



Características de las IIC sostenibles españolas en 2020

María Isabel Cambón Murcia
Anna Ispierto Maté

Documentos de Trabajo
N.º 77



Características de las IIC sostenibles españolas en 2020

María Isabel Cambón Murcia¹
Anna Ispuerto Maté¹

Documento de Trabajo
N.º 77

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS, ESTADÍSTICAS Y PUBLICACIONES
Febrero 2022

1 María Isabel Cambón Murcia y Anna Ispuerto Maté pertenecen al Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publica este Documento de Trabajo con el objetivo de facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

Las opiniones expresadas en este Documento de Trabajo reflejan exclusivamente el criterio de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web www.cnmv.es.

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

Resumen	7	
1	Introducción	10
2	Características de las IIC sostenibles	12
2.1	Número, patrimonio y partícipes	12
2.2	Vocación	14
2.3	Costes y rendimiento	16
3	Análisis de la cartera de las IIC sostenibles desde un punto de vista ASG	22
3.1	Metodología	22
3.2	Resultados para FI y SICAV	26
3.3	Resultados para los fondos de fondos	29
4	Conclusiones	34
Bibliografía		36
Anexo 1	Ejemplos de política de inversión de IIC sostenibles	38
Anexo 2	Patrimonio de la cartera de las IIC sostenibles por tipo de activo y cobertura ASG	40
Anexo 3	Análisis de la cartera de las IIC sostenibles de acuerdo con la calificación del emisor sobre emisiones de CO₂	42

Resumen

El mercado de productos de inversión con características sostenibles se está expandiendo con gran intensidad en los últimos años como consecuencia de varios factores que impulsan tanto la oferta de estos productos como su demanda. En el ámbito de las competencias de la CNMV, resulta de interés evaluar las características de estos activos dentro de las instituciones de inversión colectiva (IIC) con el fin de arrojar algo de luz sobre sus particularidades en relación con otras IIC de carácter convencional. Este trabajo constituye un primer ejercicio para conocer con mayor profundidad las IIC sostenibles españolas que estaban registradas a finales de 2020 en la CNMV, cuyo número no era demasiado elevado: un total de 59 instituciones entre fondos de inversión y sociedades de inversión de capital variable (SICAV), y un patrimonio cercano a los 9.500 millones de euros (el 3,1 % del patrimonio total de estas instituciones). Estas IIC emplean de forma voluntaria la denominación ISR (inversión socialmente responsable) de acuerdo con la Circular ISR de Inverco publicada en 2014.

Este ejercicio, realizado con datos del año 2020, supone la descripción de estas entidades justo antes de la entrada en vigor del Reglamento europeo sobre divulgación (conocido como SFDR, por sus siglas en inglés) en marzo de 2021, que describe las obligaciones de divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros. Este reglamento señala los requisitos en materia de información precontractual que deben satisfacer los productos financieros que promueven, entre otras, características medioambientales o sociales, siempre y cuando las empresas en las que invierten observen buenas prácticas de gobernanza (artículo 8) y los productos financieros tengan como objeto inversiones sostenibles (artículo 9). En la fecha de finalización de este trabajo (diciembre de 2021), un total de 165 IIC españolas se habían acogido al artículo 8 y 7 instituciones al artículo 9 (con un patrimonio conjunto de 60.800 millones de euros), cifras que ponen de manifiesto la rapidez con la que este sector se expande¹ y que invitan a actualizar en el futuro los resultados más importantes de este análisis.

Pues bien, este trabajo se presenta en dos bloques fundamentales. El primero describe las principales magnitudes de las IIC sostenibles españolas, entre otras su número, vocación, partícipes, tamaño, costes y rendimiento. El segundo evalúa los activos de la cartera de estas instituciones mediante las calificaciones ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) obtenidas de proveedores comerciales de información con el fin de realizar una primera aproximación sobre el grado de sostenibilidad de sus activos.

Los resultados del primer bloque indican, además del número y patrimonio de las instituciones ya comentado, que el número de partícipes de estas superaba

1 Para mayor información sobre la expansión del sector de fondos de inversión con criterios ASG a nivel internacional, véase el capítulo 3 del informe del Fondo Monetario Internacional (IMF, 2021).

ligeramente los 400.000 (3,1 % del total). La mayor parte de estos vehículos pertenecía a las categorías de renta fija mixta (RFM), renta variable mixta (RVM) o renta variable internacional (RVI), con 14 vehículos en cada una de ellas. En términos patrimoniales, los fondos de renta fija mixta representaban prácticamente la mitad del total de las IIC sostenibles, con un peso del 47,5 %.

Por otra parte, el análisis de la rentabilidad y los gastos de las IIC sostenibles muestra que a finales de 2020 su rentabilidad media era superior a la del conjunto de fondos de inversión (FI) y SICAV registrados en la CNMV (un 1,8 % frente a un 0,8 %). Aunque esto se explica parcialmente por un mayor peso, en términos patrimoniales, de las categorías con un mejor comportamiento en el año (vocaciones con una elevada proporción de renta variable en sus carteras), existe también una parte que podría tener su origen en la composición diferencial de la cartera de las IIC sostenibles (debido, por ejemplo, a la mayor relevancia de la inversión en empresas tecnológicas y relacionadas con la salud, que se comportaron mejor durante la crisis del COVID-19). En el caso de la ratio de gastos soportados, que fue superior para las IIC con objetivos ASG que para el resto (1,22 % frente a 1,05 %), sí que parece que esta diferencia tenga su origen, exclusivamente, en una proporción mayor de vehículos pertenecientes a vocaciones con comisiones relativamente elevadas.

Los resultados del segundo bloque de análisis revelan que el grado de sostenibilidad de los activos en cartera de las IIC sostenibles españolas es muy alto, sobre todo en los fondos de inversión y en las SICAV (en relación con los fondos de fondos). Para los fondos de inversión y SICAV se estima que el 78 % del patrimonio de estas instituciones está invertido en emisores que muestran (con información de Refinitiv) una evaluación relativa ASG excelente o buena y un grado de transparencia de datos ASG reportados públicamente alto o por encima de la media (es decir, calificaciones A y B²). En particular, 39 de las 47 IIC muestran una proporción superior al 70 % de su cartera en activos con calificaciones A y B, y solo el 3,7 % en activos de emisores C y D. Para estas instituciones se han encontrado calificaciones ASG para el 82 % del patrimonio, por lo que los resultados que se presentan se pueden considerar representativos del conjunto del sector. Dentro de los criterios ASG, las mejores calificaciones de estas instituciones se observan en el criterio social.

En el caso de los fondos de fondos el análisis es más complejo, pues ha requerido evaluar la cartera de las inversiones realizadas en otras IIC con el fin de asignarles una calificación ASG, siempre que se obtuvieran *ratings* de su cartera, al menos, para el 70 % de los activos de cada una de ellas. En este caso el porcentaje de inversiones realizado en emisores que presentan calificaciones ASG A y B también es elevado (69 %), pero algo inferior al obtenido para el conjunto de fondos de inversión y SICAV. Este hecho puede explicarse por varias razones (o por una combinación de ellas): i) la mayor proporción de activos para los que no se ha encontrado

2 Las calificaciones o *ratings* ASG que publica este proveedor de datos para los emisores oscilan entre las letras A y D, con una segmentación positiva (+), neutra o negativa (-) para cada letra de acuerdo con el siguiente significado: (A): evaluación relativa ASG excelente y alto grado de transparencia de datos ASG reportados públicamente, (B): evaluación relativa ASG buena y grado de transparencia de datos ASG reportados públicamente por encima de la media, (C): evaluación relativa ASG satisfactoria y grado de transparencia de datos ASG reportados públicamente moderado y (D): evaluación relativa ASG pobre y grado insuficiente de transparencia de datos ASG reportados públicamente.

calificación ASG (lo que en parte se debe al criterio exigente que se ha impuesto a la hora de otorgar una calificación ASG a las inversiones en otras IIC), ii) la mayor dificultad de los gestores para discriminar entre emisores comprometidos con la sostenibilidad cuando se invierte en IIC (salvo que se haga en índices relacionados con la materia) y iii) la posibilidad de que estos *ratings* ASG no reflejen de forma adecuada las estrategias de inversión de estos gestores.

