

UNIVERSIDAD DE LA LAGUNA

FACULTAD DE ECONOMÍA, EMPRESA Y TURISMO

Fondos de Inversión Socialmente Responsables.

Socially Responsible Investment Funds.

Grado de Contabilidad y Finanzas.

Curso 2015/2016

Autora: Jenny Henríquez Medina

Junio 2016

Resumen.

La finalidad de este trabajo de fin de grado es dar a conocer los fondos de inversión socialmente responsables (ISR) como alternativa de inversión. Con este tipo de inversión, además de obtener rentabilidad por sus ahorros, los inversores tienen la posibilidad de contribuir indirectamente con la sociedad y su entorno, dado que las empresas en que invierten estos fondos mantienen políticas de sostenibilidad medioambiental, económica y social.

Para demostrar que este tipo de inversión es también rentable, se han seleccionado un conjunto de fondos de ISR españoles y analizamos sus resultados en términos de rentabilidad y riesgo en los últimos años comparándolos con la obtenida en media por el mercado español, medido a través del índice bursátil de referencia, el IBEX 35. Además, se han generado utilizando los fondos analizados carteras eficientes de mínimo riesgo y se ha comparado el resultado de la misma con la inversión en el mercado.

Palabras Clave

Fondos de Inversión, Inversión Socialmente Responsable, Riesgo, Rentabilidad.

Summary

The goal of this final degree project is to publicize socially responsible investment funds (SRI) as an alternative investment. With this type of investment, besides achieving profitability from their savings, investors are able to indirectly contribute to society and their environment, because the enterprises they invest in keep sustainable policies with regard to the environment, the economy and the society.

In order to demonstrate that this kind of investment is also profitable, a set of Spanish SRI funds have been selected. Then, we analyzed their results in terms of profitability and risk throughout the last years, comparing those to the average in the Spanish market as assessed by the IBEX 35, the reference stock market index. Moreover, from the analyzed funds, we created minimum risk efficient portfolios, and the result has been compared to the market investment.

Keywords

Investment funds, socially responsible investment, risk, profitability.

Índice de Contenidos.

1. Introducción.....	5
2. Los fondos de inversión.	5
2.1. Historia.....	5
2.2 Evolución de los fondos de inversión.	6
2.3. Elementos que forman un fondo de inversión.	6
2.4. Valor patrimonial y rentabilidad de un fondo de inversión.	7
2.5. Riesgo de los fondos de inversión.	8
2.6. Perfil del inversor.....	9
2.7. Tipos de fondo de inversión.....	10
3. Los fondos de ISR.	11
3.1. Historia.....	11
3.2. Estructura de un fondo de ISR.	11
4. Análisis de los fondos de ISR en España.....	11
4.1. Listado de los principales fondos de ISR en España.	11
4.2. Rentabilidad y riesgo de los fondos a analizar.	13
4.3. Análisis a través del método performance.....	14
4.3.1. Sharpe.....	15
4.3.2. Modigliani.	17
4.4. Cartera de fondos de ISR.	19
4.5. Análisis a nivel Europeo.....	24
5. Conclusiones.	27
6. Bibliografía	28

Índice de Tablas.

Tabla 1. Tipos de gravamen en 2016 para plusvalías en Fondos de Inversión.....	7
Tabla 2. Listado de fondos de ISR españoles.....	12
Tabla 3. Listado de fondos de ISR españoles que vamos a analizar.....	13
Tabla 4. Rentabilidad (%) de los fondos.....	13
Tabla 5. Riesgo (%) de los fondos.....	14
Tabla 6. Resultados obtenidos del ratio de Sharpe.....	15
Tabla 7. Resultados obtenidos del ratio de Modigliani.....	17
Tabla 8. Proporciones necesarias de para la formación de una cartera eficiente.....	20
Tabla 9. Rentabilidad/Riesgo de las carteras de fondos y del mercado.....	21
Tabla 10. Resultados del ratio de Sharpe para la cartera de fondos y para el mercado.....	22

Índice de Gráficas.

Gráfica 1. Ratio de Sharpe.....	16
Gráfica 2. Ratio de Modigliani.....	18
Gráfica 3. Índice de Sharpe para la cartera de fondos y para el mercado.....	23
Gráfica 4. Rating de estrellas Morningstar, Fondos No ISR vs ISR.....	24
Gráfica 5. Rating por riesgo, Fondos No ISR vs ISR.....	25
Gráfica 6. Rating de rentabilidad, Fondos No ISR vs ISR.....	26
Gráfica 7. Nivel de comisiones, Fondos No ISR vs ISR.....	27

Índice de Figuras.

Figura 1. Tipos de Fondos de Inversión.....	10
---	----

1. INTRODUCCIÓN.

El tema escogido ha sido consecuencia de querer saber más sobre los fondos de inversión y el funcionamiento de estos, para posteriormente mostrar la posibilidad de invertir en empresas con compromisos sociales y medioambientales a través de este tipo de productos de inversión diversificada.

A lo largo de este trabajo estudiaremos los fondos de inversión, cómo surgen, qué son y cómo funcionan, para posteriormente centrarnos en aquellos fondos de inversión denominados socialmente responsables que se han creado en España. Con este trabajo se pretende dar a conocer al sector empresarial y también a los pequeños inversores la posibilidad de realizar inversiones socialmente responsables, que son tan rentables como cualquiera otra inversión, incluso como veremos a lo largo del trabajo, proporcionan una rentabilidad ajustada al riesgo superior a la de otro tipo de inversiones equivalentes. Además de obtener un beneficio de nuestra inversión estamos contribuyendo con la sociedad y con nuestro entorno al decantarnos por este tipo de productos.

La realidad es que los inversores cada vez están más concienciados con el tema de la responsabilidad de sus inversiones, por ello, la tendencia de los fondos de inversión socialmente responsable es creciente, tanto en el mundo empresarial, como a nivel de inversor particular, donde se espera que siga creciendo su concienciación (Jiménez, 2016).

2. LOS FONDOS DE INVERSIÓN.

2.1. HISTORIA.

Los fondos de inversión iniciaron su andadura en España durante la década de los ochenta. Desde entonces, se han configurado como uno de los productos preferidos por los inversores españoles. A pesar de las fluctuaciones de los mercados y de las sucesivas reformas fiscales, los fondos han mantenido su atractivo como destino preferente del ahorro familiar, hasta constituir un mercado maduro y preparado para afrontar nuevos retos (Balaguer, 2007).

Los fondos de inversión están formados por instituciones de inversión colectiva (IIC) que son las encargadas de captar los fondos para gestionarlos e invertirlos de forma conjunta, siempre siguiendo los requisitos establecidos en la **Ley 35/2003, de 4 de noviembre**¹, de Instituciones de Inversión Colectiva. Las IIC pueden adoptar dos formas, la de Sociedad de Inversión o la de Fondo de Inversión, quedando restringida su actividad a lo dispuesto en la Ley.

Los fondos de inversión no tienen personalidad jurídica y el rendimiento individual del inversor es consecuencia del resultado obtenido por todo el colectivo de inversores que participan en dicho fondo. Las aportaciones de los partícipes se pueden invertir en distintos instrumentos financieros o no financieros, englobando desde la renta fija, acciones o derivados hasta inmuebles u obras de arte.

¹Modificada por Ley 31/2011, de 4 de octubre. Toda la normativa relacionada con IIC se encuentra en el apartado de Disposiciones Generales de la CNMV

2.2. EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN.

Durante los últimos años, la economía española ha estado atravesando un grave período de recesión económica, acentuada por los casos de corrupción política, la burbuja inmobiliaria y la mala gestión del sistema financiero. Esta situación ha desembocado en grandes tasas de desempleo y el surgimiento de movimientos sociales en contra del gobierno y del sistema económico.

El mercado financiero ha sido uno de los más afectados, debido a la pérdida de poder adquisitivo que ha sufrido la población. Por ello muchas familias han optado por apostar por activos más seguros, aquellos que den alguna garantía, es decir, invirtiendo en productos de renta fija.

La mentalidad de la sociedad ha ido cambiando y se han concienciado más con respecto a los derechos humanos y laborales, con el medioambiente y su cuidado y con las relaciones entre las personas y la igualdad de oportunidades. La población refleja una tendencia creciente sobre las inversiones responsables, en cualquier tipo de producto o activo, señala Fernando Luque, Senior Financial Editor de Morningstar.

El producto a estudiar a lo largo de este trabajo son los fondos de inversión, los cuales se encuentran en una situación delicada, sobre todo aquellos gestionados por grandes gestoras, a las que se quiere aplicar normas acorde a su riesgo. Esta iniciativa del organismo comisionado por el G20 pretende aportar estabilidad financiera a nivel mundial, por ello han establecido unas recomendaciones regulatorias para afrontar las debilidades estructurales en la gestión de activos. Estas propuestas regulatorias se testarán primero en una consulta pública al sector y a final de año se espera poder emitir el documento final.

