inversores particulares, mientras que los Fondos de Inversión, por regla general, responden a criterios comerciales y de distribución de una entidad financiera. Esta diferencia hace que haya una mayor fuerza negociadora, lo que se plasma en unas comisiones de gestión inferiores, concretamente de la mitad (0,56% frente a 1,21%), otorgando más poder de elección al ciudadano y unas mejores condiciones fruto de una mayor competencia en la industria de la gestión de activos. Como la inmensa mayoría del capital saliente de las SICAV que se quede en el país recaerá en Fondos de Inversión, el ahorrador también sale perjudicado de esta medida política porque pagará mayores comisiones por la gestión de sus inversiones, en beneficio del *lobby* bancario.

### Algunas reflexiones:

- El hecho de que las SICAV no estén sujetas al régimen general de sociedades es totalmente lógico por su naturaleza. Pagan los mismos impuestos que los Fondos de Inversión y más que los Planes de Pensiones (Impuesto Sociedades 0%), productos con la misma estructura
- Gracias al interés compuesto que permite la casi total reinversión de las ganancias, los accionistas de una SICAV obtienen un mayor rendimiento de sus ahorros pero también pagan más impuestos que un inversor particular
- Al restringir su uso, se desincentiva la cultura y la salud financiera, se reduce la competencia entre productos de gestión de activos y fomenta su deslocalización. Sería mucho más positivo flexibilizar el acceso y democratizar la reinversión de las ganancias mediante esta u otras vías
- La ley está hecha para hacer ver que quién supuestamente se beneficia de unas mejores condiciones fiscales no vayan a poder seguir haciéndolo. La realidad es que permite expresamente que se pueda seguir con las mismas condiciones fiscales y es una medida perjudicial, no consigue ningún efecto positivo para los ahorradores ni para las arcas del Estado, al contrario. Los políticos alardearán de este cambio para ganarse la confianza de algunos votantes, aprovechando el desconocimiento y a veces malintencionada opinión pública sobre las SICAV, mientras menoscaban su libertad y deterioran su calidad de vida

Por lo que respecta a **Iceberg AM** y a la nueva legislación, como ya sabéis todos los accionistas, al no cumplir los requisitos exigidos y ser conscientes de que hay muchas mejores alternativas que tributar al 25% Sociedades + 25% Sociedades + 19%-23% IRPF, se ha decidido en Junta de Accionistas liquidar la SICAV en los próximos meses. Esto posibilita la futura reinversión del capital en cualquier Fondo de Inversión, un proceso que puede alargarse hasta entrado el 2023.

Paralelamente, se está tramitando con la CNMV la constitución de un Fondo de Inversión con las mismas características que venimos aplicando en **Iceberg AM**, del cual seré el gestor. Aún es pronto para entrar en más detalle y se informará a su debido tiempo de todos los cambios para quien quiera aportar sus ahorros a dicho fondo. Proveniente de actuales accionistas, entre los cuales estamos familiares, conocidos y yo, tenemos comprometido un importe superior a los 5M€ que darán cuerpo al vehículo.

A continuación, proseguimos con la segunda parte de la carta y la estructura habitual para informar de lo sucedido en el periodo.

La rentabilidad de **Iceberg Asset Management SICAV** en junio ha sido del **-6,6%**, peor mes desde marzo de 2020, cerrando el segundo trimestre con un retroceso del **11,7%** y el semestre con un **-16,4%**. El peso medio en renta variable en lo que va de año fue del **69,9%**. **Asimismo, desde junio de 2019 el peso medio en renta variable ha sido del 66,2%, con una rentabilidad neta de gastos del 33% y un 9,7% anualizado en 3 años y 1 mes.**

