



Facultad de CC Económicas y Empresariales

# **“FONDOS DE INVERSIÓN. EL PRECIO DE LA RESPONSABILIDAD SOCIAL”**

Autor: Miguel Azpeitia de la Torre  
Director: Ignacio Cervera Conte

# ÍNDICE

RESUMEN .....	3
ABSTRACT .....	3
1. INTRODUCCIÓN .....	5
1.1. JUSTIFICACIÓN DEL TEMA ELEGIDO.....	5
1.2. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN .....	6
1.3. METODOLOGÍA.....	7
2. LOS FONDOS DE INVERSIÓN .....	8
2.1. DEFINICIÓN Y ESTRUCTURA .....	8
2.1.1 PARTÍCIPIES.....	9
2.1.2 SOCIEDAD GESTORA.....	10
2.1.3 SOCIEDAD DEPOSITARIA .....	11
2.2. CLASIFICACIÓN Y VARIABLES QUE LES AFECTAN .....	12
2.3. COMERCIALIZACIÓN DE LOS FONDOS.....	16
2.4. FISCALIDAD DE LOS FONDOS.....	18
3. FONDOS SOCIALMENTE RESPONSABLES .....	21
3.1. DEFINICIÓN .....	21
3.2. POLÍTICAS DE INVERSIÓN .....	22
3.3. ACREDITACIÓN Y CONTROL DEL CARÁCTER SOCIAL .....	25
4. ANÁLISIS COMPARADO DE RENTABILIDAD.....	31
4.1 SELECCIÓN DE LOS FONDOS .....	31
4.2 PRESENTACIÓN DE LOS DATOS .....	36
4.3 ANÁLISIS DE LOS DATOS .....	37
5. CONCLUSIONES.....	46
6. BIBLIOGRAFÍA .....	50

## RESUMEN

Los fondos de inversión, entendidos como vehículos mediante los cuales los inversores pueden entrar en el mundo de las finanzas, no es algo que se haya creado recientemente. Sin embargo, sí es algo más propio de la actualidad, la creación de fondos de inversión que, además de las variables rentabilidad y riesgo a la hora de afrontar sus inversiones, tienen en cuenta otras variables.

Surge de este modo la Inversión Socialmente Responsable (ISR), como alternativa a la inversión tradicional (No ISR). El elemento diferenciador entre estas dos formas de invertir, consiste en que las inversiones ISR se ciñen a aquellas que cumplan con una serie de criterios de carácter ético. Consecuentemente, la responsabilidad social implica la aplicación de restricciones a la libre elección de inversiones.

Analizando lo dicho hasta ahora, se deduce que los gestores de los fondos ISR, sufren una cierta limitación en su capacidad de elección de las inversiones. En el plano teórico, toda restricción de la capacidad de elegir en qué se invierte, implica que, en términos de rentabilidad y riesgo, las inversiones no serán las óptimas. En definitiva, al menos en el plano teórico, el inversor debe asumir una pérdida de rentabilidad como consecuencia de las restricciones impuestas por la aplicación de criterios éticos a sus inversiones.

Así, el fin de este trabajo, es pasar del plano teórico al práctico, cuantificando la pérdida que han sufrido una serie de fondos cuyas inversiones se han seleccionado aplicando algún criterio de responsabilidad social. En caso de encontrar que la diferencia fuera insignificante, llegaríamos a la conclusión de que, en términos de rentabilidad, la inversión socialmente responsable no tiene un coste adicional por el hecho de serlo.

**Palabras clave:** Inversión Socialmente Responsable, Rentabilidad, Riesgo, Criterios de Selección.

## *ABSTRACT*

*Investment funds, understood as vehicles through which investors can enter the world of finance, is not something that has been created recently. However, it is something more typical of today, the creation of investment funds that, in addition to the*

*variables profitability and risk when it comes to harnessing their investments, take into account other variables.*

*Socially Responsible Investment (SRI) arises in this way, as an alternative to traditional investment (Non-SRI). The differentiating element between these two forms of investing is that SRI investments are limited to those that comply with a series of criteria of an ethical nature. Consequently, social responsibility implies the application of restrictions to the free choice of investments.*

*Analyzing what has been said up to now, it is deduced that the managers of the SRI funds suffer a certain limitation in their capability to choose investments. At the theoretical level, any restriction of the ability to choose what is invested implies that, in terms of return and risk, investments will not be optimal. In short, at least on the theoretical level, the investor must assume a loss of return as a result of the restrictions imposed by the application of ethical criteria to their investments.*

*Thus, the purpose of this work is to move from the theoretical to the practical level, quantifying the loss suffered by a series of funds whose investments have been selected by applying some criterion of social responsibility. If we find that the difference is negligible, we would conclude that, in terms of profitability, socially responsible investment does not have an additional cost.*

**Key words:** *Socially Responsible Investment, Return, Risk, Selection Criteria.*

# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1 JUSTIFICACIÓN

Parece ser que el origen de las inversiones socialmente responsables (ISR) se podría encontrar, en virtud de lo que afirma Gosselin, “en el mundo anglosajón, donde la exclusión o la abstención de determinados productos y actividades se convierte en una práctica ordinaria por parte de las iglesias protestantes. En los años 20, [...] empezó a excluir de sus inversiones “valores pecaminosos”, como anteriormente [...] se habían negado a aprobar la inversión en la esclavitud o la guerra” (Gosselin, 2006, p.9).

No obstante, el auge que probablemente supuso que este tipo de inversiones se asentasen en el colectivo de inversores a nivel mundial, se dio en la década de los 70, debido a una importante crisis financiera que hizo que los inversores comenzaran a desconfiar del sistema.

A continuación, en España, en palabras de Abad y Valls, “en la década de los ochenta comienzan a darse los primeros pasos en la financiación ética y solidaria en el sector bancario, [...] que realiza inversiones y ofrece una serie de productos financieros bajo el criterio ético” (Abad y Valls 2018, p.3).

Pues bien, comprobamos que el comienzo de este tipo de inversión en España consistía simplemente en la comercialización de productos bancarios catalogados como socialmente responsables. En sus orígenes, el volumen económico era bastante reducido, y los criterios aplicados para la selección estaban apenas desarrollados.

Sin embargo, podemos observar que este fenómeno ha evolucionado, y ahora se aplican una serie de criterios de distinta naturaleza en función del producto concreto en el que se está invirtiendo.

Partiendo por tanto de que este tipo de inversiones forman parte del panorama financiero actual, la principal pregunta que pretende responder este trabajo es, ¿supondrá una pérdida de rentabilidad para los fondos el hecho de invertir solamente en aquellas sociedades que se consideren socialmente responsables? Para comenzar a responder a esta pregunta, debe analizarse la situación coyuntural del panorama económico-financiero de nuestros días.

Desde el punto de vista económico, sabemos que, en 2017, la economía mundial, después de una fuerte crisis financiera, ha crecido en torno al 3%, probablemente debido

al efecto rebote tras la crisis. Además, sabemos también que, en España, la crisis financiera se prolongó hasta el año 2014, año a partir del cual empezamos a crecer incluso más del 3% al año, llegando a ser varios años la economía que más crecía de la Eurozona.

Por otra parte, en el ámbito financiero también ha mejorado la situación, al habernos encontrado con un periodo de baja volatilidad de los mercados hasta este último año. Esto implica que, durante dicho periodo, los mercados se mantenían estables. Tanto a nivel mundial como a nivel nacional, encontramos también un sector financiero-bancario más fuerte y de costes más reducidos, apoyados en un aumento considerable de la demanda crediticia por parte de las familias y las empresas.

En conclusión, la buena marcha tanto en el panorama económico como en el panorama financiero, junto con el crecimiento cada vez mayor del apoyo de inversores y Estados a la inversión directamente relacionada con la responsabilidad social, (criterios económicos, ambientales y sociales), permite suponer una evolución positiva del mercado de este tipo de fondos, no solo a nivel nacional, sino también a nivel mundial. Se espera que estas inversiones sean cada vez de mayor volumen y calidad financiera.

Por último, considero el tema que se va a analizar en este trabajo de especial relevancia debido a que, si se demuestra con datos (es decir, de manera objetiva y cuantificada) que haber invertido en fondos de inversión socialmente responsable no ha supuesto necesariamente una pérdida de rentabilidad para los inversores en una serie de años, el estudio podría servir de impulso para el aumento del volumen de este tipo de inversión.

## **1.2 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN**

El objetivo general del estudio, que aquí se plantea, consiste en analizar la naturaleza y rentabilidad de aquellos fondos de inversión que, para seleccionar las inversiones en las que participan aportando capital (lo cual permite su viabilidad), establecen previamente una serie de criterios para ceñirse a las que consideran “socialmente responsables”.

Más concretamente, pretende averiguarse en qué consisten exactamente estos fondos de Inversión Socialmente Responsable (ISR), qué criterios en concreto emplean para considerar sus inversiones como “socialmente responsables”, cómo supervisan y controlan el efectivo cumplimiento de dichos criterios..., en definitiva, cómo funcionan. Además, se pretende conocer la viabilidad de dichos fondos.

### 1.3 METODOLOGÍA

La metodología de investigación a seguir en este trabajo se divide en dos principales tareas a realizar. En primer lugar, procede la revisión de la literatura existente sobre la temática expuesta. Esta parte es importante para poder comprender realmente qué son y cómo funcionan estos fondos de inversión, y así poder trabajar con ellos.

En segundo lugar, se recopilan de datos suficientes para poder establecer un modelo a través del cual poder comparar los fondos de inversión socialmente responsables con aquellos que no lo son. Debemos tener siempre en mente que el objetivo principal de este proyecto consiste en investigar si el hecho de aplicar criterios de responsabilidad social y ética a nuestras inversiones supone directamente una pérdida de rentabilidad de las mismas.

Para ello, nos apoyamos en bases de datos denominadas multidisciplinares (EBSCOhost y Google Académico), en las cuales encontraremos documentos académicos de gran interés para la investigación. Este recurso nos permitirá elaborar una adecuada introducción al tema principal sobre el que versa el trabajo.

Además, en relación a información más concreta sobre los fondos de inversión, acudiremos a bases de datos específicas de los mismos (Inverco y CNMV), ya que la información de los fondos de inversión es, por ley, pública. No obstante, se acudirá también a bases de datos tales como Morningstar o Finect, tanto por el carácter internacional de las mismas, como por el volumen de datos que contienen. Dichas bases de datos, pueden contener proyecciones a futuro sobre los fondos, algo que también puede resultar interesante para la investigación.

Con ello, se podrá establecer una comparativa entre aquellos fondos con mayores puntuaciones en los índices de responsabilidad social generalmente aceptados y aquellos con menores puntuaciones, estableciendo los tramos oportunos para ello.

A partir de ahí, se pretenden extraer conclusiones de interés. Una de las claves determinantes de la calidad del estudio, radica en la homogeneidad comparativa que debe fundamentarse tanto en la selección de los fondos como en la de las variables a comparar.

En términos de validez, la metodología expuesta se considera apta, ya que consiste en la elaboración de un método comparativo coherente en el que se pretende partir de una hipótesis (como puede ser: “el hecho de invertir en Fondos ISR no supone necesariamente una pérdida de rentabilidad en la inversión”), y, a partir de los resultados que se obtengan en relación con la hipótesis, extraer conclusiones propias.

## 2. LOS FONDOS DE INVERSIÓN

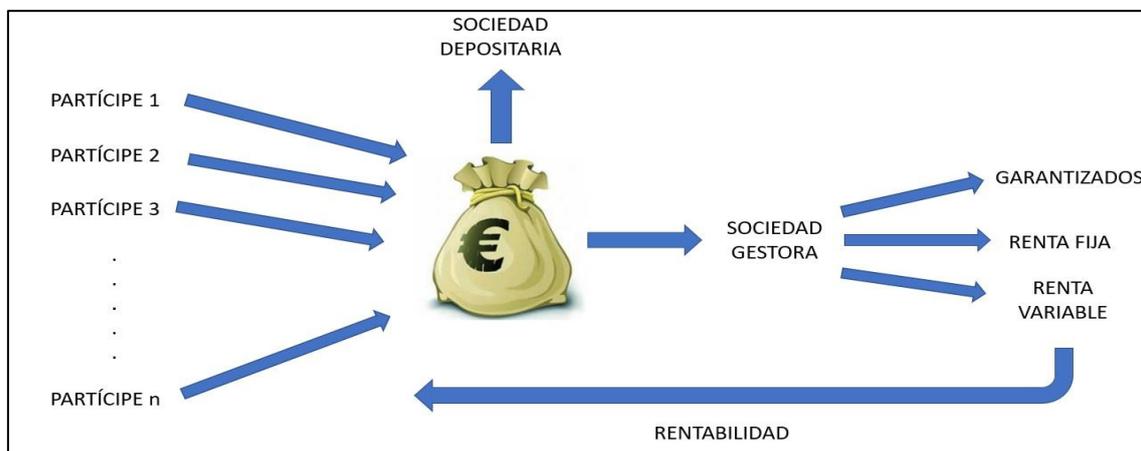
### 2.1 DEFINICIÓN Y ESTRUCTURA

En una primera aproximación a las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), partiendo de una lectura de la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, podemos aportar una primera definición de lo que son los fondos de inversión. Así, los mismos pueden definirse como vehículos de inversión mediante de los cuales un conjunto de inversores, normalmente denominados partícipes o accionistas, realizan una serie de aportaciones a la institución creada en forma de patrimonio o capital, de tal forma que la misma es administrada por una Sociedad Gestora. Además, el control material de dicho patrimonio, recae sobre la Sociedad Depositaria, encargada de custodiar los bienes de la entidad en cuestión.