1 Introducción

Es innegable el interés creciente que están suscitando los activos que cumplen con criterios de sostenibilidad (ASG) por parte de oferentes y demandantes de financiación. Los mercados de activos verdes y sostenibles cuentan con perspectivas de crecimiento muy favorables. Numerosas empresas y gobiernos emiten de forma creciente bonos verdes y sostenibles, a la vez que más gestores de activos y agencias de *rating* están incorporando nuevos activos a sus carteras y análisis, respectivamente, que cumplan con los criterios de sostenibilidad. En este proceso de transición, la creciente demanda de activos verdes o medioambientalmente sostenibles por parte de los inversores puede exceder su oferta actual, lo que acentúa el riesgo de que se produzcan distorsiones en el proceso de formación de precios y también puede dar lugar a fenómenos de *greenwashing* (o blanqueo ecológico) con activos *a priori* considerados sostenibles, pero que realmente no lo son.

En España las primeras IIC que tenían en consideración criterios ASG se denominaron *éticas*, si bien paulatinamente la denominación ISR (inversión socialmente responsable) empezó a cobrar una importancia creciente, sobre todo a raíz de la publicación en 2014 de la Circular ISR de Inverco³. Esta última, que se puede entender como una guía de carácter voluntario, describe la aplicación de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en las políticas de inversión de las IIC que decidan incluir en su denominación las partículas ISR, ASG u otras equivalentes. Cada IIC que utilice esta denominación tendrá su propio ideario de ISR, que no tiene por qué coincidir con el del resto. Las estrategias de ISR más comunes emplean criterios negativos (por ejemplo, exclusión de inversión por comportamientos contrarios a normativas internacionales y derechos fundamentales o exclusión por actividad —armamento controvertido—), criterios valorativos (valoraciones destacadas —o *best in class*—, diálogo con empresas o *engagement* accionarial, integración ASG...) o una combinación de ambos. Estas IIC no deben confundirse con las IIC solidarias, que se caracterizan por ceder una parte de su comisión de gestión a determinadas entidades benéficas o no gubernamentales pero no modifican ni incorporan en su política de inversión criterios ASG. Algunas entidades, no muchas, tienen las dos consideraciones (sostenible y solidaria).

En este estudio se va a emplear la denominación *IIC sostenible* para aludir a estas IIC, pues resulta más conveniente según las prácticas y los estándares regulatorios actuales, entre los que destacan los Reglamentos europeos de Divulgación⁴ y de Taxonomía⁵. En el Reglamento de Divulgación, que entró en vigor el 10 de marzo de

3 <http://www.inverco.es/20/21/24>

4 Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

5 Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088.

este año, y en el que se describen las obligaciones de divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros, cabe señalar los artículos 8 y 9, que distinguen (en materia de información precontractual) los productos financieros que promueven, entre otras, características medioambientales o sociales, siempre y cuando las empresas en las que invierten observen buenas prácticas de gobernanza (artículo 8) y los productos financieros tengan como objeto inversiones sostenibles (artículo 9).

Este estudio pretende arrojar luz sobre las características de las IIC españolas que a finales de 2020 declaraban realizar inversiones empleando criterios ASG (no incluye, por tanto, las IIC solidarias). El ejercicio 2020 es inmediatamente anterior a la entrada en vigor del Reglamento de Divulgación comentado con anterioridad y, por tanto, no recoge el análisis de las instituciones que se han acogido a los artículos 8 y 9 a lo largo de 2021⁶, sino que describe la situación del sector antes de dicho reglamento.

El análisis se presenta en dos grandes bloques. El primer bloque describe las características más importantes de estas instituciones, entre otras su patrimonio, número de partícipes, vocación o tipo de gestora, así como otras informaciones relevantes, como su orientación hacia el inversor minorista o los costes y el rendimiento de estas instituciones en el conjunto de 2020. Cuando resulte interesante se establecerán las comparaciones pertinentes con magnitudes semejantes del resto de IIC.

El segundo bloque del trabajo analiza la cartera de estas instituciones desde un punto de vista ASG en el siguiente sentido: para cada código internacional de valores (ISIN) de la cartera de estas IIC (con información a diciembre de 2020) se ha buscado la calificación ASG del emisor último de dicho activo de acuerdo con las calificaciones de uno de los proveedores de información ASG más importantes (Refinitiv) en cuanto a cobertura de emisores y a número de indicadores empleados para determinar estas calificaciones o *ratings* ASG. Se trata de contrastar, en definitiva, qué parte de la cartera de estas IIC se ha invertido en emisores con *ratings* ASG elevados para determinar si su consideración de IIC sostenible es adecuada. Este contraste se hace para diferentes *ratings* ASG, tanto el más general como otros específicos para las tres vertientes de este ámbito: medioambiental (A), social (S) y de gobernanza (G). También se ha extendido el análisis para el indicador específico de emisiones de CO₂.

Cabe señalar que este estudio tiene limitaciones, pues los criterios de inversión de las IIC teniendo en cuenta consideraciones ASG pueden ser muy diferentes, como se ha explicado anteriormente (criterios de exclusión, criterios valorativos o ambos). Esta casuística no puede ser identificada en el análisis que se presenta, que se ve también afectado por la falta de homogeneidad y disponibilidad de información en esta materia, pero puede considerarse como un primer paso para evaluar las características ASG de la cartera de estas IIC de modo genérico.

6 En la fecha de publicación de este análisis un total de 165 IIC se habían acogido al artículo 8 y 7 instituciones, al artículo 9. El patrimonio de estas instituciones se situaba en 60.800 millones de euros (un 17,4 % del patrimonio total del sector).

2 Características de las IIC sostenibles

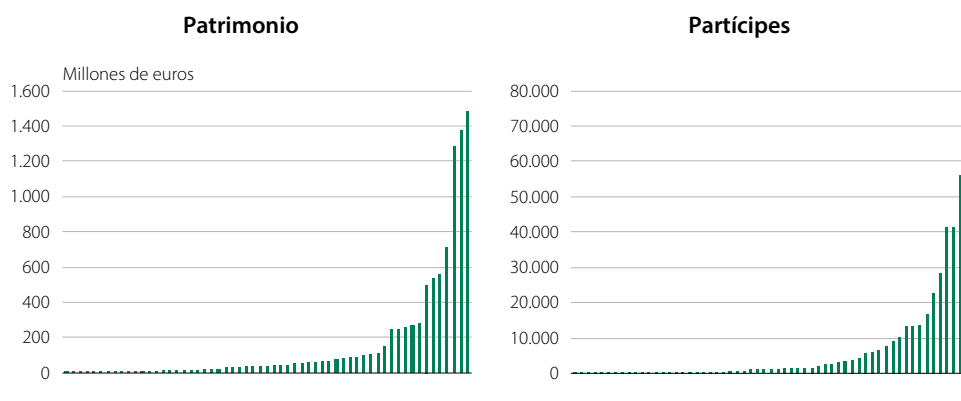
En esta sección se ofrece un primer análisis de las IIC sostenibles españolas en el que se presentan, por un lado, los principales resultados de distintas variables descriptivas (patrimonio, partícipes, vocación inversora...) y, por otro lado, una comparativa de la rentabilidad de estos vehículos y los gastos asociados a ellos en relación con el resto de IIC domiciliadas en España.