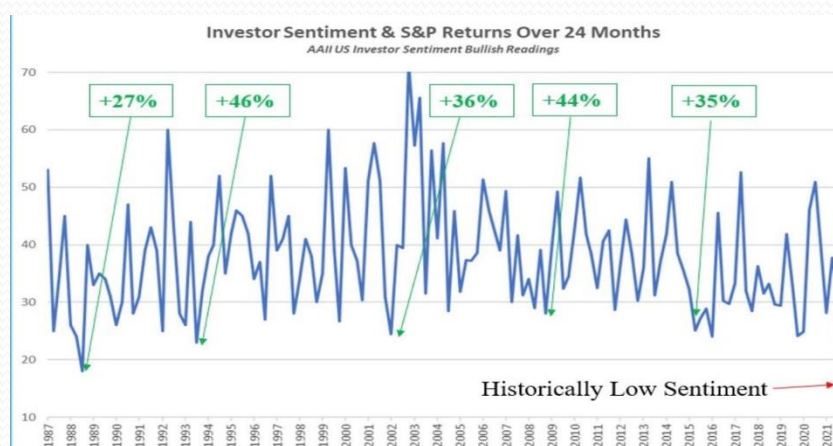
Seguidamente, se muestran las rentabilidades desde el cambio de folleto a política de inversión **mixta moderada**:

	01/06/19	2020	2021	2022
Mixto Moderado ICEBERG AM (66% R. Variable) SICAV	+7,8%	+11,0%	+32,9%	-16,4%
	AÑOS	TOTAL	ANUAL	
	3,1	+33,0%	+9,7%	

Nota: Clasificación Morningstar - Mixto Moderado 50-70% renta variable

La **situación macroeconómica** permanece compleja, a una inflación desbocada se ha unido el pinchazo de la burbuja de deuda gubernamental en algunos Estados, sostenida por los bancos centrales desde hace años. En este entorno es probable que la economía mundial se resienta y desacelere, o incluso entre en terreno negativo, con lo cual, la actividad empresarial se vea lastrada.

Como suele ocurrir, el mercado de renta variable ha corregido con fuerza antes de que las cifras económicas puedan ser una realidad, asistiendo al peor primer semestre desde 1970 del **S&P500** americano, con un **-20,6%**. En las fases correctivas, no solo se adapta la valoración a las estimaciones de beneficios, sino que también disminuye el múltiplo que se paga por ellos y, por ende, aumenta la rentabilidad futura de los activos. Las caídas importantes acostumbra a ofrecer excelentes oportunidades de inversión y hay señales de que la recuperación podría estar cerca. Por ejemplo, el sentimiento alcista inversor está en mínimos de los últimos 30 años y ello debería indicar que queda poco pesimismo/vendedores en el mercado.



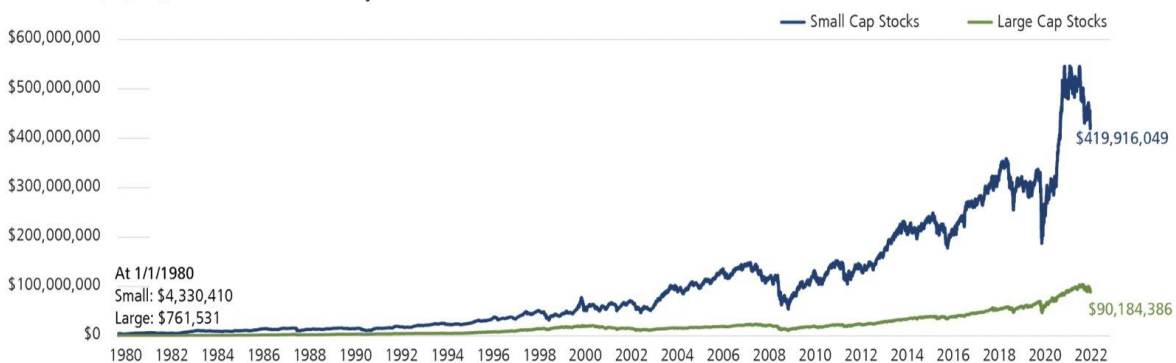
El gráfico muestra que rara vez se pierde el nivel de 30, y señala 5 puntos de lecturas similares a la actual con una subida media del 37% en los siguientes 2 años.

Nuestro objetivo en la gestión del capital es poseer negocios que gocen de viento a favor, que se vean menos afectados cuando haya dificultades macroeconómicas. En este sentido, mientras se han ido sucediendo los retrocesos, se ha estado incrementando el peso en renta variable, en especial, en aquellas posiciones que pueden tener un mejor binomio rentabilidad/riesgo.