En este proyecto se aborda el análisis de las IIC de naturaleza financiera. Así, este tipo de instituciones (IIC) se subdivide en Fondos de Inversión (FI) y Sociedades de Inversión (SI), las cuales presentan una estructura similar, pero también una serie de diferencias entre sí.

Una característica propia de los Fondos de Inversión, es que su naturaleza jurídica es la de “patrimonios separados sin personalidad jurídica”, según el artículo 3 de la misma ley. Al tratarse de una IIC, el principal objeto de los mismos es, en palabras de Chacón, “recolectar recursos del público, con la finalidad de reinvertirlos en actividades económicas y obtener rendimientos, los cuales serán distribuidos entre las personas que invirtieron en ellos” (Chacón, 2014, p.3).

FIGURA (I): Estructura de los Fondos de Inversión



A continuación, procede un análisis más en profundidad de los distintos elementos que componen su estructura; esto es, los partícipes, la Sociedad Gestora y la Sociedad Depositaria.

### **2.1.1 Partícipes**

Para desarrollar este apartado, nos basaremos en la lectura del Programa Superior en Gestión Patrimonial de la Escuela Fundación de Estudios Financieros (FEF), obra en la cual se dedica un capítulo entero al análisis de la estructura de los fondos de inversión.

Así pues, tal y como se decía anteriormente, los partícipes son aquellas personas, físicas o jurídicas, que aportan capital al fondo que se crea. Se denominan partícipes y no socios porque lo que se constituye es un Fondo de Inversión, y no una Sociedad de Inversión. Por ello, los partícipes reciben participaciones y no acciones.

Consecuentemente, estas participaciones son cada una de las partes proporcionales en las que se puede dividir el patrimonio que compone el fondo. Es importante destacar que, dentro de un mismo fondo, podrán coexistir distintos compartimentos diferentes entre sí y, a la vez, diferentes clases de participaciones incluso dentro de un mismo compartimento.

Pues bien, mientras los compartimentos de un fondo se diferencian entre sí en que representan partes diferentes del patrimonio del fondo, las clases de participaciones se diferencian entre sí en que pueden estar denominadas en divisas distintas, ser comercializadas por distintos agentes, se les pueden aplicar comisiones distintas o incluso por el sistema de reparto de beneficios.

Por otro lado, en lo que se refiere al número de partícipes, encontramos únicamente una restricción en cuanto al número mínimo. Volviendo a lo que dice la Ley 35/2003 en su artículo 5, “el número de partícipes en un fondo de inversión no podrá ser inferior a 100, salvo excepciones que dependen del tipo de activos en los que la IIC invierta, la naturaleza de los partícipes o la liquidez del fondo”. Además, “en caso de encontrarse el fondo dividido en compartimentos, el número de partícipes por compartimento no podrá ser inferior a 20”.

Otro concepto que debe quedar definido es el valor liquidativo de participación. En virtud de la definición que la FEF proporciona, “el valor liquidativo de cada

participación será el que resulte de dividir el patrimonio del fondo entre el número de participaciones de este” (Obra colectiva, dir. López Ceballos, 2016, p.129).

Ahora bien, el valor liquidativo de las participaciones no será el mismo cuando existan diferentes clases de participaciones o cuando se hayan constituido distintos compartimentos. En este caso, el valor liquidativo es igual a la división del valor patrimonial de cada compartimento entre el número de participaciones que lo componen.

Puede darse la situación de que el reglamento de gestión de un fondo estipule que el patrimonio del mismo se deba valorar en una divisa que no sea el euro. Para saber entonces el valor liquidativo de cada participación el procedimiento es el mismo salvo que se realiza en moneda distinta del euro.

Por último, las participaciones de los fondos tienen la naturaleza de valor negociable, lo que permitirá la transmisión de las mismas entre inversores. Además, dicha naturaleza supone que las participaciones serán representadas o bien mediante certificados sin valor nominal, o bien mediante anotaciones en cuenta.

### **2.1.2 Sociedad Gestora**

La principal función de la Sociedad Gestora (SGIIC) es, como se decía anteriormente, administrar el patrimonio del fondo. En virtud del artículo 40 de la ley antes mencionada, son sociedades anónimas cuyo objeto social consiste en la gestión de las inversiones, el control y la gestión de riesgos y la administración y gestión de suscripciones y reembolsos de los fondos.

Ahora bien, analizando el artículo 3 de la misma ley, en ningún caso la sociedad gozará de la titularidad del patrimonio del fondo, sino que se dedicará exclusivamente a la gestión y representación del mismo con respecto a terceros. En este sentido, la normativa obliga a que esta sociedad disponga en todo momento de una cantidad de fondos propios mínimos, generalmente no menores de 300.000 euros.

Por otro lado, también entran dentro de su objeto social funciones de asesoramiento sobre aquellas inversiones que considera que el fondo debe realizar, custodia y administración de participaciones, y recepción y transmisión de órdenes de clientes.

En lo que se refiere a la administración del fondo, esta supone la realización de actuaciones como trabajos de contabilidad, registro de partícipes, comercialización y valoración de las participaciones, y cumplimiento de la legalidad vigente.

Por último, la sociedad gestora está obligada a suministrar información suficiente a los partícipes del fondo sobre las operaciones que realiza en el ámbito de sus competencias y de la situación en la que se encuentra el patrimonio administrado por ella. En este sentido, será la misma la encargada de proveer la información requerida por la CNMV.

### **2.1.3 Sociedad Depositaria**

En la línea con lo dicho en apartados anteriores, y a la luz del artículo 57 de la Ley 35/2003, la Sociedad Depositaria se define como la entidad a la que se encomienda la custodia de los activos en los que las IIC invierten, así como la vigilancia de la gestión de la Sociedad Gestora y, por ende, de la administración del fondo por parte de los administradores de dicha sociedad.

El siguiente artículo da una serie de ejemplos de los entes que pueden actuar como depositarios, de tal forma que bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, sociedades y agencias de valores... pueden actuar como tal, bajo el requisito de ser participantes en los sistemas de compensación, liquidación y registro en los mercados en los que vayan a operar.

En este mismo artículo, en su segundo apartado, la normativa prohíbe expresamente que las funciones de la sociedad gestora y la depositaria sean desempeñadas por la misma entidad, salvo ciertas excepciones. Es importante hacer énfasis en la independencia que debe existir entre ambas entidades, debido a que cabe la posibilidad de que exista un cierto conflicto de intereses entre las mismas. Si bien deben ser independientes entre sí, es la sociedad depositaria la que tiene la obligación de recabar información de la sociedad gestora y vigilar las actuaciones de esta.

En lo que se refiere a las funciones de esta sociedad, aparte del depósito de los elementos que componen el patrimonio del fondo, encontramos otras funciones, entre las cuales destacan cobrar los dividendos que le correspondan al fondo por la tenencia de acciones, supervisar y garantizar la legalidad de las operaciones realizadas por la sociedad gestora y revisar también los pagos realizados por los partícipes.

Por último, en el artículo 60 encontramos entre sus obligaciones la de redactar el reglamento de gestión del fondo, velar por la regularidad de la suscripción de participaciones, satisfacer los reembolsos de las mismas y realizar cualquier otra función

que mejore la gestión del fondo, como garantizar el flujo de tesorería y comprobar que el cálculo del valor liquidativo de las participaciones es correcto y conforme a Derecho.

## 2.2 CLASIFICACIÓN Y VARIABLES QUE LES AFECTAN

Para proceder a la clasificación de los fondos de inversión, emplearemos como marco teórico la clasificación elaborada por Inverco, debido a que esta se basa en la política de inversión de los fondos, lo cual nos interesa para el desarrollo del trabajo.

La primera distinción que debe ser establecida, es la que separa a los fondos de inversión de carácter financiero de los fondos de inversión de carácter no financiero. Mientras que los primeros se especializan en invertir en activos financieros, tales como acciones, bonos, o deuda pública, los segundos lo hacen en activos de naturaleza distinta, como bienes inmobiliarios.

Pues bien, en este trabajo nos centraremos en los fondos de inversión de carácter financiero. En este sentido, distinguimos cinco categorías de fondos, que son:

**1. Fondos Monetarios:** Como objetivo principal de la inversión, deben obtener una rentabilidad similar a los tipos del mercado monetario. Para ello, deben limitar su inversión a elementos financieros de alta calidad crediticia, aceptando suscripciones y reembolsos de participaciones a diario.

En cuanto a la exposición a distintas variables, no se exponen a renta variable, ni a riesgo divisa, ni a materias primas.

**1.1. Monetarios a corto plazo:** La cartera que componen debe contar con una duración media inferior a 60 días, un vencimiento medio inferior a 120 días y un vencimiento legal residual de los activos de menos de 397 días.

**1.2. Monetarios a largo plazo:** La duración media de la cartera compuesta debe ser superior a 60 días, el vencimiento medio de la misma superior a 120 días, y el vencimiento legal residual de los activos de la misma superior a 397 días.

**2. Fondos de Renta Fija:** Son aquellos fondos cuya política de inversión impide contar con activos de renta variable en la composición de su cartera, ni derivados cuyo subyacente tampoco sea de renta fija.

**2.1. Renta Fija Euro a corto plazo:** Dentro de esta categoría, la duración media de su cartera es inferior a dos años. En lo que respecta a la exposición al riesgo

divisa, esta no supera el 10%, pues es el límite de activos que pueden ser denominados en moneda distinta del euro.

**2.2. Renta Fija Euro a largo plazo:** Similar a la categoría anterior, se distingue en que la duración media de los activos de su cartera será superior a dos años.

**2.3. Renta Fija Internacional:** Cuenta con la posibilidad de tener una mayor exposición al riesgo divisa, que puede superar el 10%. Por otro lado, la exposición a renta variable sigue manteniéndose en 0.

**2.4. Renta Fija Mixta Euro:** Se denomina mixta por la exposición del fondo a renta variable, que no puede superar el 30%. Por otro lado, no deberá ser superior al 30%, el total de activos que se encuentren denominados en divisa distinta al euro.

**2.5. Renta Fija Mixta Internacional:** Con respecto a la exposición a renta variable, se mantiene el límite del 30%. Sin embargo, al ser internacional, su política de inversión permite superar el 30% del riesgo divisa de sus activos.

**3. Fondos de Renta Variable:** En este caso, se denomina a estos fondos de renta variable debido a su elevada exposición a renta variable de los mismos, pudiendo ser, en algunos casos, superior al 75%. Esta es la categoría que presenta un mayor número de subcategorías, pero con ánimo de sintetizar, destacamos las más relevantes.

**3.1. Renta Variable Mixta Euro:** En este caso, la exposición a renta variable se encuentra es como mínimo del 30%, y como máximo del 75%. Por otro lado, por su componente “euro”, la exposición a divisa no puede superar el 30% de activos denominados en divisa distinta a esta, o emitidos por entidades que radiquen en estados que no pertenezcan al área euro.

**3.2. Renta Variable Mixta Internacional:** En relación a la exposición a renta variable de esta subcategoría, es similar a la de la subcategoría anterior, no pudiendo ser inferior al 30% ni superior al 75%. Sin embargo, el carácter internacional permite a este tipo de fondos contar con una exposición a riesgo divisa superior al 30%.

**3.3. Renta Variable Nacional Euro:** Este tipo de fondos deben contar con, al menos, un 75% de activos financieros de renta variable que coticen en mercados españoles, siendo un 90% de la cartera renta variable nacional. En lo que se refiere a la exposición a riesgo divisa, esta no puede ser superior al 30%.

**3.4. Renta Variable Euro Resto:** La particularidad de este tipo de fondos consiste en que el 60% de su cartera deberá consistir en renta variable de entes que

radiquen en la Zona Euro. Se mantiene el porcentaje de riesgo divisa de la categoría anterior, es decir, máximo 30%.

**3.5. Renta Variable Internacional:** En esta categoría, el 75% de activos en los que el fondo invierte deben ser de renta variable. Además, es frecuente añadir restricciones de carácter geográfico a esta categoría, de tal forma que se pueden especializar en renta variable de Europa, Estados Unidos, Japón, economías denominadas “Emergentes”... En consecuencia, la exposición al riesgo divisa de esta categoría, será superior al 30%.

**4. Fondos Garantizados:** Su característica principal, que lo diferencia del resto de fondos, consiste en que cuentan con una garantía con la finalidad de no perder la inversión realizada, o al menos parte de la misma. Dicha garantía suele ser otorgada por un tercero, generalmente una entidad de crédito. Además, se añade una cierta rentabilidad en caso de mantener la inversión hasta que la garantía finalice.

**4.1. Rendimiento Fijo:** La especialidad que tienen, consiste en que la rentabilidad añadida, derivada de asegurar la inversión, es fija.

**4.2. Rendimiento Variable:** El rendimiento añadido, en esta ocasión, se encuentra total o parcialmente ligado al comportamiento de activos de renta variable, divisa... Es igualmente destacable la posibilidad de que la garantía sea otorgada por un tercero que asegure la inversión inicial y realice cierta gestión del fondo.

**4.3. De Garantía Parcial:** Estos fondos cuentan con un objetivo concreto de rentabilidad, el cual se vincula a determinados instrumentos de renta variable. Lo que hace que este tipo de fondos se distinga de los demás tipos dentro de esta categoría, es que la garantía otorgada por un tercero asegura un porcentaje inferior al 100% de la inversión realizada, de ahí que la garantía se denomine “parcial”.