2.1 Número, patrimonio y partícipes

Al cierre de 2020 había un total de 59 IIC cuyas inversiones cumplían con criterios de sostenibilidad. De ellas, 56 eran FI de carácter financiero y 3 eran SICAV. El patrimonio total ascendía a 9.496 millones de euros, un 3,1 % del patrimonio total de FI y SICAV. En cuanto al número de partícipes, que era de 403.213, el porcentaje sobre el total era el mismo: 3,1 %. Por su parte, el patrimonio medio por IIC se situaba en casi 161 millones de euros (169 millones si se consideran únicamente los fondos de inversión), mientras que el número medio de partícipes ascendía a 6.834 (7.193 en el caso de los FI). La concentración era elevada, ya que únicamente 4 fondos suponían el 51,2 % del patrimonio total de estas IIC, todas ellas pertenecientes a grupos bancarios nacionales.

Distribución del patrimonio y de los partícipes

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

De los 56 FI, en la mayoría de ellos (40) había más de una clase, es decir, aplicaban distintas comisiones dependiendo del tipo de inversor del que se tratase. De estos últimos, en 38 había al menos una clase para inversores minoristas y otra para institucionales⁷. En el cómputo global, un 86,8 % del patrimonio total se correspondía

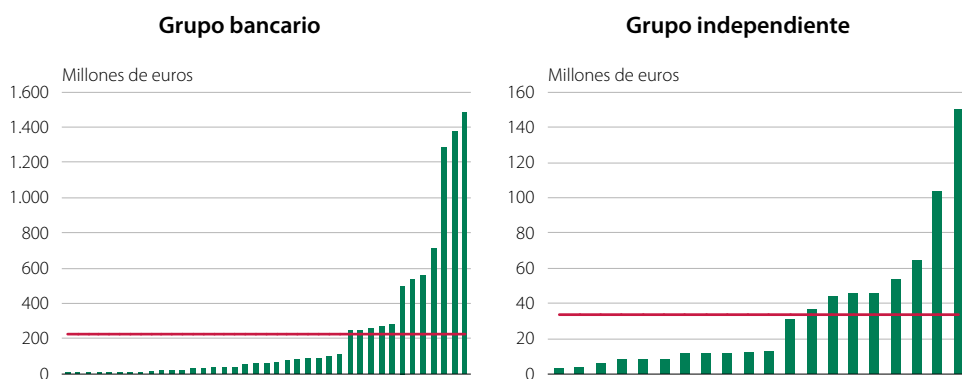
⁷ Se considera que una clase dentro de un fondo de inversión es institucional si va directamente dirigida a inversores institucionales (otras IIC, fondos de pensiones...), si existe una inversión mínima de al

con IIC (o clases dentro de estas) comercializadas a inversores minoristas, mientras que el 13,2 % restante lo hacía con inversores institucionales. En número, del total de 141 clases, 73 se consideran minoristas y 68 institucionales.

En relación con la gestión de activos, 39 de todas las IIC sostenibles estaban gestionadas por gestoras pertenecientes a grupos bancarios, el 66,1 % del total, mientras que 20 pertenecían a grupos independientes (33,9 %). En términos patrimoniales, los vehículos gestionados por grupos bancarios tenían un tamaño medio muy superior a los de gestoras independientes y suponían el 92,9 % del total. Concretamente, el tamaño medio de las IIC bancarias era de 226,2 millones de euros, mientras que el de las gestionadas por entidades no bancarias era de 33,7 millones. Cabe señalar que esta diferencia está muy condicionada por 3 fondos de inversión gestionados por 2 bancos españoles cuyo patrimonio superaba los 1.000 millones de euros.

Distribución del patrimonio según tipo de gestora

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

La mayoría de las IIC sostenibles se dieron de alta como vehículo ISR de 2018 en adelante, concretamente 35 de las 59, de las cuales 16 lo habían hecho el mismo 2020. La primera que se dio de alta como vehículo que utilizaba criterios ASG en sus inversiones lo hizo en el año 2010.

En relación con la cartera de inversión, 11 de las IIC, todas fondos de inversión, se declaraban, al cierre de 2020, como fondos de fondos, es decir, que invierten la mayor parte de su patrimonio en otras IIC. En concreto, 9 de ellas, en su folleto, especificaban que su inversión en otras IIC era superior al 50 % (el mínimo exigido para ser considerado fondo de fondos) y en las 2 restantes este límite mínimo era del 70 % en una y del 75 % en la otra.

En marzo de 2021 entró en vigor, como ya se ha mencionado en la introducción, el Reglamento de Divulgación, cuyo principal objetivo es reorientar los flujos de capital

menos 100.000 euros o si se dirige indirectamente a inversores con gestión discrecional de carteras. En el caso de las SICAV, que no suelen exigir suscripción mínima inicial, aunque su patrimonio en muchos casos está concentrado en un número pequeño de accionistas, se ha adoptado un criterio diferente para determinar las que se consideran institucionales: aquellas en las que más del 50 % del patrimonio se encuentra en manos de inversores cuya inversión supera los 150.000 euros.

hacia una economía sostenible e integrar la sostenibilidad en la gestión y el análisis de riesgos. También se pretende fomentar la transparencia en este ámbito (evitando el *greenwashing*), a la vez que estandarizar y armonizar las finanzas sostenibles en el ámbito europeo. Para ello, se ha definido una clasificación basada en tres artículos diferentes según sea el nivel de implicación en materia de sostenibilidad, de forma que las gestoras de fondos deben clasificar cada IIC en uno de estos tres artículos atendiendo a la estrategia y filosofía de sus inversiones según criterios ASG.

Las tres categorías establecidas en estos artículos son las siguientes:

- Artículo 6: productos de inversión que no consideran riesgos ASG como parte del proceso de decisión.
- Artículo 8: productos de inversión que promueven características sostenibles en el marco de una estrategia general.
- Artículo 9: productos de inversión que específicamente fijan objetivos de sostenibilidad dentro de su proceso de decisión.

De todas las IIC que declaraban cumplir con criterios de sostenibilidad en sus inversiones al cierre de 2020 (las 59 analizadas), en la fecha de elaboración de este informe, 56 han pasado a formar parte de las IIC que cumplen con el artículo 8 del reglamento europeo, mientras que tan solo 1 declaró cumplir con el artículo 9. Las 2 restantes, ambas FI, han sido absorbidas en 2021 por otro FI, en un caso un fondo sostenible ya existente y en el otro un fondo no ASG (artículo 6). Adicionalmente, otras 109 IIC se han acogido al artículo 8 (107 FI, 1 SICAV y 1 FI libre) y 6 al artículo 9 (5 FI y 1 FI libre).