Suele ser frecuente que las empresas de pequeña capitalización sufran más en periodos bajistas, por menor liquidez y una mayor percepción de riesgo generalizada. Lo que sucede a largo plazo es que esta clase de activo es mucho más rentable que las empresas más maduras y saber aprovechar los momentos complicados es clave para maximizar el retorno de la inversión.

### SMALL CAPS VS. LARGE CAPS

Asset class growth from 7/1/1926-4/30/2022  
Growth of \$10,000, chart shows the last 42 years

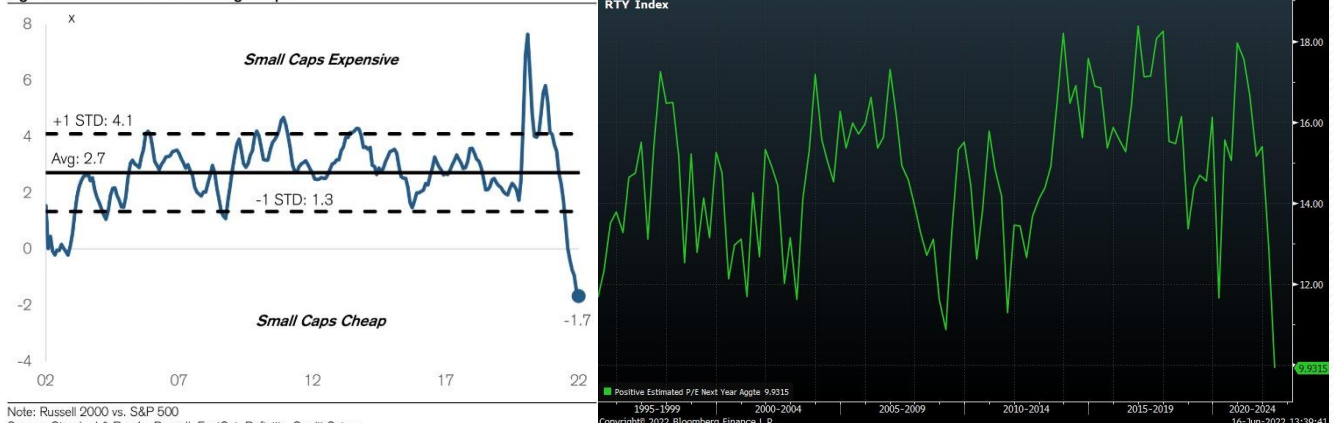


Past performance is no guarantee of future results.  
Source: Kenneth R. French Data Library.

Small cap stocks defined as the bottom 30%, large cap stocks defined as top 30%. Indexes are value-weighted and include all NYSE, AMEX, and NASDAQ stocks for which market equity data is available.

En estos momentos las *small caps* están en niveles de enorme infravaloración, tanto a nivel relativo (abajo izquierda), como propio (abajo derecha), marcando una rentabilidad futura, relación de precios respecto a beneficios, no vista en 25 años.

Figure 3: P/E of Small- minus Large-Caps



No es plato de buen gusto tener rentabilidades negativas pero forma parte del camino. La volatilidad es una gran aliada para generar resultados por encima de la media a largo plazo, un proceso que ya hemos vivido unas cuantas veces en nuestros 7 y medio de vida y mis 14 años como inversor.

Así pues, la exposición en **renta variable** es del 71,5% en un portafolio de 40 empresas. En las operaciones del trimestre, destacan el regreso de **GDI Integrated** y **UNFI**, así como la entrada de las pequeñas **Exprivia** y **Stran**. Por otro lado, se ha vendido **Somec**, **Navios**, **Endor** y **Vantea**. Pienso que la selección actual aportará mucho valor en el futuro, durante este segundo trimestre he seguido haciendo aportaciones personales que se suman a las ya hechas en el primero.