**5. Otros:** Dentro de esta categoría, encontramos una serie de fondos que no encajan en ninguna categoría de las anteriores, debido a que sus políticas de inversión se alejan las descritas hasta ahora. Para poder describir estas categorías, nos basamos en la clasificación que hace la Escuela Fundación de Estudios Financieros (FEF). Así pues, a la anterior clasificación, se añaden:

**5.1. Fondos de Retorno absoluto:** Estos fondos de inversión se caracterizan por fijar un objetivo concreto en su política de inversión, sin estar dicho objetivo

garantizado por un tercero, de tal forma que lo que pretende es obtenerse dicho retorno con la periodicidad establecida en los objetivos. Para conseguirlo, se emplean técnicas de valor absoluto, valor relativo, u otras.en torno

**5.2. Fondos de Gestión Pasiva:** También se conocen como Fondos Índice, puesto que, según la FEF, “tienen como objeto exclusivo desarrollar una política de inversión que replique o reproduzca un determinado índice bursátil o de renta fija representativo de uno o varios mercados [...], o de valores negociados en ellos” (Obra colectiva, dir. López Ceballos, 2016, p.172).

Dicho índice deberá estar suficientemente diversificado, ser reproducible y una referencia del mercado, y gozar de suficiente difusión.

**5.3. Fondos de Inversión Libre:** En español, se conocen también como Fondos de Cobertura, los cuales vendrían a ser los denominados “Hedge Funds” en el mundo anglosajón. En una primera aproximación a estos fondos, estos se definen como “*funds with less regulatory rigidity and more trading flexibility*”<sup>1</sup> (Chen, Cliff & Zhao, 2017, p. 1).

A pesar de que esta clase de fondos cuentan con menos rigidez regulatoria que otras clases de fondos, según la FEF, existen una serie de condiciones que los Fondos de Inversión Libre deben cumplir. Algunas de las más relevantes son:

- Las acciones y participaciones de esta clase de fondos, se podrán adquirir desde 100.000 euros, en caso de ser adquiridas por inversores no profesionales.
- Estas participaciones están dirigidas a clientes profesionales, y a ellos debe destinarse la comercialización. Excepcionalmente, y bajo determinadas condiciones, las participaciones podrán ser comercializadas para clientes no profesionales, los cuales deberán dejar constancia por escrito de su conocimiento de los riesgos inherentes a la inversión.
- El número mínimo de partícipes en el fondo es de 25.
- El propio fondo podrá imponer la permanencia de máximo un año para sus partícipes, siempre y cuando el folleto del mismo lo mencione, y lo apruebe la CNMV.

---

<sup>1</sup> “Fondos con menor rigidez regulatoria y mayor flexibilidad comercial” (traducción propia).

- En lo referente a las comisiones (de gestión, depósito, suscripción y reembolso), no se les aplican los límites que se aplican a los demás, ni los cálculos de los mismos.
- Su endeudamiento será como mucho de 5 veces su patrimonio.

**5.4. Fondos de Fondos:** Como su propio nombre indica, estos fondos adquieren participaciones de otros fondos como objeto principal de su inversión. Tres son los principales requisitos impuestos a esta clase de fondos, según la FEF:

- Las inversiones del fondo en el que se ha invertido no desvirtuarán el objeto y límite de riesgos del fondo que invierte.
- Deberá radicar este fondo en el que se invierte en algún Estado de la OCDE.
- Los fondos en que se invierte garantizarán el reembolso de sus participaciones con una frecuencia similar al fondo inversor.

**5.5. Fondos Cotizados:** También denominados *Exchange Traded Funds* (ETF), se definen por la FEF como “fondos de inversión cuyas participaciones están admitidas a negociación en bolsas de valores [...], pudiéndose comprar y vender intradía, y tributando las plusvalías obtenidas como las acciones, sin disfrutar de la exención fiscal por el cambio de fondo” (Obra colectiva, dir. López Ceballos, 2016, p.170).

Por tanto, debemos entender que las participaciones de estos fondos actúan como verdaderas acciones, cotizando de manera similar, y bajo la vigilancia de autoridades financieras que controlan las posibles transmisiones de las mismas.

## 2.3 COMERCIALIZACIÓN DE LOS FONDOS

En lo que se refiere a los fondos de inversión, la entidad comercializadora es aquella encargada de cumplir con la función de distribuir el fondo entre los futuros partícipes. Por tanto, cuando se habla de la comercialización de un fondo, se está haciendo referencia a la actividad de difusión que la entidad comercializadora ejercita, con el fin de captar fondos de personas dispuestas a que parte de su patrimonio pase a formar parte del patrimonio del propio fondo. En este apartado, pretende concretarse cuáles son las principales entidades que comercializan fondos, así como explicar en qué consiste la actividad de comercialización en sí, y el modelo de negocio asociado a dicha actividad.

Así pues, tal y como afirma Mardomingo, “la comercialización de IIC la llevan a cabo, principalmente, las Empresas de Servicios de Inversión, las Sociedades y Agencias

de Valores y, por extensión, las Entidades de Crédito.” (Mardomingo, 2001, p. 29). Las palabras del autor, cuando dice “por extensión”, no deben hacernos caer en el error de pensar que las entidades de crédito tienen un papel residual en la comercialización de fondos. Más bien es al contrario, ya que los bancos, cajas de ahorros, y cooperativas de crédito, forman parte de los tipos más frecuentes de entidades comercializadoras (Larriaga y Peña, 2008).

Además, el artículo 40.3 de la Ley 35/2003 -la cual mencionábamos en apartados anteriores por ser la que regula las IIC-, dice que “las sociedades gestoras podrán comercializar acciones o participaciones de IIC.” En consecuencia, la sociedad gestora debe añadirse a la enumeración del párrafo anterior como una posible entidad comercializadora más.

Si bien lo anterior es cierto, Larriaga y Peña afirman que “la situación más habitual es que la Entidad Depositaria y Comercializadora sean la misma, sobre todo en el sistema bancario.” Teniendo en cuenta que la Sociedad Depositaria y la Sociedad Gestora son distintas sociedades, la situación más frecuente es que coincidan la Sociedad Comercializadora y la Depositaria. Además, los mismo autores que se acaban de citar, afirman que “la comercialización directa a través de la propia Sociedad Gestora suele ser atractiva para gestoras independientes, no vinculadas a ningún grupo financiero y que, por tanto, no poseen una red de oficinas del grupo para llevar a cabo esa función.” (Larriaga y Peña, 2008, p.22).

Una vez se ha analizado qué tipo de sociedad ejerce la actividad de comercializar los fondos, procede una profundización en la forma en que la misma se financia. En este sentido, existen dos métodos de financiación de la comercialización, los cuales podemos denominar método directo y método indirecto.

Así pues, el método directo consiste en el cobro que el asesor financiero hace al inversor por la gestión de su patrimonio, cuando este contrata sus servicios. Dicho cobro, puede o bien estar referenciado al patrimonio invertido -sobre el que aplica un porcentaje- o bien a los resultados de rentabilidad obtenidos. Por contra, el método indirecto tiene su origen en pagos que las entidades gestoras o depositarias hacen a los comercializadores por el hecho de vender las participaciones de sus fondos.

La forma más habitual con que se comercializan indirectamente los fondos de inversión, es a través de las denominadas retrocesiones. Estas consisten, en resumen, en una parte de las comisiones de los fondos que la gestora paga al distribuidor por vender el fondo que gestiona. El problema de esta práctica radica, al final, en que es el inversor

quien se ve perjudicado por la misma, ya que se crea un incentivo perverso para el asesor financiero de distribuir aquellos fondos que paguen retrocesiones de mayor cuantía, sin importar el producto sobre el que se está asesorando. Además, se trata de una práctica bastante opaca para el inversor.

No obstante, pese a que parece una práctica poco ética, supone la mayor parte de ingresos que generan los fondos, y una parte importante para la banca. Precisamente por la relevancia que tiene para el mercado de los fondos y para la banca, las retrocesiones han sido objeto de regulación a distintos niveles.

Por un lado, la Directiva Europea 2014/65 (MiFID II), aboga por una mayor transparencia y protección para el inversor, prohibiendo en su artículo 24 el cobro de retrocesiones en caso de asesoramiento independiente y de gestión discrecional de carteras. Por otro, a nivel nacional, el Ministerio de Economía aprobó, en el anteproyecto de ley de trasposición de esta directiva, la obligación de que los asesores incluyeran un 25% de productos de terceros para poder cobrar las retrocesiones.

## **2.4 FISCALIDAD DE LOS FONDOS**

En lo que se refiere a la fiscalidad de los fondos, existen dos hechos impositivos que, consecuentemente, afectan a dos sujetos de derecho diferentes. En un primer lugar, el Fondo de Inversión tributa por la obtención de beneficio, al cual se le aplica el Impuesto de Sociedades (IS). Por otro lado, los partícipes también tributan en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), por el reparto del beneficio obtenido por el fondo.

Pues bien, si acudimos a la legislación sobre el Impuesto de Sociedades, el artículo 29 de la Ley 27/2014 nos dice, en su apartado cuarto (letra b), que los fondos de inversión de carácter financiero tributarán al 1% (anual), siempre y cuando cuenten con el número mínimo de partícipes que la ley les exige, es decir, al menos 100. La valoración de este impuesto le corresponde a la Sociedad Gestora, y esta se efectúa mediante la deducción diaria del valor liquidativo del fondo (Obra Colectiva, dir. López Ceballos, 2016).

En cuanto a los partícipes, el artículo 94 de la Ley 35/2006 (IRPF), enumera una serie de rentas que tienen la consideración de ganancias y pérdidas patrimoniales, y que por ello deberán formar parte de la Base Imponible del IRPF. Estas rentas son:

- Ganancias o pérdidas patrimoniales obtenidas por la transmisión de participaciones o por el reembolso de las mismas, salvo que el valor obtenido se utilice directamente para la adquisición de otras participaciones en IIC que deben

cumplir unos requisitos para ello. Esta excepción se denomina régimen de traspaso, e implica un diferimiento en la imputación de la renta.

En este caso, las nuevas participaciones suscritas conservan el valor y fecha de adquisición de las transmitidas o reembolsadas.

- Los resultados repartidos entre los partícipes por la propia IIC.

Para realizar el cálculo del impuesto, debe cuantificarse la ganancia o pérdida patrimonial sobre la que se acabará aplicando el porcentaje de retención que le corresponda. Así, el valor de la misma consistirá en la diferencia entre el valor de transmisión de la participación y el valor de adquisición de la misma.

El gravamen que se aplica actualmente es la suma de los gravámenes estatal y autonómico a la base liquidable del ahorro. Como se muestra en la tabla a continuación, este gravamen va de un 19% a un 23%.

TABLA (I): Tipos de gravámen de la Base Imponible del Ahorro (IRPF).

**Tipo de gravamen estatal:**

BASE LIQUIDABLE DEL AHORRO	CUOTA ÍNTEGRA	RESTO BASE LIQUIDABLE	PORCENTAJE
0	0	6.000	9,5
6.000,00	570	44.000	10,5
50.000,00	5.190	En adelante	11,5

**Tipo de gravamen autonómico:**

BASE LIQUIDABLE DEL AHORRO	CUOTA ÍNTEGRA	RESTO BASE LIQUIDABLE	PORCENTAJE
0	0	6.000	9,5
6.000	570	44.000	10,5
50.000,00	5.190	En adelante	11,5

FUENTE: Agencia Tributaria

En el artículo 95 de la misma ley, se regula la tributación de los partícipes cuando la IIC se encuentra constituida en países de reducida tributación, los denominados “paraísos fiscales”. El primer apartado de este artículo, obliga a los partícipes a imputar, en la Base Imponible, la diferencia positiva entre el valor liquidativo de la participación al día de cierre del periodo impositivo y su valor de adquisición, a pesar de no haber transmitido dicha participación. Encontramos una presunción *iuris tantum* (admite prueba en contrario) en el tercer apartado del mismo artículo, por la cual se entiende que la

diferencia antes mencionada es el 15% del valor de adquisición de la participación.

Además, los beneficios distribuidos por la IIC constituida en un paraíso fiscal no se imputan en la Base Imponible, sino que minoran el valor de adquisición de la participación.

### 3. FONDOS SOCIALMENTE RESPONSABLES

#### 3.1 DEFINICIÓN

En palabras de Sorrarain y Valor, “se conoce con el nombre de “inversiones éticas” a las estrategias de inversión que combinan criterios financieros convencionales con otros no financieros” (Sorrarain y Valor, 2009, p.3). Más en concreto, estos criterios no financieros consisten en valoraciones de tipo social, ético y medioambiental (Cañal et al, 2009).

Existen diferentes estudios acerca de cómo actúan los inversores ISR en el ámbito internacional. Destacamos el estudio de Cañal, Pérez, Rodríguez, Bilbao y Arenas, de 2009, el cual describe el comportamiento de responsabilidad social por áreas geográficas, dando a entender las diferencias culturales que existen entre sí en esta materia:

- Para los *países nórdicos y sajones*, a lo que se da mayor importancia es a los valores medioambientales y ecológicos. Además, la persona debe ser considerada el centro de la actividad económica.
- Las regiones *anglosajonas*, ofrecen mayor apoyo a las inversiones que promueven la creación de empleo y el desarrollo de zonas marginales dentro de una comunidad.
- Para la denominada *área mediterránea*, la solidaridad y la inclusión social de colectivos sociales de todo tipo son valores primordiales. Por otro lado, el estudio destaca el papel que ejerce la Iglesia Católica como influencia en el comportamiento social.
- En último lugar, destacan países como *Francia, Bélgica y Austria*, en los que se pueden observar comportamientos propios de los países nórdicos y del área mediterránea, al encontrarse geográfica y culturalmente entre ambas regiones.