Aunque no entran en el ámbito de este estudio, se debe tener en cuenta que también existen IIC de tipo cerrado, creadas al amparo del Reglamento (UE) n.º 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos, cuyo objeto principal es la inversión en empresas sociales, es decir, empresas que tengan como objetivo primordial la consecución de un impacto social positivo y medible⁸. En España estos vehículos son escasos, tanto en número como en recursos gestionados. Así, al cierre de 2020 había un total de 4 FESE que gestionaban un patrimonio total de poco más de 22 millones de euros, de los cuales solamente 3 millones estaban en manos de inversores minoristas (hogares).

2.2 Vocación

En este epígrafe se ofrece una descripción de las IIC sostenibles según la política de inversión de su cartera, es decir, su vocación inversora. Así, como se puede observar

8 El reglamento establece que sean empresas que cumplan con, al menos, uno de los siguientes tres requisitos:

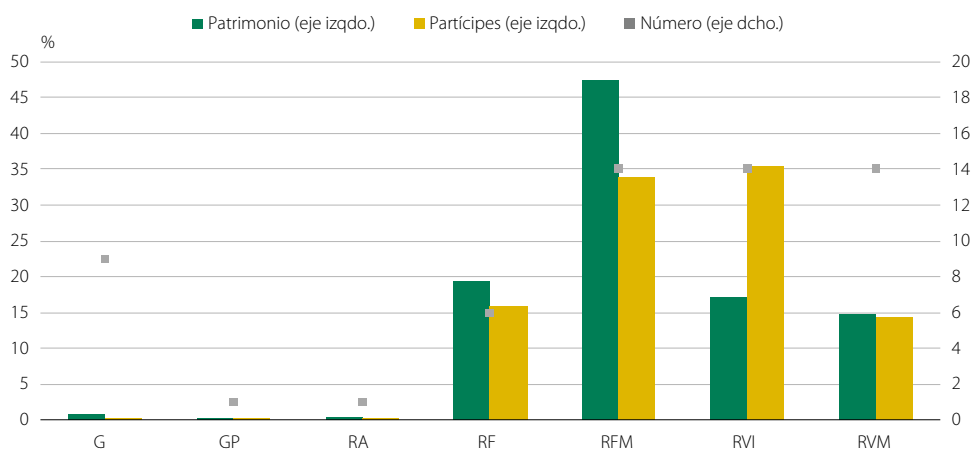
- Proporcionar servicios o bienes a personas vulnerables, marginadas, desfavorecidas o excluidas.
- Emplear un método de producción de bienes o servicios que represente su objetivo social.
- Proporcionar ayuda financiera exclusivamente a las empresas sociales tal como se definen en los dos primeros guiones.

en el gráfico 3, la mayor parte de las IIC pertenecía a la categoría de renta fija mixta (RFM⁹), renta variable mixta (RVM¹⁰) o renta variable internacional (RVI) —14 vehículos en cada una de las categorías—, mientras que se declaraban como IIC globales (G) 9 de ellas, entre las que estaban las 3 únicas SICAV analizadas en este artículo. De los 8 vehículos restantes, 6 pertenecían a la vocación de renta fija (RF¹¹), 1 a la categoría de gestión pasiva (GP¹²) y otro a la de retorno absoluto (RA).

En términos patrimoniales, los fondos de renta fija mixta representaban prácticamente la mitad de las IIC sostenibles, con un 47,5 % del total. Entre ellos destacaban 2 fondos de inversión de elevado tamaño (patrimonio superior a los 1.000 millones de euros) pertenecientes a 2 grupos bancarios nacionales. Los fondos de renta fija eran los segundos en importancia, con un peso del 19,5 %, categoría a la que pertenece el fondo de inversión con el mayor patrimonio¹³. Los fondos de renta variable internacional y renta variable mixta suponían el 17,1 % y el 14,8 %, respectivamente (véase gráfico 3).

Número, partícipes y patrimonio por vocación

GRÁFICO 3



Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a los partícipes, los fondos de renta variable internacional eran los que concentraban un mayor número de ellos, concretamente 143.259 (un 35,5 % del total), gracias, en parte, a 1 solo fondo que contaba con alrededor de la mitad de los partícipes¹⁴ de esta categoría. Los fondos de renta fija mixta, por su parte, contaban

9 Incluye: renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.

10 Incluye: renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.

11 Incluye fondos monetarios (FMM) a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro corto plazo.

12 Incluye: gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

13 Este fondo, que pertenece a un grupo bancario español, representaba el 15,7 % del patrimonio total de las IIC sostenibles al cierre de 2020 y más del 80 % de las IIC que pertenecían a la vocación de renta fija. Prácticamente la totalidad de su patrimonio iba destinado a inversores minoristas.

14 Este fondo, perteneciente a una entidad financiera nacional, contaba con un patrimonio medio por partícipe de 7.731 euros, un valor relativamente bajo, a pesar de considerarse un fondo para inversores institucionales, ya que estaba dirigido únicamente a inversores con gestión discrecional de carteras.

con el 33,9 % de los partícipes, mientras que en los fondos de renta fija y renta variable mixta invertían el 15,9 % y el 14,4 % del total, respectivamente. Dentro de las categorías restantes (gestión pasiva, retorno absoluto y globales) había tan solo 1.619 partícipes, lo que supone, en agregado, un 0,4 %.

2.3 Costes y rendimiento

Este epígrafe tiene como objetivo mostrar tanto las rentabilidades como los costes de los distintos vehículos con objetivos ISR en sus inversiones, comparándolos con las cifras obtenidas para el total de fondos de inversión y de SICAV. Para ello, en el caso del cálculo de rentabilidades se han seleccionado los vehículos sostenibles que estaban vivos al cierre de 2019 con el objetivo de tener el valor liquidativo a 31 de diciembre de 2019 y 2020 y calcular así la rentabilidad anual para el año 2020. Como consecuencia, el análisis se ha realizado sobre 97 clases pertenecientes a 50 vehículos distintos: 47 FI y 3 SICAV. Por otra parte, para el análisis de los costes asociados a estas IIC se han seleccionado los vehículos con disponibilidad de información sobre la ratio de gastos corrientes¹⁵ (más conocida como TER, por sus siglas en inglés) para 2020.

La rentabilidad media de las IIC analizadas en este epígrafe fue del 1,8 % entre enero y diciembre de 2020, una cifra superior a la del conjunto de fondos de inversión registrados en la CNMV, que fue del 0,8 %. Este mejor resultado podría estar influenciado por un sesgo de las categorías en las que invierten estos vehículos, ya que los rendimientos de las distintas vocaciones fueron muy dispares, oscilando entre el -8,8 % de los fondos de renta variable euro hasta el 2,8 % de los de renta variable internacional. Por esta razón, se ha realizado una comparativa de la rentabilidad en las 4 principales vocaciones en las que invierten las IIC sostenibles (renta fija, renta fija mixta, renta variable mixta y renta variable internacional), que suponían el 98,8 % del patrimonio total.

En el gráfico 4 se han representado los rendimientos anuales de las 89 clases que pertenecían a alguna de estas 4 categorías y estaban activas en diciembre de 2019¹⁶. En las dos vocaciones con un perfil más conservador, es decir, renta fija y renta fija mixta, se puede observar que la rentabilidad media para 2020 fue ligeramente inferior a la media de su categoría. Así, en el caso de los fondos de renta fija, el rendimiento se situó en el 0,06 % frente al 0,57 % de la categoría en su conjunto (panel superior izquierdo), mientras que en los de renta fija mixta estos valores fueron del -0,3 % y del 0,03 % (panel superior derecho). Cabe mencionar, no obstante, que en la categoría de renta fija, dos tercios de los fondos obtuvieron una rentabilidad superior a la de la media de la categoría en su totalidad, por lo que el peor resultado obtenido fue consecuencia, principalmente, del resultado de un solo fondo, cuyo patrimonio era elevado.