La principal preocupación sobre este tipo de productos para el Consejo de Estabilidad Financiera es la liquidez de los fondos de inversión. La estabilidad financiera mundial puede tambalearse debido a las peticiones de reembolso por parte de los inversores y la dificultad que puedan tener los fondos para hacer frente a estas peticiones por la falta de liquidez. Para evitar esta situación se están teniendo en cuenta varias opciones, el establecimiento de comisiones por la solicitud de reembolso que deben asumir los inversores o exigir grandes márgenes de liquidez a los fondos dependiendo de los tipos de activos en los que invierta.

Este tipo de inversión no deja de ser atractiva para aquellos inversores que posean cualquier perfil, debido a la variedad de las políticas de inversión que siguen los fondos. Se está fomentando la integración de criterios ambientales, sociales, y de buen gobierno corporativo en las políticas de inversión en España, lo que atrae a grandes inversores que quieren cuidar su imagen y a las pequeñas familias que invierten sus ahorros. Por eso este tipo de producto está experimentando un crecimiento dentro de la economía española, y por ello vamos a estudiar los fondos de inversión socialmente responsables y sus características (Abril, 2016).

2.3. ELEMENTOS QUE FORMAN UN FONDO DE INVERSIÓN.

La falta de personalidad jurídica de los fondos, obliga a realizar sus gestiones y representación a través de la sociedad gestora, que es uno de los elementos que forman un fondo de inversión, además de la entidad depositaria, las participaciones y los partícipes.

La sociedad gestora es un elemento fundamental para el correcto funcionamiento de un fondo, ya que es la encargada de gestionar y administrar el fondo sin ser la propietaria, decide la

política de inversión siempre atendiendo al reglamento del fondo y a la normativa vigente que le pueda afectar. Está obligada a remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) toda la información acerca de la evolución y el funcionamiento del fondo, además de asumir el papel de mediadora en todas las operaciones de compra, venta o transmisión, no pudiendo realizarse este tipo de operaciones sin que intervenga la sociedad gestora. Otra de las obligaciones de la sociedad gestora es la realización de un folleto en el que se recogen las características del fondo. Una misma sociedad gestora puede gestionar varios fondos a la vez.

La entidad depositaria se encarga de llevar a cabo todas las operaciones que impliquen cobro o pago de dinero. Se encarga de recibir y custodiar los valores, realizar las operaciones de liquidación y satisfacer los reembolsos por cuenta del fondo, además de supervisar y vigilar la correcta actuación de la sociedad gestora. Cada fondo solo puede tener un único depositario.

Los partícipes son las personas físicas o jurídicas que aportan su capital para invertir en un fondo, son los copropietarios del patrimonio del fondo. Cada partícipe puede adquirir el número de participaciones que desee, y pueden existir varios titulares por cuenta abierta.

Y por último, las participaciones son divisiones del patrimonio del fondo, todas ellas de iguales características y representadas mediante anotaciones en cuentas o certificados. El precio o valor de mercado de cada participación, valor liquidativo, es el resultado de dividir el total del valor del patrimonio por el número de participaciones en circulación en cada momento².

2.4. VALOR PATRIMONIAL Y RENTABILIDAD DE UN FONDO.

El valor patrimonial de un fondo de inversión puede variar por dos motivos, uno de ellos es la entrada o salida de los partícipes del fondo, entendiéndose por suscripción la compra de participaciones y por reembolso, la venta de estas. Y el otro motivo por el que puede variar el valor de un fondo es por las variaciones que se produzcan en el valor de mercado de los activos que componen la cartera del fondo.

Una de las ventajas de este producto financiero que más atrae a los inversores es su fiscalidad, ya que los resultados que se obtienen, tanto positivos como negativos, no son recibidos por el inversor de forma efectiva mientras no se produzca el reembolso de la inversión, por tanto no tributan por las plusvalías obtenidas hasta que se realice el reembolso de las participaciones. Sólo tendrás que pagar impuestos en el momento de recuperar tu dinero, cuando además se aplica una retención del 19% a cuenta del IRPF en 2016 para plusvalías de hasta 6.000€.

Tabla 1. Tipos de gravamen en 2016 para plusvalías en Fondos de Inversión.

Tramos	Tipo gravamen 2016
Desde 0 hasta 6.000€	19%
Desde 6.000,01€ hasta 50.000€	21%
A partir de 50.000€	23%

Fuente: AEAT. Elaboración propia.

²CNMV, conceptos básicos sobre fondos de Inversión.

Pagarás impuestos por el beneficio que hayas obtenido, que no es sino el resultado de restar el valor de suscripción al valor de reembolso (la diferencia entre el dinero que se invierte y el que se obtiene al reembolsar las participaciones). Esta ganancia o pérdida patrimonial se integra en la base imponible del ahorro en la que tributarán en función de tres tramos con independencia del plazo en el que se haya generado la ganancia o pérdida (Tabla 1).

Sin embargo a la hora de calcular el valor patrimonial tenemos que tener en cuenta las comisiones que pueden llevar aparejadas un fondo, que pueden ser comisiones soportadas por el propio partícipe (suscripción o reembolso) o por el propio fondo (gestión y custodia) y que hay que restarlas al valor total de la cartera.

Para obtener la rentabilidad en un momento dado, se calcula como el porcentaje de variación del valor liquidativo entre la fecha de suscripción y la fecha de reembolso. La rentabilidad se calcula dividiendo la diferencia del valor liquidativo final menos el valor liquidativo inicial, entre el valor liquidativo inicial. Finalmente se multiplica el resultado por cien.

-Un ejemplo sería:

{

Valor inicial: 100

Valor final: 105

$$R = (105 - 100) / 100 \times 100 = 5\%.$$

De forma excepcional, algunos fondos pueden distribuir parte del beneficio entre los partícipes, en lugar de acumularlo al patrimonio del fondo. En estos casos, para calcular la rentabilidad obtenida habría que sumar el beneficio distribuido al valor liquidativo final.

La rentabilidad de un fondo puede ser tanto positiva como negativa, según las variaciones que se produzcan en el valor liquidativo³.

2.5. RIESGO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN.

Como producto de inversión diversificada, un fondo de inversión conlleva asumir un determinado nivel de riesgo. Cada fondo tiene un nivel de riesgo distinto, que depende del tipo de inversión, de sus características y de los activos en los que se inviertan. Elegir un tipo de fondo u otro está relacionado con el nivel de riesgo que quiera asumir el inversor, la capacidad del inversor y el horizonte temporal de la inversión. El fondo puede obtener pérdidas si el mercado no evoluciona de la forma esperada, por ello el inversor tiene que tener en cuenta el riesgo de la inversión y analizar qué riesgo está dispuesto a asumir, hasta que cantidad de dinero podría perder.

A la hora de analizar el riesgo el inversor tiene que tener en cuenta dos aspectos fundamentales, la volatilidad y la duración de la inversión. La volatilidad nos da información histórica de la evolución del fondo, puede tener una volatilidad baja, en la que no existen cambios bruscos en el valor liquidativo, mientras que cuando un fondo presenta una volatilidad alta, existen grandes cambios en el valor liquidativo, provocando o grandes ganancias o grandes pérdidas, dependiendo como se encuentre el valor liquidativo al vencimiento⁴.

³CNMV, conceptos básicos sobre fondos de Inversión.

⁴CNMV, conceptos básicos sobre fondos de Inversión.

2.6. PERFIL DEL INVERSOR.

El inversor, cuando vaya a suscribir participaciones de un fondo, debe atender en el folleto informativo, su política de inversión o vocación. La inversión en un determinado fondo dependerá de la decisión del ahorrador, si quiere invertir en un fondo de renta fija, de variable, mixta o garantizado. Conocer los activos en los que invierte el fondo y la vocación del inversor es algo fundamental para saber a qué tipo de riesgo se está exponiendo.

Por ello lo más importante a la hora de invertir es tener claro el objetivo que se persigue con dicha inversión. Debemos tener en cuenta el perfil del inversor para realizar aquellas operaciones que encajen con sus objetivos. Un factor que puede condicionar el perfil del inversor es la edad de este, las personas mayores tienen una tendencia más defensiva, no quieren poner en riesgo sus ahorros y en cambio, los jóvenes presentan una actitud más predispuesta para invertir en activos de riesgo para obtener un mayor beneficio en un período menor de tiempo.

Normalmente aquel inversor que busca hacer operaciones de inversión sencillas y con activos seguros, suele decantarse por la inversión en activos de renta fija, los cuales proporcionan un alto nivel de seguridad, aunque un rendimiento bajo. Los depósitos y pagarés bancarios son los productos más beneficiosos para ellos, pero su rentabilidad no alcanza ni el 1% anual, algunas otras alternativas son los depósitos referenciados a índices bursátiles, los fondos de inversión de renta fija con sesgo conservador o las cuentas de alta remuneración.

En el otro extremo tenemos un perfil más arriesgado, el cual tiene como objetivo maximizar las ganancias, por tanto invierten en activos de alto riesgo para una mayor rentabilidad. Los inversores que se encuadren en este grupo no tendrán más remedio que inclinarse, casi en su totalidad, por la renta variable. E incluso pueden optar por diseños más agresivos, como ETF (Exchanged Traded Funds) que son fondos negociados como acciones que permiten la inversión en activos financieros diferentes a las mismas como materias primas o metales preciosos; activos derivados o recurrir al apalancamiento de su inversión a través de las compras a crédito. No obstante, este tipo de inversión es muy arriesgada y requiere conocimientos previos y experiencia por lo que, una mejor alternativa puede ser invertir en fondos de inversión que están gestionados por profesionales que poseen esos conocimientos y experiencia.