Con respecto a los lugares que, en el ámbito internacional, han podido experimentar un mayor auge de la inversión socialmente responsable, “*total investments in SRI are the largest in Europe (\$13.61 trillion), with the U.S. now experiencing the most rapid growth,*

*76% from 2012 to 2014, as compared to a global average of about 50%”*<sup>2</sup> (Verheyden, Eccles y Feiner, 2016, p.2).

Más actualmente, podemos encontrar en fuentes, como por ejemplo Eurosif, que en 2016 existían aproximadamente 1.200 fondos denominados de Inversión Socialmente en Europa. No obstante, el 50% de los mismos se reparten entre Francia y Bélgica, y el 80% si añadimos Alemania, Suiza, Holanda y Reino Unido. Por último, el patrimonio que aproximadamente manejan en activos este tipo de fondos es, en Europa, de unos 96 mil millones de euros.

No obstante lo anterior, parece ser que, en España, este tipo de inversiones no contó, en un primer momento, con la misma aceptación y evolución que en el resto de países de nuestro entorno económico.

Así, mientras algunos autores consideran que, la desconfianza en los productos financieros denominados éticos, ha sido el principal obstáculo para el desarrollo de este tipo de inversiones (Sorarrain y Valor, 2009), otros consideran que la causa principal de este hecho sería la escasa sensibilidad social y conocimiento del inversor español sobre este tipo de inversiones (Cañal et al, 2009).

Sin embargo, desde hace unos años, parece que la tendencia ha ido cambiando ya que, tal y como asegura Spainsif, el crecimiento en inversiones ISR ha sido, entre 2015 y 2017, superior al mercado en su conjunto, llegando a representar hasta el 47% del mercado nacional de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, aquellos que integran algún tipo de criterio ISR en sus estrategias de inversión (no obstante, no por ello pueden ser catalogados como fondos ISR).

### **3.2 POLÍTICAS DE INVERSIÓN**

A la hora de abordar este apartado, deberán estudiarse las políticas de inversión de los fondos ISR desde dos puntos de vista distintos. Por un lado, se analizan las técnicas de inversión que los gestores de esta clase de fondos aplican, para asegurarse de que la misma sea, efectivamente, responsable socialmente. Por otro lado, analizaremos los principales criterios empleados para, una vez decidida la naturaleza de su inversión, escoger entre unas inversiones u otras.

---

<sup>2</sup> “El total de las inversiones ISR cuenta con el mayor volumen en Europa (13.61 billones de dólares), con los Estados Unidos experimentando el crecimiento más rápido, del 76% desde 2012 al 2014, comparado con el 50% de crecimiento a nivel global” (traducción propia).

En lo que respecta a las técnicas de inversión empleadas, el hecho de que los inversores se preocupen por las actividades que realizan las empresas con el dinero que aportan no es algo que haya surgido con el desarrollo de la Inversión Socialmente Responsable como concepto. De hecho, esta preocupación ha existido siempre.

Ahora bien, esta preocupación ha desembocado en diferentes formas de lograr que las inversiones sean socialmente responsables. Este proceso ha ido desarrollándose y evolucionando hasta las que encontramos en la actualidad. Así:

- En un primer momento, se da la técnica denominada **screening**, la cual consiste en determinar los criterios de inversión de los fondos. Ante la duda sobre la rentabilidad de esta técnica, “*summarized as briefly as possible, our findings provide almost no evidence that ESG screening reduces returns, but considerable evidence of reductions in risk*”<sup>3</sup> (Verheyden, Eccles y Feiner, 2016, p.3). No obstante, existen distintas posibilidades dentro de esta técnica:
  1. *Negativo*: También se denomina de exclusión, consiste en evitar aquellas inversiones por cumplir con criterios considerados éticamente reprobables.
  2. *Positivo*: Limita la inversión a aquellas que cumplan con comportamientos ciertamente favorables para el desarrollo social.
  3. *Best in Class*: También denominado *Best of Sector*, “este método pretende destacar las empresas que se supone cumplen mejor los criterios ISR en un determinado sector. Se fundamenta en una evaluación de empresas dentro de una rama de actividad, [...] y trata de identificar oportunidades de negocio sostenibles” (Gosselin, 2006, p.13 y 14).
- A continuación, continúa el desarrollo del mismo mediante el fenómeno conocido como **activismo financiero**, consistente en la influencia que pueden ejercer tanto los inversores individuales como los institucionales, mediante el gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten. Si bien esta práctica comenzó a realizarse en Estados Unidos, puede observarse este comportamiento en inversores de todo el mundo.
- Por último, encontramos como tercera técnica posible el apoyo a proyecto

---

<sup>3</sup> “Resumido a la mayor brevedad posible, nuestros hallazgos dan apenas evidencia de que la proyección ISR reduce la rentabilidad, mientras evidencian considerablemente la reducción del riesgo” (traducción propia).

sociales. Pese a que pueda parecer no financiera, también lo es.

FIGURA (II): Principales criterios de selección de inversiones ISR



FUENTE: Sorraín Altuna, A., & Valor, C. (2009). ¿Son éticas las inversiones éticas? Propuesta de un modelo de idoneidad ética para la inversión socialmente responsable y aplicación a los fondos españoles.

En lo que se refiere a los principales criterios, a través de los cuales se filtra aquella inversión ISR de la que no lo es, comprobamos que, en el comienzo de este tipo de inversión en España, el filtro lo ponían las entidades encargadas de comercializar este tipo de productos. Tal y como se decía al principio del proyecto, en origen simplemente se comercializaban productos bancarios catalogados como socialmente responsables.

En consecuencia, somos testigos de la importante evolución que ha sufrido este fenómeno de inversión en los últimos años, tanto en términos de volumen de mercado financiero, como en lo referente al desarrollo de criterios concretos a aplicar a la hora de seleccionar las inversiones. Así, los principales criterios empleados por los fondos, clasificados por categorías, son:

- **Económico:**
  - Solidez financiera
  - Gestión de riesgos y situaciones de crisis
  - Planificación estratégica
- **Medioambiental:**
  - Política y gestión medioambiental
  - Resultados medioambientales
  - Informe medioambiental

- **Social:**
  - Desarrollo del capital humano
  - Actividades de filantropía
  - Atracción y retención de talento

Cabe destacar, además, la existencia del denominado Dow Jones Sustainability World Index, índice en el cual se engloban los principales líderes en sostenibilidad y responsabilidad social para la firma RobecoSAM.

Cada uno de los criterios citados tiene un peso en el índice, de tal forma que cada empresa obtiene una puntuación propia en función del cumplimiento de los mismos. Así, el índice estará compuesto por el 10% de las empresas que mayor puntuación obtengan de entre el total preseleccionadas, siendo estas de alto valor de capitalización.

### **3.3 ACREDITACIÓN Y CONTROL DEL CARÁCTER SOCIAL**

La acreditación del carácter social de los fondos, consiste en el proceso por el cual se somete a evaluación no solo la existencia de un verdadero compromiso de sus gestores con las políticas de responsabilidad social, sino también la intensidad en la aplicación de las mismas.

Debido a que las puntuaciones obtenidas por los fondos en el Rating de Sostenibilidad Social de Morningstar se utilizan en el trabajo, considero oportuno explicar en este apartado la metodología de obtención de dicho índice. Morningstar ha elaborado un documento propio explicando la metodología de elaboración del índice en cuestión. Nos apoyaremos en este documento para tratar de explicar las puntuaciones ISR obtenidas por los fondos.

En primer lugar, en cuanto a lo que pretende evaluarse, *“the Morningstar Sustainability Rating is a measure of how well the holdings in a portfolio are performing on environmental, social and governance, or ESG issues, relative to a portfolio’s peer group.”*<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> “El Índice de Sostenibilidad de Morningstar mide cómo se están comportando los valores de una cartera con respecto a temas relacionados con el medio ambiente, las sociedades y su gobierno, o temas ISR, en términos relativos y comparativos con las carteras de su misma categoría” (traducción propia).

Antes de abordar la descripción de la metodología, resulta conveniente destacar la base de datos que mide el comportamiento socialmente responsable de los fondos. En este sentido, encontramos que el propio documento hace alusión a *Sustainalytics* en otra definición del propio Rating de Sostenibilidad, la cual lo define como “*an historical holdings-based calculation, using company-level ESG analytics from Sustainalytics, a leading provider of ESG research.*”<sup>5</sup>

A continuación, se enumeran los tres pasos a seguir para obtener la puntuación definitiva dentro del índice. A raíz de las puntuaciones extraídas de *Sustainalytics*, los fondos obtienen hasta tres puntuaciones distintas, y estas son:

- 1. Morningstar Portfolio Sustainability Score:** Este primer paso es el más importante de los tres, ya que hace posible que se obtengan los demás y, por tanto, la puntuación final en el Rating. Como requisito para formar parte del Rating de Sostenibilidad, se exige que al menos el 67% de los activos que el portfolio gestiona deben provenir de empresas con calificación ISR.

Así pues, el Morningstar Portfolio Sustainability Score, consiste en analizar la puntuación ESG que obtiene un fondo, a la cual se le restan lo que se denominan “*controversial incidents*”<sup>6</sup>, lo cual se refiere a “*environmental accidents, fraud or discriminatory behaviour*”<sup>7</sup>.

$$\text{Portfolio Sustainability Score} = \text{Portfolio ESG Score} - \text{Portfolio Controversy Deduction} \quad (\text{I})$$

Ahora bien, debe explicarse también cómo se calculan los dos componentes de la fórmula mostrada anteriormente, por un lado el Portfolio ESG Score, y por otro el Portfolio Controversy Deduction.

En primer lugar, el Portfolio ESG Score consiste en calcular una media ponderada por activos de las puntuaciones ESG normalizadas que obtiene un

---

<sup>5</sup> “Un cálculo histórico basado en los valores de una cartera, utilizando los análisis de *Sustainalytics* del nivel ISR de las empresas, siendo *Sustainalytics* un proveedor líder de investigación ISR” (traducción propia).

<sup>6</sup> “Incidentes controvertidos” (traducción propia).

<sup>7</sup> “Accidentes medioambientales, fraude o comportamiento discriminatorio” (traducción propia).

fondo. Este dato cuantifica la actuación del fondo en términos de responsabilidad social.

En relación a las puntuaciones de los fondos, se obtienen de Sustainalytics, plataforma que evalúa la ejecución de políticas de responsabilidad social en una escala entre 0 y 100. No obstante, la escala es propia de cada categoría de fondos, de tal forma que una determinada puntuación puede significar un mayor o menor cumplimiento de las políticas ESG, en función de la categoría a la que pertenezca. En consecuencia, los elementos analizados en relación a las políticas de responsabilidad social, pueden variar entre categorías, pero serán los mismos para todos los fondos dentro de una misma categoría.

Con respecto a la normalización de las puntuaciones, la cual las hace comparables entre sí, depende de una variable,  $Z$ , calculada de la siguiente forma:

$$Z_{peer} = \frac{ESG_x - \mu_{peer}}{\sigma_{peer}} \quad (II)$$

Donde:

$ESG_x$  = Puntuación ISR en Sustainalytics

$\mu_{peer}$  = Puntuación ISR media de la categoría

$\sigma_{peer}$  = Desviación estándar con respecto a la puntuación ISR de la categoría

Una vez calculada  $Z$ , ya puede obtenerse la puntuación ESG definitiva, teniendo en cuenta que se añade una media de 50. Esta es la fórmula:

$$ESG_{Normalized} = 50 + (Z_{peer} \times 10) \quad (III)$$

Las puntuaciones que los fondos obtienen, deben interpretarse de este modo:

TABLA (II): Interpretación de las puntuaciones que se obtienen

70 +	La empresa puntúa al menos dos desviaciones estándar por encima de la media de su categoría
60	La empresa puntúa una desviación estándar por encima de la media de su categoría
50	La empresa puntúa en la media de su categoría
40	La empresa puntúa una desviación estándar por debajo de la media de su categoría
30-	La empresa puntúa al menos dos desviaciones estándar por debajo de la media de su categoría

FUENTE: Documento Morningstar

Siguiendo con la segunda mitad de este primer paso, procede explicar en qué consiste el Portfolio Controversy Deduction. En este caso, Sustainalytics elabora, dentro de una escala de 0 a 100, una puntuación para cada fondo que analiza sobre las controversias en materia de responsabilidad social en las que se ve envuelto el fondo en cuestión.

Además, habla de dos tipos de riesgo, *“each incident is assessed in terms of its level of impact on the environment and society and its related risk to the company itself.”*<sup>8</sup>

A continuación, Morningstar elabora la media ponderada de las puntuaciones obtenidas por un fondo determinado, para obtener la deducción por controversia que le corresponde al mismo. Las deducciones a las puntuaciones obtenidas anteriormente, se determinan tal y como se muestra en esta tabla:

---

<sup>8</sup> “Cada incidente es evaluado en términos de nivel de impacto en el medio ambiente y la sociedad, y con el riesgo para la propia empresa” (traducción propia).

TABLA (III): Puntuación de las deducciones por controversia

	Highest Controversy Level	Portfolio Controversy Deduction
Best	0	0
	1	0.2
	2	4
	3	10
	4	16
Worst	5	20

FUENTE: Documento Morningstar

- 2. Morningstar Historical Portfolio Sustainability Score:** En este caso, se combinan las puntuaciones obtenidas en el paso anterior por el fondo evaluado en cada uno de los últimos doce meses. Para ello, se elabora una media ponderada, dando mayor peso a las puntuaciones más recientes.