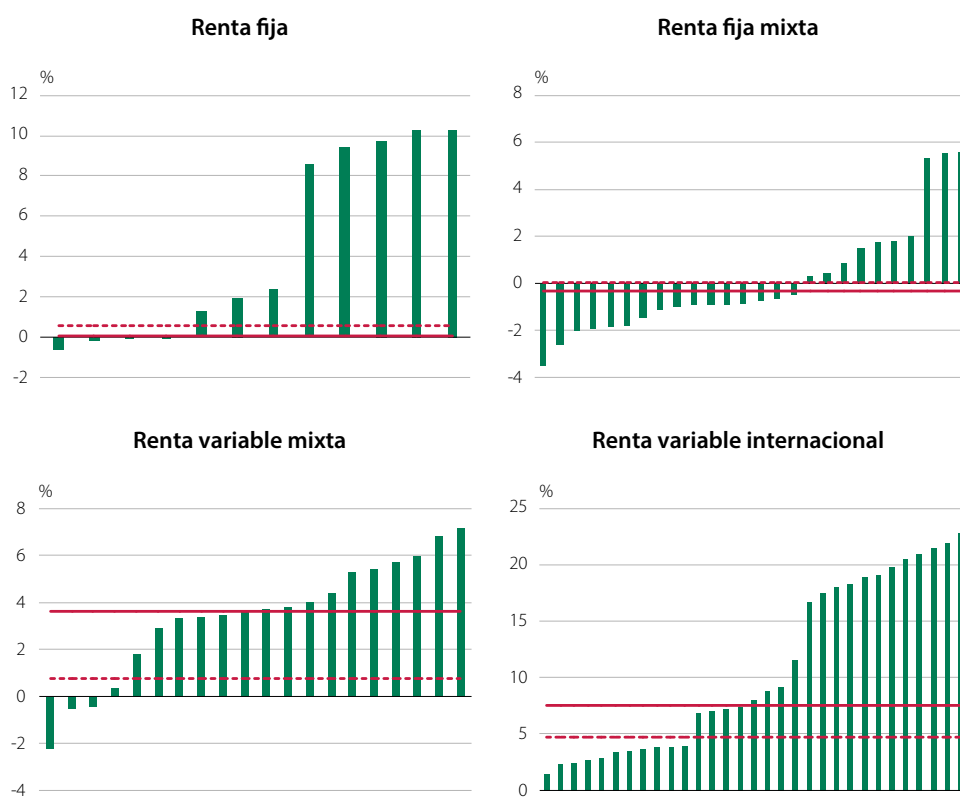
15 La ratio de gastos corrientes (RGC) expresa el impacto (en términos porcentuales) de la suma de las comisiones de gestión y depósito y otros gastos de gestión corriente soportados por una IIC en el último ejercicio, respecto a su patrimonio medio diario. Esta ratio debe calcularse de acuerdo con una metodología armonizada a nivel europeo e incluida en las directrices del Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CESR, 2010). La ratio de gastos corrientes no incorpora el impacto de la comisión de gestión sobre resultados. Sí incluye los gastos indirectos soportados como consecuencia de la inversión en otras IIC.

16 Estas clases pertenecen a 43 fondos de inversión distintos. No había ninguna SICAV, ya que las 3 únicas incluidas en este estudio pertenecían a la vocación de IIC globales.

En cambio, en los fondos con un perfil algo más arriesgado sucedió lo contrario: la rentabilidad media de los fondos con objetivos ISR fue superior a la de sus vocaciones correspondientes, y con una diferencia sustancial (véanse paneles inferiores del gráfico 4). De esta forma, los fondos de renta variable mixta mostraron un rendimiento medio del 3,60 %, frente al 0,76 % de la categoría, y en los de renta variable internacional las cifras fueron del 7,51 % y 4,71 %, respectivamente.

Rentabilidad individual por vocación¹

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

1 La línea continua de color rojo se corresponde con la rentabilidad media de las IIC analizadas en este estudio, mientras que la discontinua es la rentabilidad media de la vocación en su conjunto.

En relación con los gastos soportados por las IIC sostenibles, se dispone de la información del cierre de 2020 acerca de 122 clases, pertenecientes a 56 instituciones distintas, de las que 53 eran fondos de inversión y 3 eran SICAV. El nivel medio de gastos soportados por estos vehículos era superior a la media de la totalidad de fondos de inversión y SICAV, ya que en el primer caso la cifra se situaba en el 1,22 % y en el segundo, en el 1,05 %. Al igual que en el caso de la rentabilidad, estas diferencias en los resultados podrían ser consecuencia de una distinta distribución entre vocaciones, por lo que se han analizado las cuatro categorías a las que pertenecen la mayor parte de las IIC sostenibles, en términos patrimoniales¹⁷.

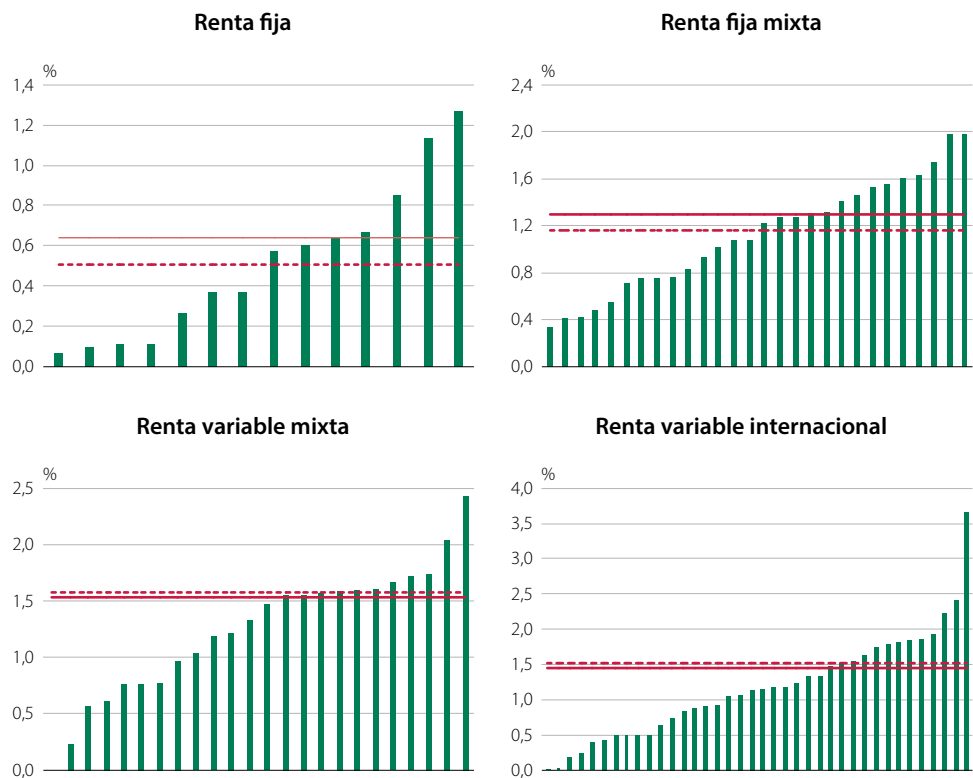
17 En España, en la ratio total de gastos corrientes la mayor parte corresponde a la comisión de gestión, que representa, en general, entre un 80 % y un 90 % de esta, por lo que el mayor nivel de la ratio de gastos se explica por la comisión de gestión más elevada que soportan las vocaciones con mayor peso de la renta variable.