En este sentido, los fondos de inversión variable, incluso globales o de países emergentes, son adecuados para aprovechar las tendencias alcistas de los mercados.

En cualquier caso, lo recomendable es repartir el capital a invertir entre activos más seguros (depósitos a corto/medio plazo o fondos de inversión de renta fija) y otros más arriesgados para diversificar el riesgo de la cartera.

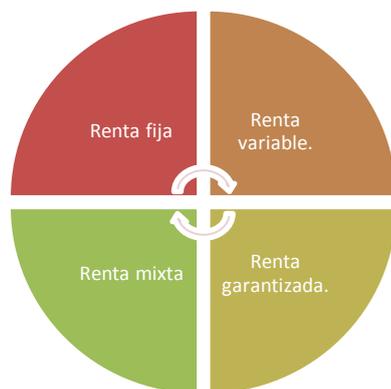
Como punto intermedio tenemos un perfil inversor más moderado, que está dispuesto a asumir algo de riesgo, pero sin que sea excesivo. Entre los productos más indicados para ellos están los fondos de inversión de carácter mixto, combinando la renta fija con la variable. También pueden inclinarse directamente por la renta variable a través de la compra de acciones, bien de compañías defensivas (eléctricas, autopistas, alimentación, etc.), o que cuenten con un importante pago de dividendos que les reporte una renta todos los años.

Lo importante es determinar claramente el perfil del inversor para saber qué tipo de inversión puede encajar con sus objetivos y expectativas (Soufi, 1996 y Recio, 2015).

2.7. TIPOS DE FONDOS DE INVERSIÓN.

Los fondos de inversión se pueden clasificar desde diferentes perspectivas, atendiendo a los activos en que se invierte el patrimonio del fondo tenemos: de renta fija, renta variable, renta mixta y renta garantizada.

Figura 1. Tipos de Fondos de Inversión.



Fuente: Elaboración propia.

Los fondos de renta fija son aquellos que invierte su capital en activos de renta fija, como son letras del tesoro, bonos u obligaciones. En este tipo de activos el riesgo está asociado al plazo de vencimiento de la inversión, a menor plazo menor rentabilidad, pero también menor riesgo, en cambio si el plazo se alarga en el tiempo la rentabilidad puede ser mayor, al igual que el riesgo al que queda sometida la inversión.

Los fondos de renta variable se caracterizan porque todo su capital se invierte en activos de renta variable, principalmente en acciones. Este tipo de inversiones puede clasificarse por subcategorías atendiendo a los mercados donde invierten, los sectores de actividad u otras características de los valores.

Los fondos de renta mixta son una combinación entre los fondos de renta fija y los de renta variable, no aportando todo el capital únicamente a un tipo de activo, diversificando el riesgo de la inversión. Cuanto mayor sea el porcentaje de inversión en renta variable, mayor será el riesgo de la inversión y a su vez mayor la rentabilidad potencial que se podría obtener por la inversión.

Los fondos garantizados se diferencian del resto porque al vencimiento de la inversión se garantiza como mínimo la recuperación de la inversión inicial y en algunos casos también se asegura una rentabilidad que puede ser fija o variable, en una fecha determinada⁵.

⁵CNMV, conceptos básicos sobre fondos de Inversión.

3. FONDOS DE ISR.

3.1. HISTORIA.

La ISR tiene su origen en los años sesenta en EEUU y hace referencia a diferentes prácticas de inversión que consideran no sólo los aspectos financieros, sino también los criterios sociales y medioambientales. En España, el nacimiento de la ISR se produce a finales de los noventa y no respondió a una demanda clara de la sociedad en general, o de los inversores en particular, sino a la actuación de personas y grupos minoritarios que conocían el movimiento en Europa y consideraron que era importante generar iniciativas y acciones de este tipo en España. El primer fondo de ISR domiciliado y gestionado en nuestro país, el *Iber Fondo 2020 Internacional, FIM* apareció en 1997, y estaba dirigido a aquellas personas e instituciones que exigían que sus inversiones fuesen respetuosas con los principios de la moral católica.

Tanto en España como en el ámbito internacional, la ISR se está articulando principalmente a través de instrumentos de inversión colectiva (fondos de inversión y de pensiones). En este contexto, las entidades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) desempeñan un papel de intermediación fundamental en el mercado de capitales, que permite y potencia la transmisión de las demandas sociales planteadas por los inversores, quienes, en su toma de decisiones, valoran las compañías emisoras de títulos, teniendo en cuenta aspectos éticos, sociales y medioambientales, además de los puramente financieros (Balaguer, 2007).

Los fondos de características responsables apenas suponen un 2% del mercado, quedando restringida su inversión por normativa interna, con aquellas compañías que contribuyan con el terrorismo, con la contaminación o contra los derechos humanos y sociales (Jiménez, 2016).

3.2. ESTRUCTURA DE UN FONDO DE ISR.

Un fondo de ISR es como cualquier otro fondo de inversión, la diferencia se encuentra que a la hora de contratar este tipo de producto se puede hacer una preselección del catálogo de fondos invertibles a partir de criterios de responsabilidad social empresarial (RSE), definidos en la política de ISR de cada fondo.

Por tanto, la base de cualquier fondo de ISR es su política de inversión, que recoge los criterios éticos, sociales y medioambientales que regirán las inversiones efectuadas por el fondo. A partir de esta política se elabora el catálogo que incluye el universo de empresas que pueden formar parte del fondo, y mediante un análisis financiero y de sostenibilidad, realizado por un equipo de investigación ética se seleccionan las empresas que van a formar parte del fondo. El equipo de investigación ética puede ser externo e independiente a la entidad gestora o estar integrado en ella. Además, los fondos de ISR disponen de una institución de control independiente (comisión ética), formada por personas de reconocido prestigio en el campo medioambiental y social de la empresa (Balaguer, 2007).

4. ANÁLISIS DE LOS FONDOS DE ISR EN ESPAÑA.

4.1. LISTADO DE LOS PRINCIPALES FONDOS DE ISR EN ESPAÑA.

En este trabajo nos vamos a centrar en los fondos de ISR españoles, haciendo un listado de dichos fondos y haciendo una comparativa entre estos.

Los principales fondos españoles de carácter ético, social o moral son los que se mencionan a continuación:

Tabla 2. Listado de fondos ISR españoles.

1. BANKINTER SOSTENIBILIDAD, FI
2. BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI
3. BBVA SOLIDARIDAD, FI
4. COMPROMISO FONDO ÉTICO, FI
5. FONENGIN ISR, FI
6. GVC GAESCO SOSTENIBLE ISR, FI
7. KUTXABANK FONDO SOLIDARIO, FI
8. MICROBANK FONDO ÉTICO, FI
9. SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR, FI
10. SANTANDER SOLIDARIO DIVIDENDO EUROPA, FI
11. SEGURFONDO ÉTICO CARTERA FLEXIBLE, FI
12. WORLD SOLIDARITY FUND, FI
13. EUROVALOR COMPROMISO ISR, FI
14. INVERACTIVO CONFIANZA, FI
15. SABADELL INVERSIÓN ÉTICA Y SOLIDARIA, FI

Fuente: CNMV y Spainsif. Elaboración propia.

En total existen quince fondos españoles que pueden considerarse socialmente responsables (Tabla 2). Tras hacer una recopilación de los datos de los fondos de ISR españoles, hemos seleccionado una muestra de seis fondos mixtos, compuesta por tres fondos en los que el peso de la renta variable es superior y tres en el que predomina la inversión en renta fija (Tabla 3). La lista de fondos ha sido reducida debido a la dificultad de la recopilación de datos para los años de estudio, no encontrándose datos suficientes para el resto de fondos españoles. Todos los datos obtenidos para hacer un análisis más detallado de estos fondos han sido obtenidos en la CNMV a través de los folletos informativos de los fondos y de los informes periódicos de estos.

Tabla 3. Listado de fondos de ISR españoles que vamos a analizar.

RENTA MIXTA	<i>RENTA MIXTA VARIABLE</i>	BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI
		MICROBANK FONDO ÉTICO, FI
		SANTANDER SOLIDARIO DIVIDENDO EUROPA, FI
	<i>RENTA MIXTA FIJA</i>	BBVA SOLIDARIDAD, FI
		SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR, FI
		INVERACTIVO CONFIANZA, FI

Fuente: Elaboración propia.

4.2. RENTABILIDAD Y RIESGO DE LOS FONDOS A ANALIZAR.

A continuación se exponen las rentabilidades y el riesgo de los fondos a estudiar para un período de cuatro años (2012-2015). La rentabilidad de un fondo de inversión se calcula como el porcentaje de variación del valor liquidativo entre la fecha de suscripción y la fecha de reembolso. Es decir, es la ganancia obtenida por la inversión, que no es más que la diferencia entre el precio en el que compras una participación y el valor que tiene cuando la vendes. En este caso la rentabilidad que vamos a calcular tiene como base el valor liquidativo de final de año con respecto al de principio de año.