En palabras propias del documento, “*combining the trailing 12 months of portfolio scores, adds consistency while still reflecting portfolio managers' current decisions by weighting the most recent portfolio scores more heavily.*”<sup>9</sup>

La fórmula empleada se muestra a continuación:

$$\text{Historical Portfolio Sustainability Score} = \frac{\sum_{i=0}^{11} (12 - i) \times \text{Portfolio\_Sustainability}_i}{\sum_{i=0}^{11} i + 1}$$

(IV)

Donde:

i = Número de meses desde el presente

- 3. Morningstar Sustainability Rating:** Tercer y último paso para obtener la puntuación final. En esta ocasión, el rating definitivo va a consistir en dos puntuaciones distintas. Por un lado, el fondo sometido a evaluación obtiene una puntuación en términos absolutos, que se corresponde con la puntuación obtenida en el Morningstar Historical Portfolio Sustainability Score.

<sup>9</sup> “La combinación de los resultados de la cartera en los últimos 12 meses, añade consistencia a la vez que refleja las decisiones de los gestores de la cartera dando mayor peso a los resultados más recientes de la misma” (traducción propia).

Por otro lado, existe la posibilidad de obtener una puntuación en términos relativos, ya que, en aquellas categorías (Morningstar) de fondos que cuenten con más de treinta fondos sometidos a esta evaluación, se establecerán rangos para clasificar los fondos evaluados en cada categoría. Así se clasifican:

TABLA (IV): Rangos de clasificación de cada categoría

Distribution	Score	Descriptive Rank	Rating Icon
Highest 10%	5	High	
Next 22.5%	4	Above Average	
Next 35%	3	Average	
Next 22.5%	2	Below Average	
Lowest 10%	1	Low	

FUENTE: Documento Morningstar

Por último, en lo que se refiere a la frecuencia con la que el rating se actualiza, el documento de referencia constata que la misma se efectúa cada mes “*the Morningstar Sustainability Rating and ranks, will be issued monthly based on the most recent company data from Sustainalytics.*”<sup>10</sup>

<sup>10</sup> “El Índice de Sostenibilidad de Morningstar y los rankings, serán emitidos mensualmente basándose en los datos más recientes de Sustainalytics sobre las empresas” (traducción propia).

## 4. ANÁLISIS COMPARADO DE RENTABILIDAD

### 4.1 SELECCIÓN DE LOS FONDOS

En lo que se refiere al análisis que se desarrolla en este trabajo, se pretende obtener una muestra de fondos suficientemente representativa para poder extraer conclusiones sobre el tema principal del proyecto.

Para ello, en primer lugar, se clasifican los fondos seleccionados dependiendo de su política de inversión (clasificación obtenida de Morningstar). Dicha clasificación resulta imprescindible para poder homogeneizar los elementos de la muestra que se pretenden comparar entre sí, ya que, en caso de no hacerlo, obtendríamos resultados poco consistentes.

Pues bien, las tres categorías de fondos de inversión seleccionadas, en función de su política de inversión, son:

- **Renta Variable Global – Capitalización Grande (Blend):** Dentro de esta categoría, se han seleccionado cuatro fondos ISR, siendo uno de ellos comercializado en España y otros tres en el ámbito internacional. Por otro lado, la comparación se establece con otros cuatro fondos No ISR, siendo también uno de ellos comercializado en el mercado nacional y otros tres internacionalmente.

En lo que se refiere a la política de inversión de esta categoría de fondos, como su propio nombre indica, se especializa en activos financieros de renta variable, con la limitación de compañías de elevado valor de capitalización bursátil. Además, se ha elegido la categoría Blend (Mixto), por agrupar las categorías de Value (Valor) y Growth (Crecimiento).

En relación a las zonas geográficas de preferencia en la inversión, esta se concentra en Estados Unidos y la Zona Euro, y en menor medida Japón y Reino Unido. Por otro lado, destacan los sectores de Servicios Financieros, Salud y Tecnología como aquellos entre los que se concentra la inversión de esta categoría de fondos. Por último, el índice de referencia sobre la rentabilidad que la gestión utiliza es el *MSCI World Net Total Return EUR Index*.

- **Mixtos Moderados EUR – Global:** El análisis en esta categoría es similar al de la anterior, se construye una muestra a partir de tres fondos ISR y tres que no lo

son, siendo en cada categoría uno de ellos comercializado en nuestro mercado y el resto en el extranjero.

La política de inversión de esta categoría de fondos difiere de la de la categoría anterior. Esta categoría consiste, principalmente, en combinar activos financieros de renta variable con activos de renta fija.

Ahora bien, en las categorías mixtas, se da la exposición a dos tipos de “riesgos” diferentes, el riesgo de exposición a renta variable y el riesgo de exposición a la divisa. La calificación de estos fondos como “moderados” no es trivial, puesto que implica una exposición a ambos tipos de riesgos superior a la de los fondos mixtos “defensivos”, e inferior a la de los fondos mixtos “agresivos”. En concreto, esta suele encontrarse en torno al 30% en ambos tipos de riesgos.

En cuanto a las regiones de inversión, al ser una categoría global, no hay restricciones. Predominan la Zona Euro y Estados Unidos, seguida de Europa – ex Euro y Asia. En lo que se refiere a sectores, las inversiones se encuentran bastante repartidas, pudiendo destacar Servicios Financieros, Consumo Defensivo y Cíclico, Industria y Tecnología. Para acabar, el índice de referencia empleado por esta categoría es el índice *Cat 50% Barclays EurAgg TR & 50% FTSE Wld TR*.

- **Renta Variable Sector Energía Alternativa y Renta Variable Sector Energía:**

En esta ocasión, se pretende elaborar una comparativa entre dos muestras de fondos que inviertan en el sector de la Energía, con la diferencia consistente en la especialización de una serie de fondos en energías alternativas, que serán los ISR. En este apartado, todos los fondos analizados serán de comercialización internacional, ya que de momento la inversión ISR especializada en energías alternativas no ha llegado a España.

En cuanto a la política de inversión de estos fondos, no presenta mayor especialización que activos financieros de renta variable en sectores relacionados con la Energía. Por ello, en caso de los ISR, los sectores que predominan son Materiales Básicos, Servicios Públicos y Consumo Cíclico, combinados con Industria y Tecnología. Las zonas geográficas de mayor frecuencia en la inversión son, una vez más, Estados Unidos y la Zona Euro. En último lugar, el índice de referencia empleado por esta categoría es el *S&P Global Clean Energy TR USD*.

Dentro de cada categoría, se clasifican los fondos en aquellos que son ISR y aquellos que no lo son. Para saber que efectivamente son fondos ISR que podemos utilizar en nuestro estudio, deberán cumplir dos condiciones básicas.

En primer lugar, debe tratarse de fondos que estén sometidos a la puntuación del Rating de Sostenibilidad de Morningstar, explicado anteriormente. La razón de esta exigencia se basa en la necesidad de descartar aquellos fondos con puntuaciones bajas, y así ceñirnos a fondos con buena puntuación en materia de responsabilidad social.

Además, debe constar en el prospecto de constitución del fondo en cuestión el mandato por el cual se impone al mismo la aplicación de las políticas de responsabilidad social. La razón de aplicar este requisito radica en que existen fondos puntuados por el Rating de Sostenibilidad que no se obligan necesariamente a cumplir con dichas políticas, lo cual les convierte en fondos No ISR.

Una vez hemos seleccionado los fondos y los mismos están clasificados, procedemos a obtener los datos históricos de su comportamiento. El estudio realizado comprende el análisis del comportamiento de los fondos durante los últimos tres años (2016 – 2018). Esto es importante, ya que en España, encontramos varios fondos ISR que han comenzado a funcionar en 2018, lo cual implica que no cuentan con una serie temporal de actividad suficiente para poder utilizarlos en nuestro estudio.

Al final, la variable en la que se centra la comparativa entre fondos es la **Rentabilidad Ajustada al Riesgo**. Para obtener la rentabilidad en cuestión, se efectúa la división entre el sumatorio anual de las rentabilidades trimestrales obtenidas por cada fondo y la volatilidad histórica del mismo. En lo que se refiere a la volatilidad, Morningstar ofrece en su base de datos el cálculo de la volatilidad anualizada, pero calculada en base a los datos históricos de los tres últimos años -período del análisis-. De esta forma, las variables empleadas en el modelo serán coincidentes en el tiempo, y por ello el estudio es coherente.

Esto es importante, ya que, mientras la rentabilidad del fondo consiste, como hemos dicho, en la rentabilidad obtenida por éste, la volatilidad histórica, como medida de riesgo de un activo financiero, consiste en la “fluctuación de la rentabilidad del activo respecto al valor de su rentabilidad esperada” (Obra colectiva, dir. López Ceballos, 2016, p.223). En consecuencia, se calcula a partir de la desviación típica de las rentabilidades históricas del fondo con respecto a la media de las rentabilidades obtenidas por el mismo.

Es posible que el análisis fuera de mayor profundidad en caso de utilizar datos trimestrales en lugar de datos anualizados, pero, si bien los datos de rentabilidad que han

obtenido los fondos se pueden encontrar fácilmente en diferentes series temporales (trimestral, semestral, anualizada...), en lo que respecta a la volatilidad, solamente se encuentra en lapsos de tiempo anual, a tres años y a cinco años. Aprovechando que la serie temporal sobre la que versa nuestro estudio es de los últimos tres ejercicios, la volatilidad utilizada es, en definitiva, la anual calculada en base a los datos históricos de los últimos tres años. En conclusión, la fórmula quedaría así:

$$\text{Rentabilidad Ajustada al Riesgo (RAR)} = \frac{\text{Sumatorio de rentabilidades trimestrales (\%)}}{\text{Volatilidad Anualizada (3 Años) (\%)}}$$

(V)

Acudiremos a bases de datos tales como Inverco, CNMV, Morningstar y Finect para poder obtener los datos necesarios. Además, se trabajará con dichos datos en Excel para poder presentarlos en forma de tablas, así como para poder elaborar gráficas que permitan visualizar de manera más intuitiva las conclusiones que se extraigan del estudio.

Cumpliendo con todo lo explicado anteriormente, los fondos de inversión que finalmente han resultado seleccionados, son:

TABLA (V): Fondos seleccionados de la primera categoría

Fondo seleccionado	Mandato ISR	Tipo	Puntuación ISR	ISIN
<b>RENDA VARIABLE GLOBAL – CAPITALIZACIÓN GRANDE</b>				
BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible ISR FI	Si	ESG	51.02	ES0125459034
Mirova Global Sustainable Equity Fund R/A (EUR)	Si	ESG	52.23	LU0914729966
BL - Sustainable Horizon A EUR Inc	Si	ESG	55.86	LU0439764860
UBS (Lux) Equity Fund - Global Sustainable (USD) (EUR)	Si	ESG	50.17	LU0401296933
Caixabank Bolsa Selección Global Premium FI	No	-	48.27	ES0138172012
Morgan Stanley Investment Funds - Global Discovery Fund A	No	-	44.73	LU1121092859
Goldman Sachs Global CORE Equity Portfolio E Acc EURClose	No	-	47.01	LU0257370246
Fidelity Funds - World Fund A Acc-EUR	No	-	49.04	LU1261432659

TABLA (VI): Fondos seleccionados de la segunda categoría

Fondo seleccionado	Mandato ISR	Tipo	Puntuación ISR	ISIN
<b>MIXTOS MODERADOS EUR – GLOBAL</b>				
Microbank Fondo Ético FI	Sí	ESG	57.62	ES0138516036
Swisscanto (LU) Portfolio Fund Responsible Ambition (EUR)	Sí	ESG	53.06	LU0161533970
JSS Sustainable Portfolio Balanced (EUR) P EUR	Sí	ESG	53.20	LU0058892943
Mi Fondo Santander Decidido S FI	No	-	-	ES0113605002
Allianz Global Investors Fund - Income and Growth A (H2-EUR)	No	-	43.39	LU0766462104
BNP Paribas B Strategy - Global Dynamic Classic Inc	No	-	49.83	BE0163305544

TABLA (VII): Fondos seleccionados de la tercera categoría

Fondo seleccionado	Mandato ISR	Tipo	Puntuación ISR	ISIN
<b>RENTA VARIABLE – SECTOR ENERGÍA</b>				
BlackRock Global Funds New Energy Fund A2 (EUR)	Sí	Medio ambiente	52.90	LU0171301533
DNB Fund Renewable Energy retail A	Sí	Medio ambiente	43.22	LU0302296149
Guinness Alternative Energy C EUR Accumulation	Sí	Medio ambiente	43.36	IE00BGHQF417
Pictet-Clean Energy I dy EUR	Sí	Medio ambiente	48.75	LU0616375167
Bankinter Eficiencia Energética Y Medioambiente R FI	No	-	52.31	ES0114806039
Schroder ISF Global Energy C Distribution GBP AV	No	-	48.63	LU0355356832
Swisscanto (LU) Equity Fund Global Energy AT EUR	No	-	46.51	LU0102843504
Investec Global Strategy Fund - Global Energy Fund A Acc EUR	No	-	48.14	LU0345780018

FUENTE: Elaboración propia

## 4.2 PRESENTACIÓN DE LOS DATOS

Antes de comenzar la exposición de los datos registrados, procedemos a explicar la manera en que los mismos se muestran. Además, se explica en este apartado la elaboración y representación de las gráficas obtenidas mediante dichos datos.

Dentro de cada categoría de fondos, se ha creado una tabla en Excel que incluye tres partes claramente diferenciadas. En la parte inferior de la tabla, encontramos los datos de la volatilidad anualizada calculada en base a los datos de los últimos 3 años (2016-2018). En el centro de la misma tabla, se sitúan las rentabilidades trimestrales obtenidas por los mismos fondos en dicho período de tiempo, contando cada año con una fila adicional que incluye el sumatorio de las rentabilidades trimestrales. Por último, encontramos en la parte superior de la tabla, la rentabilidad anual ajustada al riesgo -variable principal del estudio-.