Así, en el gráfico 5 se ha representado la ratio de gastos corrientes de las clases pertenecientes a las categorías de renta fija, renta fija mixta, renta variable mixta y renta variable internacional. Como se puede observar, en las categorías más conservadoras (paneles superiores del gráfico 5), los gastos medios soportados por las IIC sostenibles fueron, en 2020, superiores a los de sus correspondientes vocaciones: en el caso de los fondos de renta fija, el gasto medio de los vehículos analizados en este informe se situó en el 0,64 % del patrimonio, frente al 0,51 % de la vocación en su totalidad, mientras que para los fondos de renta fija mixta los porcentajes fueron del 1,30 % y del 1,16 %, respectivamente. En ambos casos, no obstante, es importante recalcar que en la mitad de los vehículos los gastos soportados estaban por debajo del valor medio de la categoría.

Por el contrario, en el caso de los vehículos con una política de inversión más arriesgada, la ratio de gasto de los fondos con objetivos ASG era, en términos medios, inferior a la media de la categoría, si bien la diferencia era muy pequeña. Así, en los fondos de renta variable mixta estos porcentajes eran del 1,53 % y el 1,58 %, y en los de renta variable internacional ascendían al 1,45 % y al 1,52 %, respectivamente. Estos resultados muestran, por tanto, que la diferencia en los valores de la ratio de gastos soportados para la totalidad de las instituciones con objetivos ASG estaba causada, al menos en gran parte, por una mayor proporción de vehículos que pertenecían a categorías cuyas comisiones son relativamente más elevadas.

Ratio de gastos individual por vocación

GRÁFICO 5



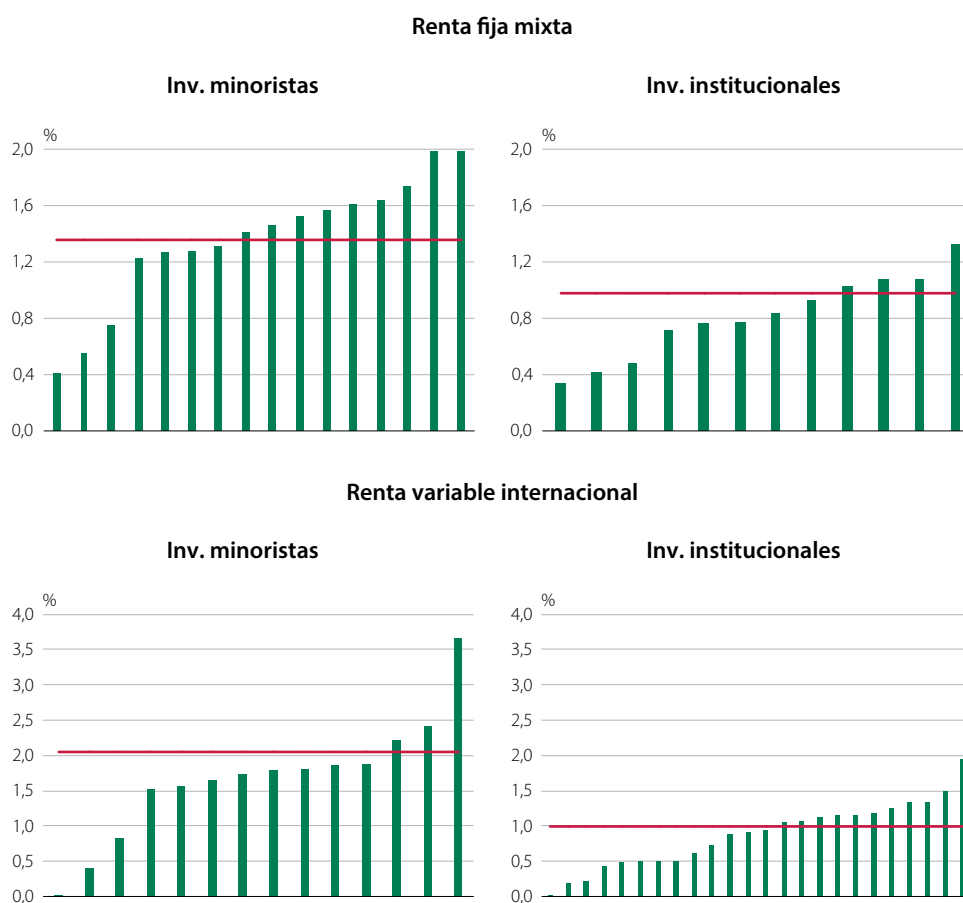
Fuente: CNMV.

Por otro lado, se han clasificado las distintas clases de los vehículos según vayan dirigidos a inversores institucionales o minoristas para analizar si existen diferencias

en los gastos asociados a estas. De esta forma, la ratio de gastos media (ponderada por el nivel patrimonial de cada clase) para las clases dirigidas a inversores institucionales fue del 0,97 % en 2020, mientras que para las comercializadas a inversores minoristas fue del 1,29 %. Estos resultados van en línea con los observados en el conjunto de fondos de inversión, en los que existe una diferencia sustancial entre los dos tipos de inversores¹⁸. Para confirmar que estas diferencias no están originadas por las vocaciones en las que invierten estas IIC, se han analizado los resultados para las mismas cuatro categorías que se han considerado anteriormente.

Ratio de gastos individual por tipo de inversor y vocación

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

De esta forma, en el gráfico 6 se muestran los resultados para las dos categorías con mayor peso, tanto por el número de clases como por el nivel de patrimonio¹⁹. Como se puede observar, se mantiene la notable diferencia entre los gastos asociados a las IIC dirigidas a inversores minoristas e institucionales. En el caso de los fondos de renta fija mixta, los valores medios se situaron en el 1,35 % y el 0,98 % para las clases comercializadas a inversores minoristas e institucionales, respectivamente. Estas mismas cifras eran del 2,05 % y del 0,99 % para los fondos de renta variable

18 Para mayor detalles, véase el artículo de Cambón, Gordillo y Pedrón (2020).

19 De las 122 clases analizadas, 28 son de renta fija mixta y representan el 47,3 % del patrimonio, mientras que 38 se corresponden con fondos de renta variable internacional con un porcentaje patrimonial del 17,3 %.

internacional, por lo que la diferencia entre tipos de inversores era notablemente mayor²⁰. De estos resultados se puede inferir que en las IIC sostenibles, independientemente de su vocación inversora, se observa una diferencia importante entre las comisiones aplicadas a inversores minoristas e institucionales, y con magnitudes similares a los resultados obtenidos para la totalidad de fondos y SICAV en el estudio mencionado en la nota al pie 17.

Con el fin de contrastar de forma empírica algunas de las intuiciones que parecen deducirse de la exposición anterior sobre los rendimientos y costes de las IIC sostenibles, se han estimado varias regresiones preliminares, cuyos resultados más importantes se presentan en el cuadro 1. Se ha estimado un modelo que trata de arrojar algo de luz sobre algunos de los determinantes de la rentabilidad y de los gastos de todas las IIC en 2020, entre los cuales se incluye una variable que captura el posible efecto diferencial de las IIC sostenibles. Este ejercicio empírico tiene una serie de limitaciones, entre las que destaca el hecho de que se trata de una estimación con datos de un solo año²¹: 2020, siendo este excepcional como consecuencia de la crisis del COVID-19. Lo ideal en este tipo de ejercicios es disponer de un panel de varios años en los que haya periodos de bonanza y de crisis que permitan extrapolar y generalizar los resultados obtenidos.