En la tabla 4 se puede observar como los fondos tienen rentabilidades muy dispares, tanto si nos fijamos en el período de tiempo como si nos fijamos en los fondos de una misma categoría. El porcentaje de rentabilidad más alto es el obtenido en el año 2013 por Santander Solidario Dividendo Europa, FI con un 19,66%, mientras que los peores resultados han sido alcanzados en 2015 por Santander Responsabilidad Conservador, FI y Inveractivo Confianza, FI con un -0,92%.

Tabla 4. Rentabilidad (%) de los Fondos.

	2015	2014	2013	2012
BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI	7,26	15,61	16,81	13,34
MICROBANK FONDO ETICO, FI	3,46	4,62	8,18	9,09
SANTANDER SOLIDARIO DIVIDENDO EUROPA, FI	10,47	10,2	19,66	10,21
BBVA SOLIDARIDAD, FI	1,5	-0,15	5,15	6,21

SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR, FI	-0,92	4,22	7,64	5,89
INVERACTIVO CONFIANZA, FI	-0,92	4,84	9,22	7,27

Fuente: CNMV. Elaboración propia.

En la tabla 5 se observa que no todos los fondos de la misma categoría presentan el mismo riesgo. Es muy importante saber en qué mercados de renta variable invierte el fondo y qué estrategia de inversión utiliza. A continuación podemos comprobar cómo fondos que se encuentran dentro del mismo tipo y con una estrategia de inversión similar no coinciden en su nivel de riesgo.

Al igual de lo que ocurría en la tabla 4 con la rentabilidad, en la tabla 5, se puede observar como el riesgo en los distintos años sufre también variaciones, sobre todo en los fondos de la misma categoría. Sin embargo, en la mayoría las variaciones son inferiores a las sufridas en cuanto a la rentabilidad.

Tabla 5. Riesgo (%) de los Fondos.

	2015	2014	2013	2012
BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI	19,79	11,54	9,98	13,00
MICROBANK FONDO ETICO, FI	8,99	6,35	5,88	6,39
SANTANDER SOLIDARIO DIVIDENDO EUROPA, FI	17,52	11,13	10,82	15,74
BBVA SOLIDARIDAD, FI	6,57	5,24	4,81	6,24
SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR, FI	3,17	2,14	2,80	3,98
INVERACTIVO CONFIANZA, FI	4,22	2,84	3,25	3,95

Fuente: CNMV. Elaboración propia

La rentabilidad y el riesgo por sí mismos son suficientes para valorar los resultados de una inversión, pero ambos valores individualmente no permiten establecer comparaciones rápidas entre diferentes inversiones alternativas. En este sentido surgen las medidas de desempeño o performance que resumen en un único valor cómo de buena ha sido la labor del gestor del fondo.

4.3. ANÁLISIS A TRAVÉS DEL MÉTODO PERFORMANCE.

El análisis del performance implica dos fases: la *medición del performance* y la *valoración del performance*. La medición se refiere al cálculo de un índice que informa sobre el resultado conseguido por el gestor de un determinado fondo en un período dado de tiempo y su comparación con el resultado obtenido por una cartera de referencia o *benchmark*, y la valoración hace referencia a la forma en que el gestor del fondo ha cumplido con los objetivos establecidos para alcanzar el rendimiento programado y la estrategia que utilizó para conseguir

el rendimiento calculado. Nosotros nos centramos en la primera etapa: la valoración de la performance (Soldevilla, 1999).

4.3.1. Sharpe.

Existen diversas medidas de performance que utilizan la rentabilidad de la inversión y el riesgo de la misma medido de diferentes maneras, nosotros vamos a utilizar una modificación del índice de Sharpe, que es una medida para el cálculo de rentabilidad ajustada al riesgo. El índice de Sharpe se define como el rendimiento medio obtenido en exceso sobre la tasa libre de riesgo por unidad de volatilidad o riesgo total de la inversión. Cuanto mayor sea el valor obtenido, mejor será el resultado. Para este análisis, calcularemos la rentabilidad por unidad de riesgo de cada fondo, sin considerar la tasa libre de riesgo.

$$Sp^* = \frac{Ep}{\sigma p}$$

En donde:

Ep: Esperanza o rentabilidad del fondo.

σp: Riesgo del fondo.

Como podemos observar en la tabla 6, los resultados obtenidos son bastante dispares, tanto si nos fijamos en los distintos fondos como si nos fijamos en un mismo fondo y sus distintos años. En este ratio cuando mayor es su resultado, mejor ha sido la rentabilidad ajustada al riesgo obtenida por el fondo. En este caso se observa que el mejor resultado obtenido en este estudio ha sido el generado por Inveractivo Confianza FI, con un 2,56 en el año 2013 lo que significa que el rendimiento medio obtenido por unidad de volatilidad o riesgo total ha sido de 2,56.

En cambio el peor resultado se lo lleva Santander Responsabilidad Conservador FI, con un -0,28 en el año 2015, sin embargo ambos fondos se encuentran gestionados por Santander Asset Management.

Tabla 6. Resultados obtenidos del ratio de Sharpe.

	2015	2014	2013	2012
BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI	0,3668	1,3526	1,6843	1,0261
MICROBANK FONDO ETICO, FI	0,3848	0,7275	1,3911	1,4225
SANTANDER SOLIDARIO DIVIDENDO EUROPA, FI	0,5976	0,9164	1,8170	0,6486
BBVA SOLIDARIDAD, FI	0,2283	-0,0286	1,0706	0,9951

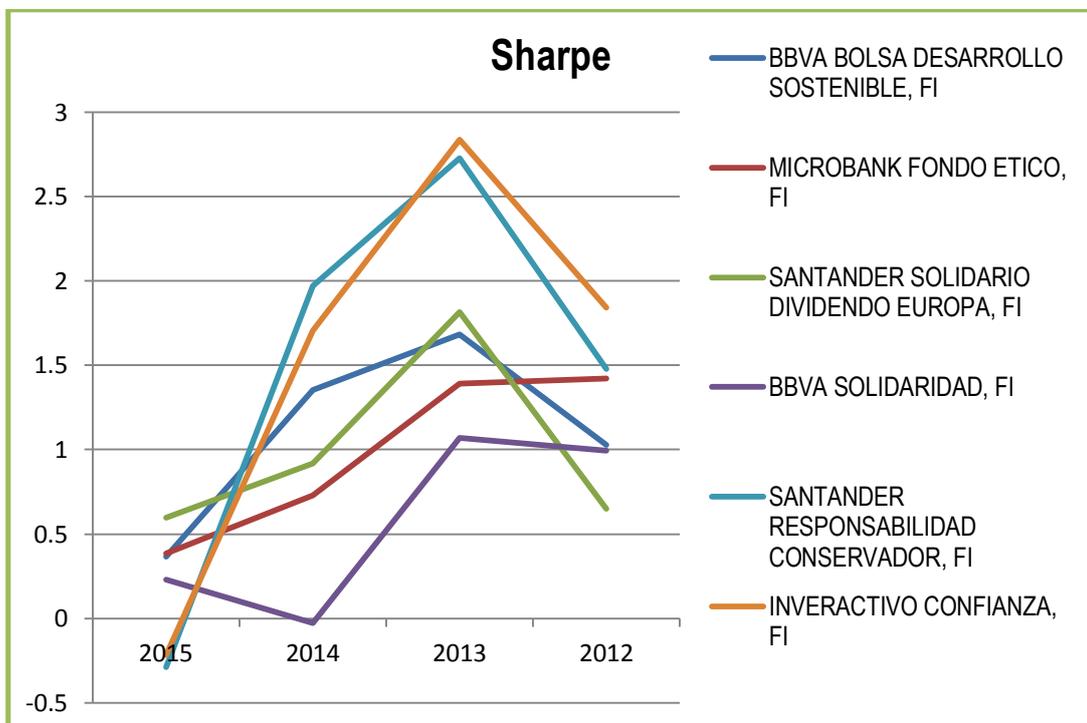
SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR, FI	-0,2902	1,9719	2,7285	1,4798
INERACTIVO CONFIANZA, FI	-0,2180	1,7042	2,8369	1,8405
IBEX 35	-0,3956	0,2401	1,3587	-0,2017

Fuente: Elaboración propia.

A continuación, en la gráfica 1 hemos realizado una representación gráfica de los resultados obtenidos con el ratio de Sharpe para que visualmente sea más sencillo identificar cuáles han sido los mejores y peores resultados, y por quién han sido alcanzados. Se puede observar claramente que los peores resultados han sido alcanzados en el año 2015 encabezado por el Santander Responsabilidad Conservador y seguido por Ineractivo Confianza. Y los mejores resultados obtenidos por estos fondos fueron en el año 2013 y curiosamente han sido alcanzados por los mismos fondos que en el año 2015 han obtenido el peor resultado del período de tiempo que estamos analizando.

Como demuestran los datos, todos los fondos presentan grandes volatilidades, continuamente se puede ver que pasan de un extremo a otro, no se mantienen en un punto intermedio. Microbank Fondo Ético es el único que aparenta una cierta estabilidad en sus valores a lo largo de estos cuatro años.