Es decir, que en la parte superior de la tabla, se recogen los resultados de la aplicación de la fórmula a los datos registrados por los fondos en los tres ejercicios del análisis. Debe recordarse que la originalidad del trabajo gira en torno al cálculo de esta última variable y, por ello, se encuentra en la parte superior de la tabla.

Aparte de indicarse los nombres de los fondos seleccionados, también se indica cuáles son los fondos ISR y cuáles los fondos No ISR. Esta separación de los fondos entre ISR y No ISR resulta fundamental, tanto para el análisis de los datos obtenidos, como para la elaboración de las consiguientes gráficas.

En relación a las gráficas, con la intención de que las mismas muestren el comportamiento -y la tendencia- de los fondos con mayor grado de detalle, la variable representada en ellas será la rentabilidad trimestral sin ajustar al riesgo, en lugar de la rentabilidad anual. En consecuencia, su estructura es la siguiente: en el eje horizontal de abscisas (X), se representa la variable tiempo, es decir, los trimestres de cada uno de los años de estudio. Por otro lado, en el eje vertical de ordenadas (Y), se representa la variable rentabilidad trimestral obtenida por los fondos (%).

Además, dentro de cada categoría de fondos, todos los fondos ISR son representados de un color, diferente del color que representa a todos los fondos No ISR. Si bien es cierto que se pierde nitidez en la visualización del comportamiento individual de los fondos, la aportación más importante de este trabajo es, al final, la comparativa entre estos dos tipos de fondos (ISR - No ISR), además de que los datos individuales sobre el comportamiento de cada fondo se pueden encontrar en las tablas que preceden a las gráficas.

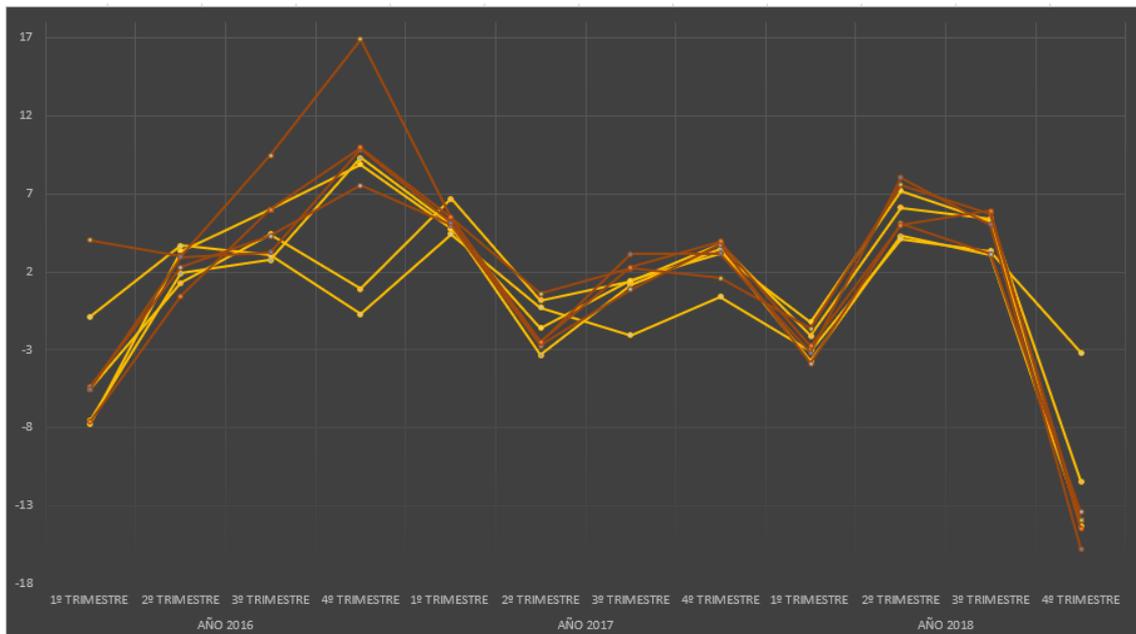
### 4.3 ANÁLISIS DE LOS DATOS

- Resultados en **Renta Variable Global – Capitalización Grande (Blend)**:

TABLA (VIII): Resultados de la primera categoría

		RENTABILIDAD AJUSTADA AL RIESGO							
		ISR				NO ISR			
		BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible ISR FI	Mirova Global Sustainable Equity Fund R/A (EUR)	BL-Sustainable Horizon A EUR Inc	UBS (Lux) Equity Fund Global Sustainable (USD) (EUR) P-dist	Caixabank Bolsa Selección Global Premium FI	Morgan Stanley Investment Funds - Global Discovery Fund A	Goldman Sachs Global CORE Equity Portfolio E Acc EURClose	Fidelity Funds - World Fund A-Acc-EUR
AÑO 2016		0,51	0,11	0,72	0,78	0,83	2,27	0,92	0,64
AÑO 2017		0,50	1,15	0,33	0,58	0,65	0,67	0,77	0,67
AÑO 2018		-0,81	-0,19	0,16	-0,23	-0,86	-0,16	-0,51	-0,46
		RENTABILIDAD SIN AJUSTAR AL RIESGO							
AÑO 2016	1º TRIMESTRE	-7,5	-5,49	-0,89	-7,74	-5,35	4,03	-5,49	-7,59
	2º TRIMESTRE	1,91	1,28	3,67	3,33	2,3	3,02	2,94	0,44
	3º TRIMESTRE	2,74	4,42	3,07	5,99	4,28	9,48	3,24	6,01
	4º TRIMESTRE	9,31	0,9	-0,71	8,87	7,53	16,93	9,86	9,96
TOTAL 2016		6,46	1,11	5,14	10,45	8,76	33,46	10,55	8,82
AÑO 2017	1º TRIMESTRE	4,99	6,7	4,4	4,76	4,98	5,47	5,15	5,49
	2º TRIMESTRE	-3,33	0,17	-0,3	-1,6	-2,73	0,6	-2,56	-2,51
	3º TRIMESTRE	1,18	1,35	-2,09	1,43	0,86	2,21	3,13	2,3
	4º TRIMESTRE	3,44	3,8	0,39	3,16	3,76	1,6	3,19	3,96
TOTAL 2017		6,28	12,02	2,4	7,75	6,87	9,88	8,91	9,24
AÑO 2018	1º TRIMESTRE	-3,72	-2,12	-3,07	-1,24	-3,87	-1,64	-3,2	-2,77
	2º TRIMESTRE	4,31	6,12	4,09	7,18	5,12	7,56	8,02	4,98
	3º TRIMESTRE	3,08	5,41	3,32	5,26	3,13	5,73	5,02	5,93
	4º TRIMESTRE	-13,96	-11,45	-3,21	-14,31	-13,42	-13,95	-15,76	-14,48
TOTAL 2018		-10,29	-2,04	1,13	-3,11	-9,04	-2,3	-5,92	-6,34
		VOLATILIDAD (3 AÑOS)							
		12,64	10,47	7,17	13,34	10,56	14,76	11,53	13,7

GRÁFICA (I): Rentabilidad sin Ajustar categoría 1



FUENTE: Elaboración propia

**Fondos ISR: Amarillo**

**Fondos NO ISR: Rojo**

En primer lugar, en lo que se refiere a los resultados obtenidos en la categoría **Renta Variable Global – Capitalización Grande (Blend)**, puede apreciarse que, la volatilidad media de esta categoría de fondos, se aproxima a un valor del 12% (11,77%). Como veremos, esta volatilidad media, se encuentra entre las volatilidades medias de las otras dos categorías. Este hecho probablemente se deba a la exposición al riesgo renta variable, sin la especialización en un sector determinado.

Más concretamente, entrando ya en la comparativa que más nos interesa, la volatilidad media de los fondos No ISR (12,64%), es superior a la de los fondos ISR (10,91%). En consecuencia, se deduce que los fondos socialmente responsables han sufrido menores variaciones en la rentabilidad obtenida con respecto a su rentabilidad esperada durante los tres últimos ejercicios.

En lo que se refiere a los datos de rentabilidad ajustada al riesgo, encontramos que fue un fondo No ISR el que obtuvo el mejor resultado en el año 2016 (2,27%, Morgan Stanley Investment Funds - Global Discovery Fund A). Sin embargo, fueron dos fondos ISR los que obtuvieron los mayores rendimientos en los años 2017 y 2018 (1,15% Mirova Global Sustainable Equity Fund R/A (EUR), y 0,16% BL - Sustainable Horizon A EUR Inc).

Con respecto a los mínimos, encontramos los peores datos en el año 2018. Hubo únicamente un fondo que registró un resultado positivo (el 0,16% del fondo BL - Sustainable Horizon A EUR Inc al que hacíamos referencia en el párrafo anterior). Entre los años 2016 y 2017, fueron mejores los datos del año 2017, si bien la totalidad de los fondos registraron rentabilidades positivas en los dos años.

Analizando también la variable rentabilidad sin ajustar al riesgo -de la cual contamos con datos trimestrales-, los fondos ISR, en el primer trimestre de 2016, registraron una media del -5,45%, mientras que la media de los fondos No ISR fue del -3,6%. Solamente un fondo, de los ocho que pertenecen a esta categoría, obtuvo un valor positivo de esta variable en este período de tiempo (4,03%, Morgan Stanley Investment Funds - Global Discovery Fund A).

En este sentido, fueron peores aún los resultados de la variable referida en el último trimestre de 2018, en el cual no solo todos los fondos obtuvieron un resultado negativo, sino que fue más negativo que el trimestre al que hacíamos referencia anteriormente. Ejemplo de ello, es el valor mínimo obtenido en este trimestre por parte del fondo Goldman Sachs Global CORE Equity Portfolio E Acc EURClose, que fue del -15,76%.

Una vez hemos destacado algunos de los datos más relevantes de la tabla, acudimos al gráfico en aras de visualizar la tendencia que han seguido los fondos de esta categoría. No obstante, cuando se habla de análisis de la tendencia que siguen los fondos, se está haciendo referencia a la similitud o diferencia en el comportamiento de los dos tipos de fondos (ISR-No ISR) entre sí. Para ello, tendremos que acudir a la gráfica, donde la tendencia se aprecia con mucha claridad.

Pues bien, en lo que se refiere al comportamiento de los dos tipos de fondos, observamos que, las líneas que reflejan la rentabilidad de los fondos ISR y de los fondos No ISR, quedan solapadas en la mayor parte de su recorrido, lo cual significa que ambos tipos de fondos han mantenido un comportamiento similar a lo largo de los tres años en los que se han recogido los datos.

El mejor ejemplo de lo que se afirma en el párrafo anterior, lo encontramos en el comportamiento de los fondos a lo largo del año 2018, año en el que el solapamiento es prácticamente absoluto por parte de los ocho fondos que forman parte de esta categoría. Es más, la tendencia es similar para los ocho fondos, incluso cuando la misma cambia. Prueba de ello es, tal y como se ve en la gráfica, que la tendencia se muestra alcista para todos los fondos a partir del primer trimestre de 2018, y bajista durante los dos últimos trimestres de este mismo año.

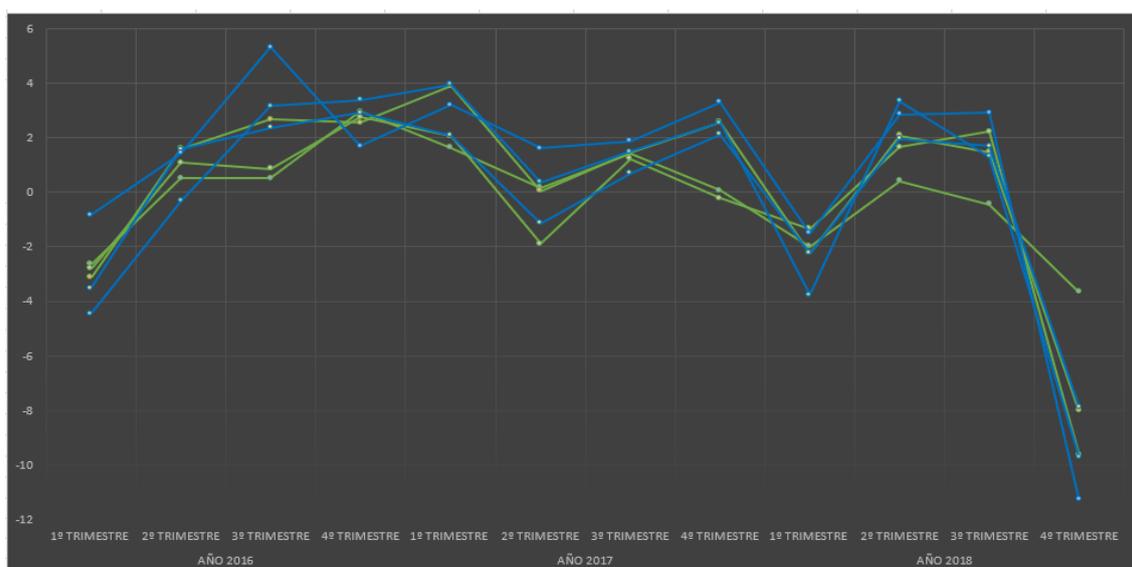
Por destacar un periodo en el que la tendencia entre tipos de fondos fue algo dispar, encontramos que, en el último trimestre del año 2016, mientras la totalidad de fondos No ISR mostró una tendencia alcista, dos de los cuatro fondos ISR registraron una caída en su rentabilidad. No obstante, en este mismo periodo de disparidad, la gráfica de los otros dos fondos ISR se solapa con la de los fondos No ISR, registrando un comportamiento similar.