Pues bien, teniendo en cuenta estas limitaciones metodológicas, los resultados obtenidos parecen señalar que las IIC sostenibles obtuvieron en 2020 un rendimiento superior al del resto de IIC españolas, pero no mostraron un comportamiento diferencial en cuanto a sus gastos (véanse los resultados de la fila sombreada en gris, que delimita el comportamiento diferencial de estas IIC respecto al total en estas dos variables). El rendimiento superior de las IIC sostenibles en 2020 podría explicarse, de forma muy general, por el hecho de que en las carteras de inversiones ASG la relevancia de las empresas tecnológicas y relacionadas con la salud es mayor que en una cartera convencional, siendo las cotizaciones de estas compañías las que mostraron un comportamiento relativo mejor en el contexto de la crisis del COVID-19.

La literatura existente en esta materia, que generalmente evalúa el rendimiento de las inversiones ASG, arroja resultados mixtos. Se puede decir, en términos generales, que los estudios basados en datos más antiguos identifican un rendimiento relativo peor de las inversiones ASG respecto al mercado o ninguna diferencia significativa²² (no solo en fondos de inversión, sino también en los mercados de renta variable). Los estudios que incorporan datos más recientes encuentran que las inversiones ASG muestran un rendimiento relativo mejor que las demás²³. En el ámbito particular de las IIC francesas, existen varios estudios que evalúan el rendimiento de las IIC sostenibles en relación con las demás y que concluyen que estas no muestran un

20 Aunque no se presentan en el gráfico, las conclusiones para el resto de categorías muestran unos resultados similares. En el caso de los fondos de renta fija la ratio de gastos soportados por el vehículo era del 0,65 % para las clases comercializadas a minoristas y del 0,28 % para las dirigidas a inversores institucionales, mientras que en los fondos de renta variable mixta la ratio media era del 1,60 % y del 1,13 %, respectivamente,

21 También existen otras limitaciones que pueden estar relacionadas con la presencia de variables omitidas en el modelo o con la posible endogeneidad de algunas variables.

22 Este sería el caso de los estudios de Sánchez y Sotorrío (2009) o de Revelli y Viviani (2015).

23 Véanse Friede, Busch y Bassen (2015) o Drei *et al.* (2019).

rendimiento superior al mercado²⁴ (para un periodo de tiempo entre 2001-2007) ni tampoco un rendimiento diferencial²⁵ (para el periodo 2012-2018). Para este periodo más reciente, sí se encuentra evidencia empírica sobre los menores costes de las IIC sostenibles (definidas como aquellas que declaran públicamente realizar inversiones con criterios ASG y que disponen de *etiqueta sostenible*). Algunos estudios (no empíricos) sobre la evolución de los fondos de inversión en la Unión Europea en 2020 ofrecen resultados similares a los que se han obtenido en este trabajo: los fondos de inversión sostenibles habrían mostrado un rendimiento superior al del resto de IIC y diferencias muchos menores en cuanto a sus costes (1 décima inferior para las IIC sostenibles).

Determinantes de la rentabilidad y los costes de las IIC en 2020

CUADRO 1

Variables independientes ³	Rentabilidad ¹			Gastos ²
	MCO	MCO con clústeres por IIC	MCO	MCO con clústeres por IIC
Edad	-0,023	-0,023	0,011***	0,011***
Gestora (entidad de crédito)	1,221***	1,221***	-0,100***	-0,100***
Tamaño	0,703***	0,703***	-0,062***	-0,062***
Tipo de inversor: institucional	1,912***	1,912***	-0,387***	-0,387***
Tipo de IIC: fondo de fondos	4,214***	4,214***	0,404***	0,404***
Vocación				
Renta fija	1,047	1,047	-0,484***	-0,484***
Mixta	1,335	1,335*	-0,027	-0,027
Renta variable	-0,075	-0,075	0,336***	0,336***
Monetarios	-0,691	-0,691	-0,758***	-0,758***
IIC sostenible	4,757***	4,757***	0,039	0,039

Fuente: CNMV. Número de observaciones: 4.817. La muestra comprende todas las clases de fondos y SICAV registradas en la CNMV para las que había disponible un valor liquidativo a finales de 2019 y de 2020 (y, por tanto, es posible calcular la rentabilidad anual de 2020). Se reportan los coeficientes estimados y la desviación típica entre paréntesis. Se omite la constante. * Significatividad al 10 %, ** significatividad al 5 % y *** significatividad al 1 %.

1 Rentabilidad neta del año 2020.

2 Ratio de gastos total anual de 2020.

3 Las variables independientes se definen como sigue: edad (número de años desde la fecha de creación de la IIC hasta el 31/12/2020), gestora (*dummy* = 1 si la IIC pertenece a una entidad de crédito y 0 en otro caso), tamaño (logaritmo de los activos de la IIC), tipo de inversor (*dummy* = 1 si la IIC se ha clasificado como IIC dirigida a inversor institucional y 0 en otro caso), tipo de IIC (*dummy* = 1 si la IIC es un fondo de fondos o una SICAV de fondos y 0 en otro caso), vocación (*dummies* para cada vocación, la vocación de referencia es retorno absoluto), IIC sostenible (*dummy* = 1 si la IIC es sostenible y 0 en otro caso).

24 CapelleBlancard y Monjon (2014).

25 Darpeix y Mosson (2021).

3 Análisis de la cartera de las IIC sostenibles desde un punto de vista ASG

En esta sección se presenta el segundo bloque de análisis para las IIC sostenibles españolas, que trata de evaluar la cartera de estas instituciones con el mayor grado de desagregación posible (a nivel de ISIN) desde un punto de vista ASG. Se trata de obtener una evaluación del *rating* de los emisores últimos de los activos de la cartera de estas IIC en relación con los criterios ASG, con el fin de determinar el grado de alineamiento de estas entidades con dichos criterios²⁶. Los datos de la cartera de las IIC son de diciembre de 2020. En los siguientes epígrafes se describe qué tipo de evaluaciones se han empleado para los diferentes tipos de activos y se presentan las conclusiones para los fondos de inversión y SICAV, por un lado, y para los fondos de fondos²⁷, por otro, debido al carácter específico de las inversiones de estos últimos.

3.1 Metodología

La evaluación de los emisores de activos desde el punto de vista de su compromiso y desarrollo de los criterios ASG no es una tarea fácil, puesto que muchos emisores no facilitan información a este respecto y, cuando lo hacen, existe una heterogeneidad muy elevada en los reportes. En este ejercicio aparecen dos dificultades añadidas: una parte considerable de la cartera de los fondos está invertida en activos de deuda pública, para los que no existe una clasificación oficial en términos ASG, y también existe una inversión significativa en otras IIC, para las que existen dificultades similares. Se ha decidido aplicar un enfoque de búsqueda de información por tipo de activo en proveedores de información o instituciones de alta calidad:

- Para activos (acciones o deuda) de emisores del sector privado, se ha utilizado la información ASG que proporciona el proveedor de datos de información económica y financiera Refinitiv.
- Para activos emitidos por el sector público, se ha empleado la información ASG que publica el Banco Mundial.
- Para inversiones en otras IIC, se ha estimado una calificación ASG a partir de la cartera desagregada de estos fondos obtenida de la base de datos Lipper y de las calificaciones de los emisores de esta cartera proporcionadas por Refinitiv Eikon. Únicamente se han utilizado las calificaciones ASG estimadas para estas

26 Los informes que incluyen evaluaciones de la cartera de los fondos en el ámbito ASG son cada vez más numerosos. Entre los más recientes destacan, por ejemplo, algunos publicados por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, 2021a) y por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, 2020 y ESRB, 2021).