Gráfica 1. Ratio de Sharpe.



Fuente: Elaboración propia.

4.3.2. Modigliani.

Otra medida de performance que vamos a tener en cuenta es la de Modigliani, se trata también de una medida de la rentabilidad ajustada al riesgo. Esta medida se deriva de la anterior y tiene como ventaja significativa que se mide en unidades de rentabilidad con respecto a una cartera de referencia, generalmente, el mercado, por lo que es más intuitiva de interpretar.

Es necesario señalar que la medida de valoración de Modigliani permite obtener una clasificación o ranking de los fondos de inversión idéntica a la conseguida por el ratio de Sharpe. Por tanto, desde este punto de vista, no podemos afirmar su superioridad frente a la medida de Sharpe, sin embargo sí presenta algunas ventajas.

La principal ventaja de Modigliani con respecto a Sharpe, es poder medir sus resultados económicamente, ya que expresa un diferencial de rentabilidad, dado un mismo nivel de riesgo, y se mide en puntos básicos.

Estos diferentes ratios nos han permitido evaluar la gestión de estos fondos, que valen tanto para decantarse por la inversión en algún fondo como para su evaluación.

Para este análisis también calcularemos la rentabilidad por unidad de riesgo de cada fondo sin considerar la tasa libre de riesgo y a mayor valor, mejor resultado.

$$M_p^* = \frac{\sigma_M}{\sigma_p} * E_p$$

En donde:

σ_M : Riesgo del mercado

σ_p : Riesgo del fondo

E_p : Esperanza o rentabilidad del fondo

Al observar los resultados obtenidos en la tabla 9, vemos que el fondo mejor posicionado es el mismo que obtenía la primera posición en el ratio de Sharpe, Inveractivo confianza vuelve a obtener el mejor resultado en el año 2013 con un resultado de 0,516. También repite Santander Responsabilidad Conservador con el peor resultado alcanzado, que ha sido en 2015 con un valor de -0,053.

Tabla 7. Resultados obtenidos del ratio de Modigliani.

	2015	2014	2013	2012
BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI	0,0667	0,2461	0,3065	0,1867
MICROBANK FONDO ETICO, FI	0,0700	0,1324	0,2531	0,2589
SANTANDER SOLIDARIO DIVIDENDO EUROPA, FI	0,1087	0,1667	0,3306	0,1180
BBVA SOLIDARIDAD, FI	0,0415	-0,0052	0,1948	0,1811

SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR, FI	-0,0528	0,3588	0,4966	0,2693
INVERACTIVO CONFIANZA, FI	-0,0396	0,3101	0,5163	0,3349
IBEX 35	-0,0720	-0,0370	-0,2140	-0,0470

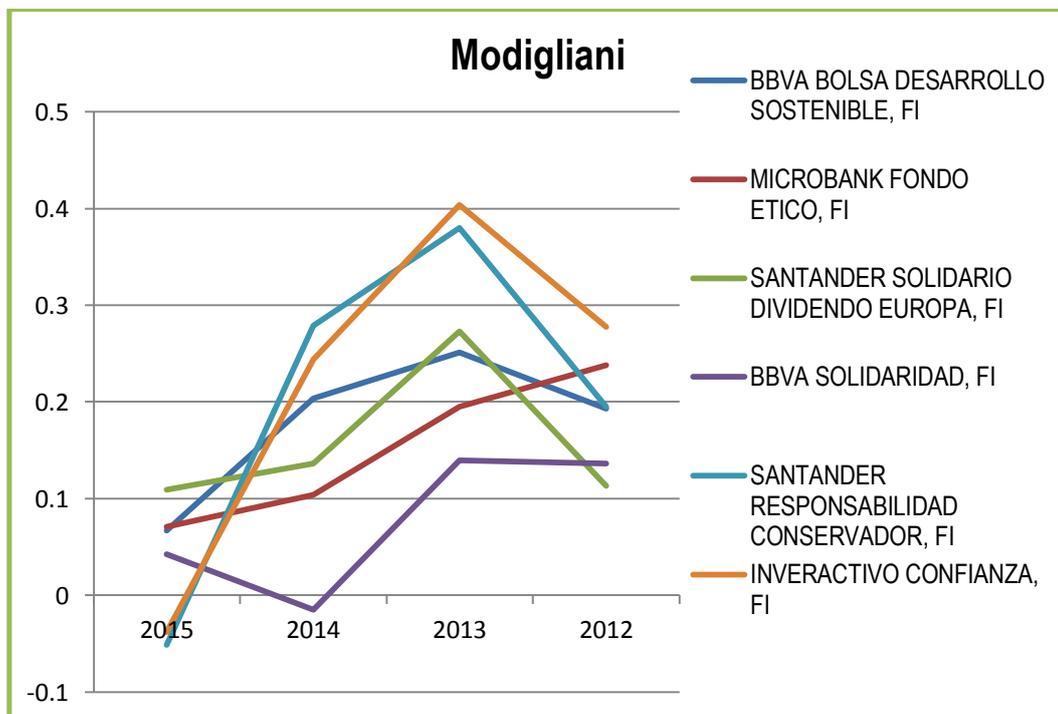
Fuente: Elaboración propia.

La gráfica 2, obtenida a partir de los resultados del ratio de Modigliani, es bastante similar a la gráfica que creamos con los resultados obtenidos por el ratio de Sharpe, los puntos máximos y mínimos de la representación coinciden, al tener un comportamiento similar, porque como bien hemos dicho con anterioridad, el ratio de Sharpe y Modigliani son maneras diferentes de medir la rentabilidad ajustada al riesgo, es decir, dos medidas que concluyen con un mismo resultado.

Por ello se repite que los peores resultados han sido alcanzados en el año 2015, por el fondo Santander Responsabilidad Conservador y seguido por Inveractivo Confianza. Y los mejores resultados obtenidos por estos fondos fueron en el año 2013 y curiosamente han sido alcanzados por los mismos fondos que en el año 2015 han obtenido el peor resultado del período de tiempo que estamos analizando.

Estos resultados demuestran la gran volatilidad que presentan estos fondos en un corto período de tiempo, puedan pasar de ser el mejor fondo posicionado a ser el peor en apenas dos años. A pesar de ello, algunos fondos como Microbank Fondo Ético aparentan una cierta estabilidad en sus valores a lo largo de estos cuatro años.

Gráfica 2. Ratio de Modigliani.



Fuente: Elaboración propia.

4.4. CARTERAS DE FONDOS DE ISR.

Para finalizar el análisis de la muestra de fondos de ISR españoles en el que hemos centrado el estudio empírico de este trabajo de fin de grado, hemos utilizado la teoría de selección de cartera de Markowitz para formar carteras de mínimo riesgo con los fondos considerados.

Por cartera de valores se entiende una determinada combinación de valores mobiliarios adquiridos por una persona física o jurídica, y que pasan, por tanto, a formar parte de su patrimonio. En ella se incluyen no sólo los valores mobiliarios en sentido estricto (acciones, obligaciones, fondos públicos, etc.), sino también cualquier otro tipo de activo financiero. Y cabe también la posibilidad de que la cartera esté formada por un único activo financiero (por ejemplo, acciones de Telefónica), si bien en la cuantía que el inversor decida en función de sus ahorros o posibilidades crediticias.

En general, el inversor a la hora de formar una cartera de valores, trata de combinar los diferentes activos individuales de tal modo que el activo mixto o cartera le garantice una "rentabilidad", "seguridad" y "liquidez" aceptables. Pero se trata en realidad de objetivos incompatibles entre sí, en alguna medida al menos: los valores más líquidos suelen ser poco rentables, los más rentables poco seguros, los más seguros poco líquidos, etc.

En el campo de la inversión financiera, y más concretamente en lo que a la teoría de la selección o formación de carteras se refiere, ocupan un lugar muy destacado Harry Markowitz y James Tobin. La teoría de selección de carteras y la consiguiente teoría del equilibrio en el mercado de capitales nació en realidad en 1952 con un conocido trabajo de Harry Markowitz, al que se le prestó muy poca atención hasta que dicho autor publicó una obra en 1959 en la que presenta con un mayor detalle su formulación inicial, y, sobre todo, a raíz de un famoso trabajo publicado en 1958 por James Tobin en el que vuelve a plantear el problema de la composición óptima de una cartera de valores, si bien con una orientación y alcance nuevos.

La principal aportación de Markowitz es haber recogido de forma explícita en su modelo los rasgos fundamentales de lo que en un principio podemos calificar de conducta racional del inversor, consistente en buscar aquella composición de la cartera que haga máximo su rendimiento para un determinado nivel de riesgo, o que minimice el riesgo de aquélla para un rendimiento dado. El inversor se halla, en efecto, presionado por dos fuerzas de sentido opuesto: la deseabilidad de las ganancias y la insatisfacción que le produce el riesgo. Y en cada situación concreta tendrá que optar por una determinada combinación "ganancia-riesgo", en función de sus preferencias personales. Como medida del rendimiento de la cartera utiliza Markowitz la media o esperanza matemática del rendimiento que el inversor espera obtener en un futuro, que sólo se conoce en términos de probabilidad, y como medida del riesgo la desviación típica o estándar (Suárez-Suárez, 2014).