- Resultados en **Mixtos Moderados EUR – Global:**

TABLA (IX): Resultados segunda categoría

		RENTABILIDAD AJUSTADA AL RIESGO					
		ISR			NO ISR		
		Microbank Fondo Ético FI	Swisscanto (LU) Portfolio Fund Responsible Ambition (EUR) AA EUR	JSS Sustainable Portfolio - Balanced (EUR) P EUR dist	Mi Fondo Santander Decidido S FI	Allianz Global Investors Fund - Allianz Income and Growth A (H2-EUR)	BNP Paribas B Strategy - Global Dynamic Classic Inc
AÑO 2016		0,35	0,58	0,30	0,58	0,97	0,23
AÑO 2017		0,87	1,25	0,18	0,65	1,27	1,09
AÑO 2018		-1,52	-1,06	-1,14	-1,13	-0,90	-1,16
		RENTABILIDAD SIN AJUSTAR AL RIESGO					
AÑO 2016	1º TRIMESTRE	-2,64	-3,14	-2,81	-3,52	-0,83	-4,46
	2º TRIMESTRE	0,5	1,58	1,07	1,57	1,42	-0,32
	3º TRIMESTRE	0,5	2,67	0,85	2,35	5,32	3,16
	4º TRIMESTRE	2,94	2,55	2,75	2,91	1,68	3,38
TOTAL 2016		1,3	3,66	1,86	3,31	7,59	1,76
AÑO 2017	1º TRIMESTRE	1,62	3,88	2,05	2,07	3,19	3,94
	2º TRIMESTRE	0,17	0,04	-1,9	-1,13	1,61	0,36
	3º TRIMESTRE	1,4	1,45	1,22	0,69	1,87	1,48
	4º TRIMESTRE	0,07	2,57	-0,23	2,11	3,3	2,55
TOTAL 2017		3,26	7,94	1,14	3,74	9,97	8,33
AÑO 2018	1º TRIMESTRE	-2	-2,24	-1,35	-2,24	-1,5	-3,76
	2º TRIMESTRE	0,41	2,07	1,65	1,95	2,84	3,33
	3º TRIMESTRE	-0,44	1,46	2,22	1,68	2,9	1,3
	4º TRIMESTRE	-3,66	-8,01	-9,62	-7,88	-11,28	-9,71
TOTAL 2018		-5,69	-6,72	-7,1	-6,49	-7,04	-8,84
		VOLATILIDAD (3 AÑOS)					
		3,74	6,33	6,21	5,74	7,84	7,62

GRÁFICA (II): Rentabilidad sin Ajustar categoría 2



FUENTE: Elaboración propia

**Fondos ISR: Verde**

**Fondos NO ISR: Azul**

En segundo lugar, los resultados en la categoría **Mixtos Moderados EUR – Global**, reflejan, tal y como su propio nombre indica, que se trata por lo general de una categoría menos volátil que la anterior. De hecho, es la menos volátil de las tres, con una volatilidad media que gira en torno al 6% (6,25%).

Además, encontramos una primera similitud con respecto a la primera categoría, en la comparación de volatilidades medias entre fondos ISR y No ISR. En concreto, resulta que la volatilidad media de los fondos ISR (5,43%), vuelve a ser inferior que la volatilidad media de los fondos No ISR (7,07%), lo que implica menores desviaciones de la rentabilidad obtenida con respecto a la rentabilidad esperada.

Entrando ya en los datos de rentabilidad ajustada al riesgo, en esta categoría sucede algo que no sucedía en la anterior, y es que en los tres ejercicios del estudio, el máximo de rentabilidad es obtenido por fondos No ISR. De hecho, es el fondo Allianz Global Investors Fund - Income and Growth A (H2-EUR) el que obtiene los mejores resultados en los tres años de análisis.

Concretamente, en 2016, la rentabilidad registrada por este fondo, fue del 0,97%. En este año, si bien no se registraron rentabilidades negativas, ninguna fue superior al 1%. Continuando con 2017, la rentabilidad de este fondo fue del 1,27%. En esta ocasión, este fondo no fue el único que superó el 1% de rentabilidad ajustada al riesgo, pero sí el fondo que registra el mejor resultado del año. Por último, puede observarse que, en 2018, todos los fondos obtuvieron valores negativos de rentabilidad, siendo el resultado de este fondo el menos negativo (-0,9%).

Por último, en relación con la rentabilidad sin ajustar al riesgo, destacamos también algunos datos relevantes. Los mínimos absolutos registrados por esta variable, se hallan en el último trimestre de 2018. Este fenómeno se repite en el resto de categorías, de lo que se puede deducir que, en dicho trimestre, se han recogido los peores resultados de los últimos tres años de la mayor parte de los activos financieros del mercado. En esta categoría, vemos que el primer trimestre de 2016 no se han registrado rentabilidades de los fondos especialmente negativas, ya que, en otros trimestres, podemos observar un comportamiento similar -como puede ser el primer trimestre de 2018-.

Con ánimo de destacar algunos períodos en los que se hayan registrado mínimos relativos, destaca en primer lugar el segundo trimestre de 2017, en el que podemos apreciar una caída en las rentabilidades de los fondos. El peor resultado registrado en este período temporal, fue del -1,9%, obtenido por el fondo ISR JSS Sustainable Portfolio - Balanced (EUR) P EUR. A continuación, le sigue un resultado negativo del -1,13%,

obtenido por el fondo No ISR Mi Fondo Santander Decidido S FI.

Otro período del análisis con las mismas características que las del párrafo anterior, es el primer trimestre de 2018, en el que puede observarse que los seis fondos que forman parte de esta categoría, obtuvieron pérdidas, ya fueran ISR o No ISR. Si bien el fondo que acumuló mayores pérdidas fue un fondo No ISR (-3,76%, BNP Paribas B Strategy - Global Dynamic Classic Inc), de los dos que le siguen uno es ISR y otro No ISR (-2,24% para los dos, Swisscanto (LU) Portfolio Fund Responsible Ambition (EUR) y Mi Fondo Santander Decidido S FI).

Para concluir con esta categoría, es necesario hacer el análisis de la tendencia general que han ido siguiendo los dos tipos de fondos a lo largo de estos tres años. Una vez más, acudiremos a la gráfica obtenida a partir de los resultados, ya que es en esta donde mejor se ve la tendencia de la que hablamos.

Si en la categoría anterior hablábamos de solapamiento entre las gráficas de los fondos, al observar las que se dibujan en esta categoría, podemos afirmar que el solapamiento es aún mayor. Este fenómeno, probablemente se produzca debido a la baja volatilidad que, en general, han registrado los fondos de esta categoría.

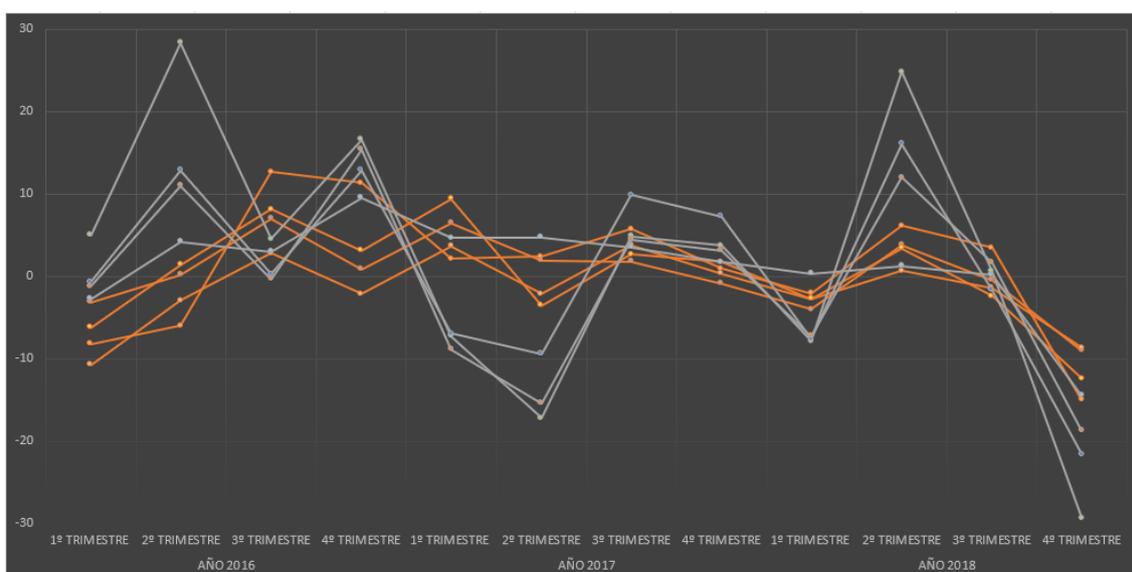
Por destacar algún elemento de disparidad entre el comportamiento de los dos tipos de fondos, en determinadas ocasiones puede haber desfases temporales. Un ejemplo de ello, lo encontramos en el máximo que registran los fondos No ISR en el tercer trimestre de 2016, el cual es repetido por los fondos ISR en el siguiente trimestre del mismo año.

- Resultados en **Renta Variable Sector Energía Alternativa:**

TABLA (X): Resultados tercera categoría

		RENTABILIDAD AJUSTADA AL RIESGO							
		ISR				NO ISR			
		BlackRock Global Funds - New Energy Fund A2 (EUR)	DNB Fund Renewable Energy retail A	Guinness Alternative Energy C EUR Accumulatio n	Pictet-Clean Energy I dy EUR	Bankinter Eficiencia Energética Y Medioambi ente R FI	Schroder ISF Global Energy C Distribution GBP AV	Swisscanto (LU) Equity Fund Global Energy AT EUR	Investec Global Strategy Fund Global Energy Fund A Acc EUR
AÑO 2016		0,23	0,54	-0,85	0,53	1,19	1,69	1,39	1,16
AÑO 2017		0,45	0,62	0,36	0,85	1,25	-0,50	0,04	-0,78
AÑO 2018		-0,47	-0,43	-0,79	-1,19	-1,09	-0,37	-0,82	-0,58
		RENTABILIDAD SIN AJUSTAR AL RIESGO							
AÑO 2016	1º TRIMESTRE	-3,17	-8,19	-10,78	-6,23	-2,74	4,95	-0,67	-1,21
	2º TRIMESTRE	0,15	-6,01	-2,93	1,37	4,19	28,34	12,85	10,96
	3º TRIMESTRE	6,97	12,62	2,79	8,13	2,96	4,54	0,26	-0,37
	4º TRIMESTRE	0,83	11,29	-2,18	3,12	9,49	16,61	12,83	15,38
TOTAL 2016		4,78	9,71	-13,1	6,39	13,9	54,44	25,27	24,76
AÑO 2017	1º TRIMESTRE	6,46	2,14	3,67	9,38	4,62	-7,31	-6,98	-8,92
	2º TRIMESTRE	1,94	2,37	-2,17	-3,55	4,71	-17,21	-9,43	-15,43
	3º TRIMESTRE	1,77	5,73	3,78	2,67	3,49	4,85	9,88	4,48
	4º TRIMESTRE	-0,87	0,91	0,29	1,7	1,74	3,69	7,22	3,09
TOTAL 2017		9,3	11,15	5,57	10,2	14,56	-15,98	0,69	-16,78
AÑO 2018	1º TRIMESTRE	-4,02	-2,12	-2,73	-2,76	0,33	-7,91	-7,63	-7,26
	2º TRIMESTRE	3,8	6,11	0,67	3,41	1,27	24,79	16,03	12
	3º TRIMESTRE	-0,5	3,43	-1,43	-2,44	0,18	0,58	-1,72	1,68
	4º TRIMESTRE	-9	-15,05	-8,71	-12,42	-14,5	-29,36	-21,63	-18,79
TOTAL 2018		-9,72	-7,63	-12,2	-14,21	-12,72	-11,9	-14,95	-12,37
		VOLATILIDAD (3 AÑOS)							
		20,47	17,95	15,4	11,96	11,67	32,17	18,14	21,38

GRÁFICA (III): Rentabilidad sin Ajustar categoría 3



FUENTE: Elaboración propia

**Fondos ISR: Naranja**

**Fondos NO ISR: Gris**

En tercer y último lugar, deben exponerse los resultados obtenidos en la comparación entre las categorías **Renta Variable Sector Energía Alternativa** y **Renta Variable Sector Energía**. Para comenzar, destaca el hecho de que los fondos seleccionados para representar esta categoría, cuentan con los mayores registros de volatilidad del estudio.

La justificación más lógica para ello, consiste en que no solo son fondos que se encuentran expuestos al riesgo renta variable, sino que, además, es renta variable especializada en dos sectores determinados. Si bien el sector de la energía cuenta con un mayor recorrido en materia de inversión, podemos definir el sector de las energías renovables, dentro del ámbito de la inversión, como un sector “emergente”, o incluso “de nueva creación”.

Entrando ya en el análisis de los datos recogidos, apreciamos en primer lugar, en línea con lo dicho en el párrafo anterior, que la volatilidad media de esta categoría de fondos es la superior de las tres categorías, llegando a ser casi del 19% (18,65%). Tal y como ha sucedido en las otras dos categorías anteriores, mientras que la volatilidad media de los fondos ISR ha sido del 16,45%, la de los fondos No ISR ha sido del 20,84%.