A cierre semestral las 10 principales posiciones de renta variable eran las siguientes:

	<b>NEWLAT FOOD (EUR)</b>	<b>3,4%</b>
	<b>FLATEX DEGIRO (EUR)</b>	<b>3,2%</b>
	<b>LEATT (USD)</b>	<b>3,1%</b>
	<b>GO EASY (CAD)</b>	<b>2,7%</b>
	<b>PAX GLOBAL TECHN. (HKD)</b>	<b>2,6%</b>
	<b>FINLOGIC (EUR)</b>	<b>2,6%</b>
	<b>AUTO PARTNER (PLN)</b>	<b>2,4%</b>
	<b>MTY FOOD GROUP (CAD)</b>	<b>2,3%</b>
	<b>CROCS (USD)</b>	<b>2,1%</b>
	<b>EXPRIVIA (EUR)</b>	<b>2,1%</b>

En cuanto a la **renta fija**, se mantiene un peso del 27,2%. Se han incorporado los bonos de **Euronav** 09/26 a una TIR del 6,3%, **Lenzing** con una TIR a call 12/25 del 5,5% y **Faurecia** 06/26 al 7,1%. Respecto a las salidas, nos recompraron el bono de **Akka Technologies**, dejando una excelente rentabilidad total del 32% y 29% anualizada en 13 meses. También se ha aprovechado el buen momento de las materias y la apreciación del dólar para vender las acciones preferentes de **Seapeak** (antigua **Teekay LNG**), ya que pese a su alta rentabilidad, al pasar a ser una empresa privada es más difícil hacer un buen seguimiento de la misma.

Tenemos un portafolio de 9 posiciones que paga un interés anual cercano al 6,5% y asegura un flujo recurrente de ingresos. Este interés debería ser más que suficiente para cubrir a la inflación a unos años vista, además de las posibles revalorizaciones en precio de estos activos.

Para terminar, recordamos nuestra política de inversión:

Renta Variable Mixta internacional. **Iceberg AM** es un vehículo de inversión mixto, adecuado para aquellos inversores que busquen obtener un buen rendimiento de sus ahorros con un punto más de tranquilidad y/o un horizonte de inversión menor que en productos exclusivamente de renta variable. Un único vehículo que destina una parte de los ahorros a acciones y otra a deuda (actualmente 71% RV + 27% RF).

**Iceberg Asset Management SICAV** cotiza en bolsa en el Mercado Alternativo Bursátil (cambiado el nombre a BME Growth recientemente). Su contratación es posible desde cualquier *bróker* o plataforma de negociación de acciones, con la particularidad de ordenar precio a “valor liquidativo”.

Quisiera destacar la **alineación de intereses** que tenemos todos los accionistas de la SICAV, tanto yo como mis familiares cercanos tenemos la gran mayoría de nuestros ahorros invertidos. La comisión de gestión es muy competitiva con el claro objetivo de rentabilizar el capital, como venimos haciendo durante 7 años y medio.

**En la siguiente página pueden consultar la nueva ficha mensual.**

Muchas gracias,

Jordan del Rio Nova, Consejero Delegado  
jordan.delrio@icebergam.com  
Iceberg Asset Management SICAV (ES0147269007)



POLÍTICA DE INVERSIÓN

JUNIO 2022

Preservación y crecimiento del ahorro a largo plazo

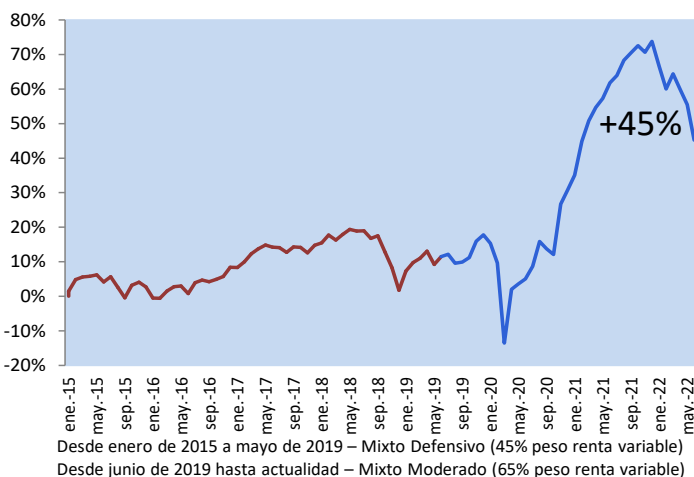
· Vehículo de inversión que permite una gestión global del ahorro gracias a su estructura de diferentes clases de activos. Combina la rentabilidad a largo plazo de las acciones con la estabilidad y certidumbre de ingresos que proporcionan los bonos, aportando una mayor seguridad en plazos de inversión medios.