Para poder integrar una cartera de inversión equilibrada lo más importante es la diversificación de la cartera ya que de esta forma se reduce la variación de los precios. La idea de la cartera es, entonces, diversificar las inversiones en diferentes mercados y plazos para así disminuir las fluctuaciones en la rentabilidad total de la cartera y por lo tanto también del riesgo.

Siguiendo los principios de esta teoría, vamos a desarrollar un pequeño experimento consistente en formar carteras eficientes de mínimo riesgo y comparar la rentabilidad ajustada al

riesgo de las mismas con la obtenida por una hipotética inversión en el conjunto del mercado español a través del IBEX35.

Para ello, hemos obtenido datos mensuales de los fondos con los que estamos trabajando para un período de diez años. Cada seis meses, a finales de Junio y Diciembre de los diferentes años que comprenden el período de estudio, se seleccionan los fondos que formarán la cartera de mínimo riesgo y el peso de los mismos en ésta, utilizando el modelo de Markowitz y considerando los resultados en términos de rentabilidad y riesgo que presenta cada fondo en los doce meses anteriores. Una vez formada la cartera se mantendrá durante los seis meses siguientes así, por ejemplo, teniendo en cuenta que la fecha de la primera cartera es el 30 de junio de 2007, necesitamos datos desde el 30 de junio de 2006 hasta el 31 de diciembre de 2007. Transcurridos los seis meses, se vuelve a recalcular la composición óptima de la cartera y se reequilibra si fuese necesario. El objetivo es comprobar si la rentabilidad-riesgo de la cartera eficiente ha sido mejor o peor que si hubiésemos invertido en el mercado Español (Ibex35) para ese mismo período.

En total analizaremos la composición, el riesgo y la rentabilidad de 19 carteras, en ninguna cartera su composición incluye a todos los fondos, es más, la mayoría se compone por dos e incluso de un único fondo dado que se trata de obtener la composición que obtenga el menor riesgo posible.

En la tabla 8 observamos que uno de los fondos, Santander Solidario Dividendo Europa, FI no forma parte de ninguna de las carteras. Este resultado se debe al alto nivel de riesgo que presenta este fondo, como se puede observar en la tabla 5, ya que lo que buscamos es crear carteras de mínimo riesgo.

Tabla 8. Proporciones necesarias para la formación de una cartera eficiente.

	BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE	MICROBANK	SANTANDER SOLIDARIO DIVIDENDO EUROPA	BBVA SOLIDARIDAD	SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR	INVERACTIVO
30/06/2007		0,69%			99,31%	
31/12/2007					100,00%	
30/06/2008					71,57%	28,43%
31/12/2008					20,64%	79,36%
30/06/2009						100,00%
31/12/2009						100,00%
30/06/2010					29,31%	70,69%
31/12/2010					100,00%	
30/06/2011					80,55%	19,45%
31/12/2011					100,00%	

30/06/2012					100,00%
31/12/2012		36,90%		19,72%	43,37%
30/06/2013	11,25%			44,49%	44,26%
31/12/2013				28,60%	71,40%
30/06/2014					100,00%
31/12/2014	5,81%				94,19%
30/06/2015					100,00%

Fuente: Elaboración propia.

Todos los cálculos realizados para la formación de dichas carteras han sido realizados en Excel, una vez recopilados los datos y formado las carteras por fechas, ha consistido en calcular las rentabilidades y la matriz de varianzas y covarianzas, que ha sido lo que nos ha permitido obtener las proporciones en que se tienen que invertir en cada fondo para formar una cartera de mínimo riesgo.

En la tabla 9 se detallan cuales son las rentabilidades y el riesgo asociado a cada cartera que hemos obtenido al igual que para el mercado, para así poder hacer un análisis sobre donde hubiera sido mejor realizar nuestra inversión, si en la cartera de fondos o en el mercado, en acciones.

Tabla 9. Rentabilidad/Riesgo de las carteras de fondos y del mercado.

	Cartera de Fondos		Mercado (Ibex35)	
	Rentabilidad	Riesgo	Rentabilidad	Riesgo
30/06/2007	1,14%	0,85%	-23,68%	23,15%
31/12/2007	-5,51%	2,02%	-24,44%	23,18%
30/06/2008	3,49%	1,22%	-85,86%	24,61%
31/12/2008	3,42%	0,87%	79,93%	26,80%
30/06/2009	4,30%	0,84%	-19,03%	17,70%
31/12/2009	-1,82%	2,95%	-2,86%	26,91%
30/06/2010	3,16%	2,82%	8,00%	8,20%
31/12/2010	1,81%	1,35%	-7,22%	4,12%
30/06/2011	-3,49%	5,38%	-4,56%	6,02%
31/12/2011	-1,41%	5,35%	-15,15%	4,77%
30/06/2012	12,87%	2,28%	24,52%	16,27%
31/12/2012	3,38%	3,97%	-43,00%	16,49%

30/06/2013	10,34%	2,73%	-65,50%	21,45%
31/12/2013	6,49%	0,82%	52,92%	33,25%
30/06/2014	0,37%	1,22%	9,50%	11,52%
31/12/2014	0,45%	3,89%	33,50%	22,34%
30/06/2015	-1,25%	3,76%	18,64%	4,63%

Fuente: Elaboración propia.

Para que sea más sencilla la interpretación de estos datos, vamos a volver a utilizar el ratio de Sharpe (Tabla 10), con el cual ya hemos trabajado anteriormente. Esto nos va a poder permitir saber donde hubiese sido mejor invertir en cada uno de los períodos de las carteras que hemos formado, facilitándonos así su análisis. Partimos de la base de que el ratio de Sharpe cuanto más alto sea, más positivo es el resultado para la cartera o para el mercado, en este caso.

Tabla 10. Resultados del ratio de Sharpe para la cartera de fondos y para el mercado.

Sharpe		
	Cartera de Fondos	Mercado
30/06/2007	1,3367	-1,0230
31/12/2007	-2,7335	-1,0546
30/06/2008	2,8675	-3,4896
31/12/2008	3,9480	2,9828
30/06/2009	5,1386	-1,0753
31/12/2009	-0,6160	-0,1062
30/06/2010	1,1187	0,9755
31/12/2010	1,3461	-1,7537
30/06/2011	-0,6496	-0,7569
31/12/2011	-0,2642	-3,1762
30/06/2012	5,6415	1,5071
31/12/2012	0,8506	-2,6069
30/06/2013	3,7870	-3,0533
31/12/2013	7,8854	1,5919
30/06/2014	0,3009	0,8250
31/12/2014	0,1155	1,4996

30/06/2015	-0,3337	4,0257
------------	---------	--------

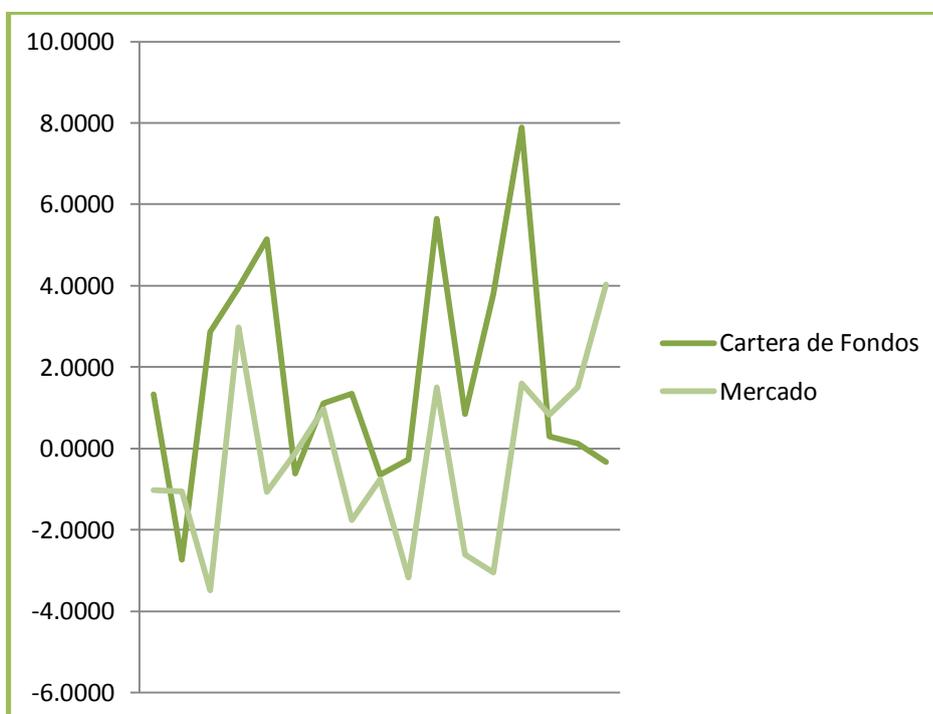
Fuente: Elaboración propia.