Esto es así, debido a que los máximos y mínimos valores utilizados, afectan al cálculo de la media de cualquier variable. En este caso, el fondo Schroder ISF Global Energy C Distribution GBP AV, ha registrado una volatilidad del 32,17% en los últimos tres años, valor muy superior a la de cualquier otro fondo de los 22 que conforman el estudio.

Ya en relación a la rentabilidad ajustada al riesgo, en los tres años del estudio, fueron fondos No ISR los que obtuvieron mejores resultados (1,69% Schroder ISF Global Energy C Distribution GBP AV, 1,25% Bankinter Eficiencia Energética Y Medioambiente R FI y, por último, -0,37% Schroder ISF Global Energy C Distribution GBP AV). Destaca el dato del año 2018, en el que el mejor resultado fue el menos negativo, ya que todos los fondos obtuvieron resultados negativos. En consecuencia, este es el año en el que se registran los peores resultados.

En lo que se refiere a la tendencia que han ido siguiendo los fondos de esta categoría, basta con acudir a la gráfica para poder visualizar que, en esta categoría, son los fondos No ISR los que alcanzan los máximos y los mínimos de mayor valor, fluctuando su rentabilidad de manera más agresiva que la de los fondos ISR. Sin embargo, puede apreciarse que la gráfica de los fondos ISR es mucho más plana que la de los fondos No ISR.

Esta es, claramente, la categoría en la que menos se solapan las gráficas de los dos tipos de fondos, lo que implica que han seguido tendencias completamente distintas en

términos de rentabilidad sin ajustar al riesgo.

Como ejemplo de lo anterior, destaca el intervalo que va, desde el cuarto trimestre del año 2016, hasta el segundo trimestre de 2017. En este período de tiempo, mientras las gráficas de los fondos ISR suben y bajan ligeramente, llegando al mismo punto del que partieron, puede observarse que las gráficas de los fondos No ISR solamente caen en picado, siguiendo una fuerte tendencia bajista. De hecho, en este segundo trimestre de 2017, los fondos No ISR obtienen los mínimos relativos a lo largo de los tres años.

Otro ejemplo, ahora en sentido contrario, se da en la evolución de los fondos entre los dos primeros trimestres del año 2018. Así, puede observarse cómo las gráficas de los fondos No ISR sigue una fuerte tendencia alcista -llegando a máximos relativos-, mientras la evolución de los fondos ISR se mantiene prácticamente en línea recta.

## 5. CONCLUSIONES

Para poder exponer las conclusiones a las que hemos llegado en este trabajo, es importante recuperar el objetivo principal del mismo. Así, lo que se plantea al principio del mismo, consiste en saber si, las limitaciones que los fondos ISR se imponen a sí mismos a la hora de seleccionar aquellas inversiones socialmente responsables, suponen una merma en la rentabilidad de los propios fondos. Antes de proceder a responder a la cuestión planteada, debe hacerse un recorrido por el desarrollo del trabajo, lo cual nos conducirá a una conclusión final sólida.

Para poder comprender en qué consisten los fondos de inversión socialmente responsable, se considera necesario partir del conocimiento de la naturaleza de los fondos como vehículos de inversión, así como de los principales agentes que componen su estructura.

Como consecuencia del estudio previo de los fondos de inversión, extraemos una primera conclusión sobre la inversión ISR. Definimos este tipo de fondos como mecanismos de inversión mediante los cuales, los inversores -o futuros partícipes de dichos fondos-, exigen a quienes los van a gestionar, la aplicación de una serie de criterios a la hora de seleccionar los activos en los que colocar el patrimonio que gestionan, propiedad de los partícipes o inversores.

Es importante el matiz que se pretende mostrar en nuestra definición, que consiste en que, tanto el inversor como el gestor, son plenamente conscientes de que se trata de un fondo socialmente responsable. Dicho con otras palabras, el inversor decide invertir en un fondo ISR determinado porque le permite trasladar una preocupación personal a sus inversiones, a la vez que el gestor se compromete a, una vez proceda a gestionar el fondo, invertir en activos que cumplan con los criterios fijados en la constitución del mismo.

En relación a qué criterios concretos se emplean para poder denominar la inversión como “socialmente responsable”, estos se agrupan en un conjunto de preocupaciones sociales de carácter ético tales como la sostenibilidad del medio ambiente, el buen gobierno corporativo y la sostenibilidad económica.

Por último, en aras de una comprensión más profunda sobre este tipo de fondos, nos hemos apoyado en el método de elaboración de un índice que puntúa a los fondos sobre su compromiso con la responsabilidad social de sus inversiones. En lo que se refiere a este índice, se extraen dos relevantes conclusiones.

En primer lugar, que cada categoría de fondos tiene su propia horquilla típica de valores, por lo que una puntuación será alta o baja en función de la categoría a la que pertenezca el fondo del que se trate. Por otro lado, resulta curioso que existan no pocos fondos sometidos a puntuación a pesar de que no cuentan con un verdadero compromiso de responsabilidad social en su prospecto de constitución. En este trabajo, los hemos considerado como fondos No ISR.

Una vez hemos podido llegar a la definición del concepto de inversión socialmente responsable, procedemos a establecer las principales conclusiones acerca de la viabilidad de la misma. Además, apoyándonos en el análisis efectuado sobre los datos registrados por los fondos, se extraen las principales conclusiones sobre la comparativa entre fondos ISR y fondos No ISR.

En primer lugar, podemos observar que, en términos de volatilidad media, los fondos ISR han registrado valores más bajos que los de los fondos No ISR. Este patrón se ha cumplido en las tres categorías sometidas a análisis. En consecuencia, podemos afirmar que, en el desarrollo de los ejercicios 2016 - 2018, los fondos ISR han sufrido menores fluctuaciones que los fondos No ISR en su rentabilidad obtenida con respecto a su rentabilidad esperada.

En términos de rentabilidad, tal y como puede observarse en las tres gráficas, los peores resultados de los fondos se registraron en el primer trimestre de 2016, y en el último de 2018. Con respecto a los mejores trimestres, estos se concentran entre el último trimestre de 2016 y el primero de 2017.

Ahora bien, en relación a los máximos y mínimos de rentabilidad, han sido, en general, alcanzados indistintamente por fondos ISR y No ISR. Solo en la categoría que compara el sector de energía (No ISR) con el sector de energía alternativa (ISR), han sido los fondos No ISR quienes han alcanzado tanto máximos como mínimos, probablemente debido a su elevada volatilidad.

En la siguiente tabla, puede observarse para cada una de las categorías analizadas, la comparación entre los promedios de las rentabilidades acumuladas -a lo largo del periodo completo analizado- por los fondos ISR y No ISR de dicha categoría.

TABLA (XI): Rentabilidad media por categoría y tipo de fondo

	RENTABILIDAD MEDIA		
	CATEGORÍA I	CATEGORÍA II	CATEGORÍA III
ISR	0.90	-0.06	-0.03
NO ISR	1.36	0.53	0.64
DIFERENCIA	-0.46	-0.60	-0.68

FUENTE: Elaboración propia

En las tres categorías estudiadas, se repite el mismo patrón: en promedio, los fondos ISR han obtenido unas rentabilidades acumuladas inferiores a las de los No ISR. Si bien las diferencias cuantitativas no son de una cuantía elevada (alrededor de medio punto porcentual acumulado en tres años), el estudio parece confirmar lo que a nivel teórico parece presumible: que la introducción de restricciones a la libre decisión de los gestores, y la consideración de variables diferentes a la rentabilidad, produce una pérdida de capacidad en la optimización de dicha rentabilidad.

La amplitud de la muestra del presente estudio cuantitativo no permite la medición precisa de este gap, si bien parece confirmar su existencia. Adicionalmente, se refiere a un periodo determinado y a un conjunto de inversiones que no representan el conjunto del mercado de inversión colectiva.

Por otra parte, los órdenes de magnitud presentados por esta diferencia pueden hacer que sean considerados por determinados inversores como asumibles, a cambio de su respeto a los valores personales con que se identifican. Podríamos resumir esta conclusión en que la responsabilidad social, tal y como postulábamos teóricamente, tiene un precio. Y que dicho precio está en órdenes asumibles por inversores, en la misma medida que los asumen a cambio de -por ejemplo- limitar sus riesgos.

Por último, en lo que respecta al análisis de la tendencia seguida por los fondos, podemos extraer varias conclusiones. En primer lugar, las dos primeras categorías de fondos, han registrado un comportamiento similar a lo largo de los tres años.

La manera de comprobar la similitud en el comportamiento de los fondos consiste, tal y como se explica en el análisis de los datos, en el solapamiento de las gráficas de prácticamente todos los fondos a lo largo de los tres años. Además, tal y como acaba de mostrarse, la diferencia en los promedios de rentabilidad acumulada en las tres categorías, a lo largo de los tres años de estudio, ha sido de aproximadamente el 0.5%.

En consecuencia, en aquellos momentos en los que la tendencia se ha mostrado alcista, tanto los fondos ISR como los No ISR han respondido a dicha tendencia, igual que en aquellos momentos de tendencia bajista.

En cambio, en la categoría de fondos que compara los sectores de energía y energía variable, sí podemos observar la disparidad entre el comportamiento de los fondos ISR y los No ISR. Si acudimos a las gráficas que estos fondos dibujan, puede apreciarse que estas apenas se solapan. Es más, puede verse que las gráficas se solapan por tipos de fondos, de manera que los ISR siguen su propia tendencia, diferente de la de los No ISR.

Con el fin de concluir el trabajo y resolver la cuestión que le da origen, la principal conclusión que se puede extraer de los párrafos anteriores es que, tal y como se planteaba al principio del trabajo, la responsabilidad social aplicada a las inversiones, tiene un precio. La consecuencia de la aplicación de restricciones que limitan la libertad de los gestores de los fondos ISR a la hora de elegir los activos en los que invertir. En definitiva, los fondos ISR, han demostrado ser menos volátiles que los fondos No ISR, pero también menos rentables, debido a las limitaciones en la optimización de las inversiones.

Ahora bien, tal y como venimos diciendo, parece que la pérdida de rentabilidad que sufren los fondos ISR, en comparación con los fondos No ISR, es de poca cuantía. Por tanto, puede decirse que esta pérdida es asumible para el inversor. Dependerá del criterio personal del inversor el querer asumir este precio o no, sabiendo que se paga a cambio de que sus inversiones se centren en el cumplimiento de requisitos que le preocupen desde el punto de vista ético.

Dicho con otras palabras, este trabajo concluye con la siguiente afirmación: **existe la posibilidad de que los inversores puedan añadir preferencias personales de carácter ético a sus inversiones, con una merma de rentabilidad que, por ser pequeña, resulta asumible. Dicha merma, deriva de las limitaciones impuestas por los propios fondos ISR en la selección de sus activos financieros.**

## 6. REFERENCIAS

- Abad, E y Valls, M.C. (2018). “Análisis estratégico de la banca ética en España a través de Triodos Bank. Financiación de proyectos sociales y medioambientales”, *CIRIEC - España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa* 92 (87-120).
- Bilbao, A., Arenas, M.M., Rodríguez, M.V. y Cañal, V. (2009). Selección de Carteras de Fondos de Inversión Socialmente Responsables mediante Programación por Metas con Tecnología Difusa, *Revista Electrónica de Comunicaciones y Trabajos de ASEPUMA n° 10*, 29-57.
- Cañal, V. y Pérez, B. M., Rodríguez, M. V., Bilbao, A. y Arenas, M. (2009). Inversión Socialmente Responsable. *Grupo de Decisión Multicriterio de la Universidad de Oviedo*.
- Chen, Y., Cliff, M., y Zhao, H. (2017). Hedge Funds: The Good, the Bad, and the Lucky. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 53(3), 1081–1109.
- Chacón, F. C. (2014). Las actividades de administración, gestión, distribución y custodia en los fondos de inversión colectiva a la luz de los decretos 1242 y 1243 de 2013. *Revista de Derecho Privado*, (51), 1–32.
- DIRECTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.
- Gosselin, T. (2006). *Inversión Socialmente Responsable. La gestión del riesgo y la calificación de criterios RSE*. FORÉTICA, Madrid, España.
- Larriaga, P., y Peña, I. (2008). *Conocer los productos de inversión financiera en España. Tipos de fondos y sociedades de inversión, fondos de gestión alternativa, análisis y selección*. Bresca Editorial, Barcelona, España.

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

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

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

Mardomingo, J. (2001). Las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero, *Lecciones de derecho bancario y bursátil*. Disponible en: [https://www.cuatrecasas.com/media\\_repository/docs/esp/las\\_instituciones\\_de\\_inversion\\_colectiva\\_de\\_caracter\\_financiero\\_187.pdf](https://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/las_instituciones_de_inversion_colectiva_de_caracter_financiero_187.pdf) [consulta: 21/03/2019].

Morningstar (2016). *Morningstar Sustainability Rating*. Recuperado de: <http://corporate1.morningstar.com/Morningstar-Sustainability-Rating-Methodology-2/> [consulta: 23/01/2019].

Obra colectiva (dir. López Zaballos, J.M.) (2016). *Programa Superior de Gestión Patrimonial Nivel I*, Escuela FEF, Madrid, España.

Sorarrain, A., y Valor, C. (2009). ¿Son éticas las inversiones éticas? Propuesta de un modelo de idoneidad ética para la inversión socialmente responsable y aplicación a los fondos españoles. (Are Ethical Investments Ethical? A Proposal for an Ethical Suitability Model for Socially Responsible Investment and Its Application to Spanish Funds. With English summary.). *CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, (66), 165–185.

Verheyden, T., Eccles, R. G., y Feiner, A. (2016). ESG for All? The Impact of ESG Screening on Return, Risk, and Diversification. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 47–55.