· La exposición habitual a renta variable será cercana al 65%. En su mayor parte busca negocios en expansión y con posibilidad de reinversión de los beneficios (*compounders*). Puede invertir en todas la áreas geográficas, divisas y tamaños de compañías.

· La exposición mínima a renta fija será del 25%. Salvo situaciones excepcionales los bonos se mantendrán hasta el vencimiento y no tendrán una duración media superior a 3 años. Pretende invertir en emisiones corporativas de estilo valor (*value investing*).

HISTÓRICO DE RENTABILIDAD NETA

SKIN IN THE GAME



El término anglosajón *skin in the game* significa literalmente “piel en el juego”. Existe una total alineación de intereses entre todos los accionistas, la mayoría de miembros del Consejo de Administración tiene invertidos la mayor parte de sus ahorros y representan un porcentaje relevante del patrimonio total.

La comisión de gestión es muy competitiva con el claro objetivo de rentabilizar los ahorros, tal y como se viene haciendo durante más de 7 años.

1 MES	1 AÑO	DESDE JUN'19	TAE
-6,6%	-10,2%	33,0%	9,7%

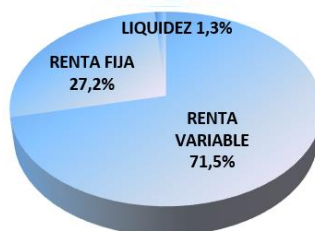
ICEBERG AM	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ANUAL	ACUM.
2018	0,6%	2,0%	-1,2%	1,5%	1,2%	-0,5%	0,1%	-1,8%	0,6%	-4,0%	-4,0%	-6,0%	-11,4%	1,7%
2019	5,5%	2,3%	1,1%	1,9%	-3,4%	2,0%	0,6%	-2,3%	0,3%	1,2%	4,3%	1,6%	15,8%	17,8%
2020	-2,1%	-4,9%	-21,1%	18,0%	1,5%	1,4%	3,5%	6,6%	-1,9%	-1,4%	13,0%	3,2%	11,0%	30,8%
2021	3,3%	7,3%	4,1%	2,5%	1,7%	2,8%	1,3%	2,7%	1,3%	1,2%	-1,1%	1,9%	32,9%	73,8%
2022	-4,2%	-3,9%	2,8%	-2,8%	-2,7%	-6,6%							-16,4%	45,2%

DISTRIBUCIÓN DEL CAPITAL

RENTA VARIABLE

	NEWLAT FOOD (EUR)	3,4%
	FLATEX DEGIRO (EUR)	3,2%
	LEATT (USD)	3,1%
	GO EASY (CAD)	2,7%
	PAX GLOBAL TECHN. (HKD)	2,6%
	FINLOGIC (EUR)	2,6%

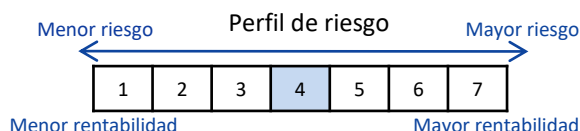
ASSET ALLOCATION



RENTA FIJA

	LENZING AG CALL 12/25 (EUR)	3,9%
	TEEKAY CORP 01/23 (USD)	3,8%
	NAGACORP 07/24 (USD)	3,5%
	FAURECIA 06/26 (EUR)	3,3%
	INTL PETROLEUM 02/27 (USD)	2,8%
	ARYZTA 01/49 (CHF)	2,7%

DATOS GENERALES



Categoría	Renta Variable Mixta Internacional	Código ISIN	ES0147269007
Plazo de inversión indicativo	> 5 años	Inversión Mínima	1,45€
Exposición a renta variable	30% a 75%	Liquidez	Diaria
Exposición máxima a divisa no euro	100%	Entidad Gestora	GVC Gaesco Gestión SGIIC
Comisión de gestión anual	0,5%	Entidad Depositaria	BNP Paribas Securities
Comisión de éxito anual	3%*	Entidad Auditora	PwC

\*Aplicable cuando la rentabilidad anual supere el 5% (*high water mark* de 3 años)

Rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Consulte el folleto informativo y demás documentación en la web de la CNMV y en [www.icebergam.com](http://www.icebergam.com). Este documento es informativo y no supone recomendación u oferta de suscribir acciones. Iceberg Asset Management SICAV SA está inscrita en la CNMV con el número de registro 4.132