Hemos sombreado para cada período, en la tabla 10, cuál ha sido el mejor resultado, si el obtenido por el mercado o por la cartera de fondos que hemos creado. En la mayoría de los períodos la cartera formada por los fondos de ISR obtiene mejores resultados que la media del mercado. Para algunos semestres esta cartera genera pérdidas pero en muchos casos son menores que las soportadas por la media del mercado. Cabe destacar, sin embargo, que a partir de Junio de 2014, el mercado siempre obtiene mejores resultados en términos de rentabilidad ajustada al riesgo que la cartera de fondos de ISR.

Los datos de la tabla 10 se representan a continuación en la gráfica 3, donde podemos observar con mayor claridad los resultados obtenidos. En este caso, la gráfica está compuesta únicamente por dos variables, la cartera de fondos y por el mercado, por lo que es mucho más sencillo analizar los movimientos obtenidos por cada una de ellas.

En la gráfica podemos observar con claridad lo que veníamos diciendo con anterioridad, en general la cartera de fondos presenta un Sharpe mayor que el obtenido por el mercado, en ocasiones puntuales el mercado ha sido superior a la cartera de fondos pero en menor medida. En ambas variables se puede observar una gran volatilidad a lo largo del período, por lo que es muy complicado saber qué es lo que puede surgir con estas inversiones en un futuro, estos análisis han sido realizados con datos históricos desde junio del año 2006 hasta el 31 de diciembre de 2015.

Gráfica 3. Índice de Sharpe para la cartera de fondos y para el mercado.



Fuente: Elaboración propia.

Como conclusión para este apartado, podemos afirmar que los fondos de ISR son más rentables de lo que los inversores pudieran pensar, lo hemos demostrado con datos históricos y comparándolos con los obtenidos por el mercado español. Los fondos de ISR funcionan y actúan como cualquier otro fondo tradicional, lo que conlleva también grandes riesgos e incertidumbres en su inversión, siempre atendiendo al nivel de riesgo de la inversión que se haya seleccionado.

4.5. ANÁLISIS A NIVEL EUROPEO.

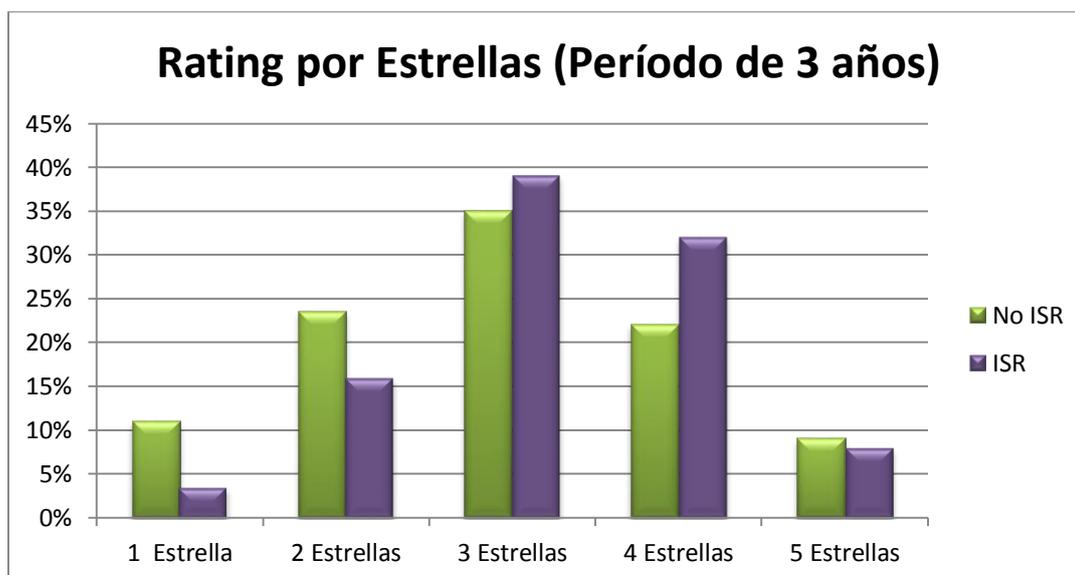
Como último punto a tratar en este trabajo, vamos a realizar una pequeña comparación a nivel Europeo entre los fondos tradicionales y los fondos de ISR, para así dar a este trabajo una visión mayor de este análisis.

En base a un estudio realizado por Morningstar a finales del 2015 con los resultados obtenidos por los fondos de inversión europeos, podemos caracterizar los fondos de ISR con respecto a los tradicionales en base a diferentes variables (rating cuantitativo de rentabilidad ajustada al riesgo, nivel de riesgo, rentabilidad en exceso respecto a fondos de su misma categoría y nivel de comisiones que soportan cada uno de los distintos fondos).

Morningstar clasifica todos los fondos en base a la rentabilidad y riesgo obtenidos por éstos el año anterior, otorgando una puntuación media que va de 1 a 5 estrellas, siendo 1 la peor performance y 5 la mejor. Tenemos que tener en cuenta que este análisis se ha realizado en un corto periodo de tiempo, tres años, y simplemente ha sido la comparación de resultados ya obtenidos en el pasado. La muestra ha sido compuesta por 3.388 fondos Europeos, cuyos datos han sido obtenidos a través de Morningstar y de los cuales 182 son de ISR, un número reducido debido a las restrictivas características de estos fondos.

En la gráfica 4, se observa que los fondos de ISR tienen una mayor puntuación que los fondos tradicionales a partir de las tres estrellas, por lo que podemos determinar que en cuanto a esta variable los fondos de ISR están mejor posicionados que los fondos tradicionales.

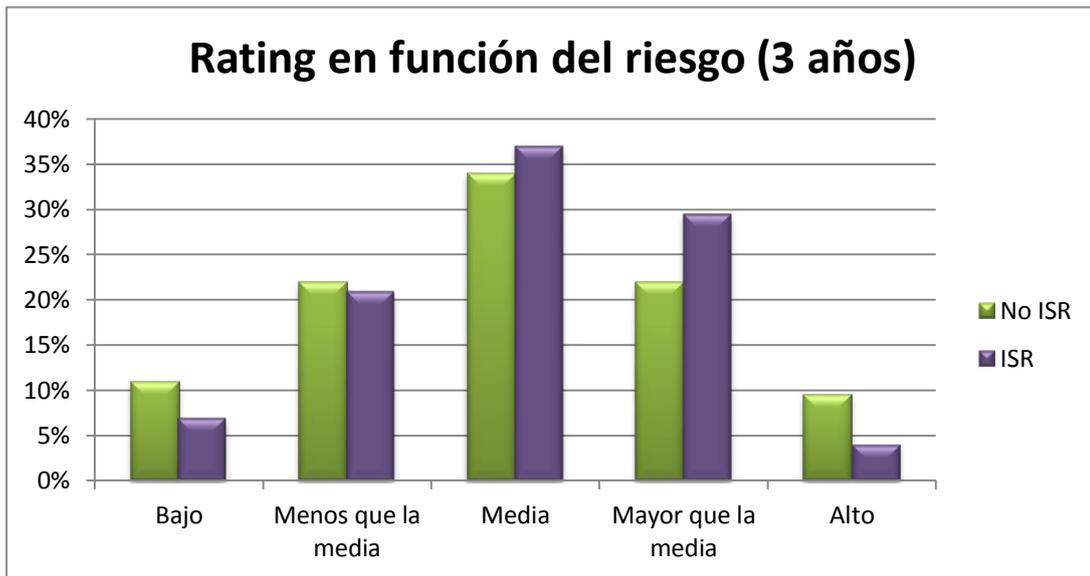
Gráfica 4. Rating de estrellas Morningstar, Fondos No ISR vs ISR.



Fuente: Morningstardirect. Elaboración propia

En la gráfica 5, se observa el porcentaje de fondos de cada tipo en base exclusivamente al riesgo soportado por una misma inversión. Según los resultados presentados, los fondos de ISR presentan un riesgo mayor que los fondos tradicionales. Este riesgo es consecuencia de inversiones más agresivas para poder obtener una mayor rentabilidad.

Gráfica 5. Rating por riesgo, Fondos No ISR vs ISR.



Fuente: MorningstarDirect. Elaboración propia.

En la gráfica 6, se muestra el exceso de rentabilidad a tres años con respecto a la categoría respectiva de cada fondo. Se observa que la rentabilidad que obtienen los fondos de ISR es superior a la obtenida por los tradicionales, los fondos de ISR han obtenido de media una rentabilidad de 51 puntos básicos, superior que el resto de fondos de su misma categoría. Mientras, los tradicionales presentan peores resultados, 4 puntos básicos menores a los que componen su mismo ámbito. Estos resultados se encuentran relacionados con los niveles de riesgo analizados anteriormente, a menor riesgo la rentabilidad es más limitada y viceversa.

Gráfica 6. Rating de rentabilidad, Fondos No ISR vs ISR.



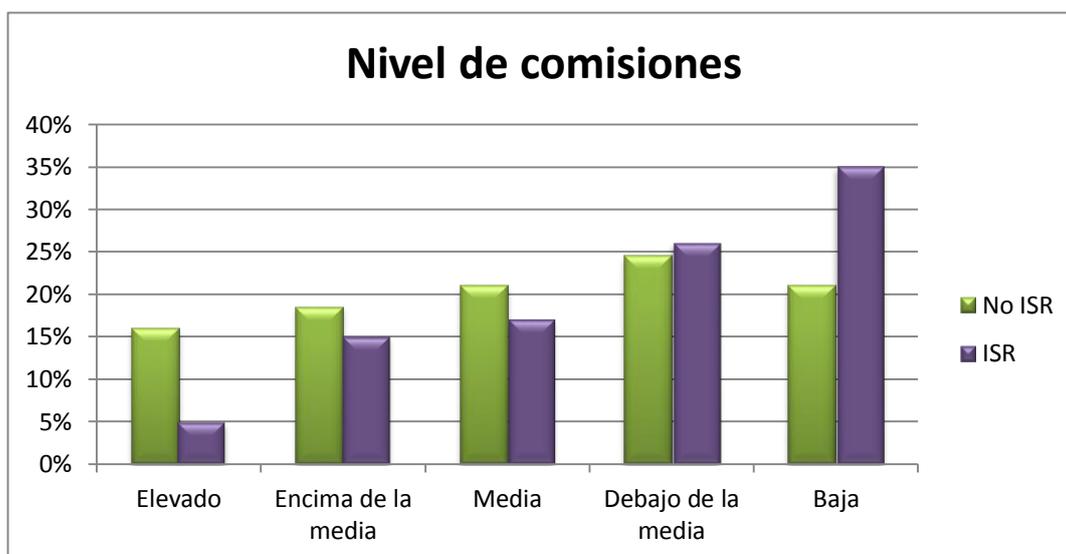
Fuente: Morningstardirect. Elaboración propia.

Como último factor a tener en cuenta vamos a analizar las comisiones que genera cada tipo de fondo, gastos que afectan a la rentabilidad que estos pudieran obtener. Vamos a ver si los fondos de ISR tienen unas comisiones menores o mayores que la media Europea en relación a su categoría, al igual que los tradicionales.

Según podemos observar en la gráfica 7, las comisiones que soportan los fondos de ISR son por lo general inferiores a los tradicionales, comisiones menores o acordes a la media, favoreciendo por ello a su rentabilidad. Esta situación favorece sin duda a la rentabilidad de los fondos de ISR donde su valor liquidativo apenas se verá reducido por las comisiones, debido a que generalmente suelen ser de bajo nivel.

En cambio, los fondos tradicionales presentan comisiones bastante altas, lo que afecta sin duda a la rentabilidad neta de estos, como hemos visto reflejado con anterioridad en la gráfica 6, donde los fondos tradicionales presentaban un exceso de rentabilidad con respecto a los de su misma categoría negativa, de -0,5%.

Gráfica 7. Nivel de comisiones, Fondos No ISR vs ISR.



Fuente: Morningstardirect. Elaboración propia.

En general, podemos determinar que los fondos ISR Europeos a pesar de su mayor riesgo con respecto a los tradicionales nos pueden proporcionar una mayor rentabilidad, además de tener unas comisiones similares a la media (Bisbal, 2015).

Este estudio realizado por Morningstar corrobora el análisis que hemos realizado a lo largo de este trabajo, presentando a los fondos de ISR como una alternativa de inversión diversificada con la que se pueden obtener buenos resultados.

5. CONCLUSIONES.

Para dar por finalizado este trabajo, nos queda exponer de forma breve las conclusiones a las que hemos llegado a lo largo de la realización de este proyecto de estudio y análisis de los fondos de ISR en España.

A lo largo del trabajo hemos descubierto que los fondos de ISR son cada vez más una alternativa para los inversores, que además de incrementar sus ahorros quieren contribuir con la sociedad y el entorno que le rodea, debido al aumento de concienciación de la sociedad.

También sabemos que un fondo de inversión socialmente responsable, funciona y se estructura igual que un fondo tradicional, a pesar de las diferencias de política interna. La diferencia radica en el tipo de compañías en que un fondo responsable no puede invertir, como son aquellas empresas que contribuyan con el terrorismo, la contaminación o contra los derechos de las personas, ya que son contrarias a la política de inversión de estos fondos.

Hemos aprendido que este tipo de productos es ideal para cualquier perfil de inversor, cada inversor es el que debe elegir qué estrategia de inversión quiere seguir y hasta cuánto dinero está dispuesto a perder, ya que no todos los fondos tienen el mismo nivel de riesgo, para ello deben de consultar la política de inversión de cada uno de ellos y el nivel de riesgo asociado.

La fiscalidad en este tipo de productos es algo que gusta mucho a sus inversores, no se tributa por los resultados obtenidos, ya sean tanto positivos como negativos, hasta que se haga

efectivo el reembolso de la inversión, solo se paga impuestos en el momento en que se recupera el efectivo de la inversión.

Los datos demuestran que a pesar de la concienciación de la sociedad en España y de las inversiones responsables, en España existen apenas 15 fondos españoles que cumplan estas características, lo que supone un pequeño porcentaje sobre el total de fondos existentes.

Además hemos descubierto que el riesgo y la rentabilidad de este tipo de fondos varían mucho entre ellos a pesar de tener los mismos niveles de riesgo o encontrándose dentro de una misma categoría, lo que permite ser un producto apto para cualquier perfil de inversor.

También, el riesgo y la rentabilidad de los fondos, nos ha permitido, a través de las medidas de performance (en este caso solo hemos usado la de Sharpe y Modigliani), analizar la gestión de los fondos, ayudándonos a elegir tanto la mejor inversión, como a la evaluación de todos y cada uno de ellos.

Finalmente la teoría de Markowitz nos ha permitido crear unas carteras eficientes, minimizando el riesgo de nuestra inversión. La creación de una cartera a través de la teoría de Markowitz permite al inversor conocer cuáles son las proporciones necesarias para que su inversión sea eficiente soportando el mínimo riesgo posible. También ha sido necesario el estudio del comportamiento del mercado para el mismo período, gracias al cual hemos sabido que en líneas generales es mejor la inversión en fondos que en el mercado.

Como último punto a tratar en este trabajo, basado un estudio de Morningstar hemos confirmado que los fondos responsables Europeos son más rentables que los tradicionales, teniendo en cuenta un período de tres años que es con el que se ha realizado dicho análisis, lo que apoya el trabajo que hemos realizado ratificando nuestro estudio y sus resultados.

6. BIBLIOGRAFÍA.

Abril, Inés (2016). El G20 vuelve a poner bajo la lupa el riesgo de los fondos de inversión. Recuperado de:

<http://www.expansion.com/mercados/fondos/2016/04/10/570ac2c1ca4741ea208b4668.htm>

Agencia tributaria (2016). Impuesto sobre las renta de las personas físicas. Recuperado de:

http://www.agenciatributaria.es/static_files/AEAT/Contenidos_Comunes/La_Agencia_Tributaria/Informacion_institucional/Campanias/IRPF_permanente/Novedades_2014/Reforma_IRPF.pdf

Balaguer Franch, María Rosario (2007). Historia de los fondos de inversión. Recuperado de: http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Pub_Monografias.aspx#27

Bisbal Arias, Marc (2015). ¿Vale la pena invertir en fondos socialmente responsables? Recuperado de:

<http://www.morningstar.es/es/news/143472/vale-la-pena-invertir-en-fondos-socialmente-responsables.aspx>

CNMV, conceptos básicos sobre fondos de Inversión. Recuperado de:

<http://www.cnmv.es/TutorialFondos/tema1/cap1/acces/pag1.html>

CNMV listado de fondos. Recuperado de:

<http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/MostrarListados.aspx?id=3>

Fuente de datos para el análisis de Markowitz. Recuperado de:

https://portal3.lacaixa.es/apl/fondos/fondoliquidativo.recalcula_es.html?FON_WS_ACCION=F8&pagina=&JSESSIONID=CKKJrCUf7z4M_SKygniUNbX&FON_idFondo=474&stateName=ve rHistValLiq&FON_CLAVE=20060709

<https://es.finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EIBEX&a=04&b=31&c=2006&d=04&e=17&f=2016&q=m&z=66&y=66>

Recio, José Ignacio (2015). Perfiles de Inversor. Recuperado de:

http://www.consumer.es/web/es/economia_domestica/finanzas/2015/02/03/221408.php

Jiménez, Borja (2016). Apostar por el terrorismo: los fondos de inversión que suben con los atentados. Recuperado de:

<http://okdiario.com/economia/inversion/apostar-por-el-terrorismo-los-fondos-de-inversion-que-suben-con-los-atentados-127995>

Morningstar Fondos de Inversión. Recuperado de:

<http://www.morningstar.es/es/>

Soufi, S. (1996). *La inversión en renta fija y renta variable* (Conocer cómo invertir con éxito). Madrid: Pirámide.

Soldevilla García, Emilio, Blanco Mendiádua, Ana, & Vallejo Alonso, Belén. (1999). *Los fondos de inversión: Gestión y valoración*. Madrid: Pirámide.

Spainsif, foro español de inversión socialmente responsable. Recuperado de:

<http://www.spainsif.es/contenidos/cat%C3%A1logo-fondos-isr>

<http://www.spainsif.es/contenidos/buscador-fondos-isr>

Suárez Suárez, A. (2014). *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa* (22ª ed., Economía y empresa). Madrid: Pirámide.