27 Incluye un fondo índice.

IIC cuando el porcentaje de su cartera para el que se encuentran calificaciones ASG es elevado (superior al 70 %).

La elección de un proveedor de calificaciones ASG para los emisores del sector privado no es fácil, puesto que las soluciones que ofrecen los diferentes proveedores comerciales son diferentes tanto por la disponibilidad de datos de las compañías como por las metodologías empleadas, observándose, en algunos casos, ciertas incoherencias entre ellos²⁸. La elección de la información ASG de Refinitiv se ha realizado considerando tanto la elevada cobertura de compañías sobre las que proporciona información (cerca de 10.000²⁹) como el alto número de indicadores utilizados para la elaboración de estas calificaciones³⁰. La metodología tiene un interés particular, pues se ofrecen calificaciones ASG generales, pero también para cada uno de los criterios (A, S y G) e incluso existe un ajuste de la calificación general mediante la inclusión de un indicador adicional que recoge las controversias que se han conocido para una compañía determinada en esta materia (incluiría, por ejemplo, demandas o litigios, etc.).

Las calificaciones o *ratings* para los emisores oscilan entre las letras A y D, con segmentación positiva, neutra o negativa para cada letra.

- A: evaluación relativa ASG excelente y alto grado de transparencia de datos ASG reportados públicamente (calificación entre 75 y 100).
- B: evaluación relativa ASG buena y grado de transparencia de datos ASG reportados públicamente por encima de la media (calificación entre 50 y 75).
- C: evaluación relativa ASG satisfactoria y grado de transparencia de datos ASG reportados públicamente moderado (calificación entre 25 y 50).
- D: evaluación relativa ASG pobre y grado insuficiente de transparencia de datos ASG reportados públicamente (entre 0 y 25).

En los dos gráficos siguientes se exponen, a modo descriptivo, las calificaciones ASG más relevantes para un emisor financiero español durante los últimos cinco años (véase gráfico 7) y la contribución de cada uno de los ámbitos (diez en total) que forman los tres criterios ASG a la calificación general (véase gráfico 8). En este mismo gráfico se muestran, a modo de ejemplo, los indicadores valorados en el ámbito de las emisiones (que forma parte del criterio medioambiental).

28 Véase ESMA (2021b).

29 El número de compañías con calificación ASG por proveedor oscila entre las 4.000 de ISS y las 12.000 de Sustainalytics.

30 A partir de más de 500 métricas ASG se elaboran 186 medidas comparables.

Ejemplo de calificaciones ASG para un emisor

GRÁFICO 7

	FY2020	FY2019	FY2018	FY2017	FY2016
Period End Date	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31
Historic Market Cap (Mil USD)	[REDACTED]				
Total Revenue (Mil USD)	[REDACTED]				
ESG Combined Score	B-	B+	B	B+	B+
ESG Score (Weight: 100.0%)	A	A	A	A	A
Environmental Pillar Score (Weight: 14.4%)	A	A	A	A	A
Social Pillar Score (Weight: 49.6%)	A	A	A	A	A
Governance Pillar Score (Weight: 36.0%)	A	A+	A+	A	A
ESG Controversies Score	D+	C+	C	C+	B

Fuente: Refinitiv.

Ejemplo de desglose de la calificación ASG para un emisor según los tres criterios y diez dimensiones

GRÁFICO 8



Fuente: Refinitiv.

Los activos de deuda pública han recibido una calificación ASG calculada a partir de los indicadores ASG elaborados por el Banco Mundial para cada país. Esta institución publica diferentes indicadores ASG y una selección de ellos en formato panel de indicadores (*dashboard*), que permite comparaciones entre países³¹. En el gráfico 9 se expone el panel para España, que contiene tres indicadores para cada uno de los criterios ASG:

- Medioambiente: producción de electricidad con energías renovables (sobre el total de producción), emisiones de CO₂ por habitante y grado de deforestación.
- Social: grado de alfabetización, proporción de la población con acceso a electricidad y tasa de desempleo.
- Gobernanza: cociente entre mujeres trabajadoras respecto a hombres, porcentaje de la población que usa Internet y efectividad del Gobierno.

Para la realización de este ejercicio se han estimado calificaciones ASG para un total de 10 países, lo cual cubre más del 95 % del importe invertido por las IIC sostenibles en deuda pública³².

Panel de indicadores ASG para España

GRÁFICO 9



Fuente: Banco Mundial.

31 <https://datatopics.worldbank.org/esg/dashboards.html>

32 España, Francia, Italia, Alemania, Portugal, Holanda, Bélgica, Austria, Irlanda y EE. UU.

Finalmente, para las inversiones de las IIC sostenibles españolas en otras IIC se ha estimado una calificación ASG a partir de la información de su cartera desagregada, obtenida del proveedor de información Lipper, y de las calificaciones ASG que se han encontrado para los activos de esta cartera en Refinitiv. Cuando se encuentran calificaciones para activos que representan más del 70 % de la cartera de la IIC, se ha calculado una calificación media ponderada por el peso del activo en la cartera.

3.2 Resultados para FI y SICAV

El número de FI y SICAV ascendía a 47 a finales de 2020 (44 FI y 3 SICAV). Se ha obtenido la cartera desagregada de cada institución a nivel de ISIN en diciembre de 2020. Para el análisis no se han tenido en cuenta las inversiones en tesorería de las entidades³³. Se dispone de un total de 2.213 ISIN diferentes distribuidos según el tipo de activo y la disponibilidad de calificaciones ASG de la siguiente manera:

Número de ISIN de la cartera de las IIC sostenibles por tipo de activo y cobertura ASG¹ CUADRO 2

Tipo de activo	Número de ISIN	% de ISIN con calif. ASG	%												
			A+	A	A-	B+	B	B-	C+	C	C-	D+	D	D-	NA
Deuda pública	252	80,6	28	119	56	0	0	0	0	0	0	0	0	0	49
Renta fija privada	862	77,4	35	164	209	145	47	39	12	4	3	0	8	1	195
Acciones	889	94,7	21	100	176	203	123	79	66	38	24	7	4	1	47
IIC ²	139	66,9	0	1	26	37	20	8	1	0	0	0	0	0	46
Otros ³	71	18,3	0	3	0	3	3	1	2	0	0	0	1	0	58
Total	2.213	82,2	84	387	467	388	193	127	81	42	27	7	13	2	395

Fuente: CNMV, Refinitiv, Lipper y elaboración propia.

- 1 Disponibilidad de calificación ASG general. FI y SICAV.
- 2 Calificación estimada mediante la media ponderada de las calificaciones de los activos en cartera de estas IIC. Se ha procedido según se describe en el epígrafe 3.1, ponderando las calificaciones ASG de cada activo incluidas las IIC que forman parte de esta cartera.
- 3 Incluye emisiones de renta fija avaladas, valores de entidades de crédito garantizados, instrumentos del mercado monetario, adquisiciones temporales de activos y entidades de capital riesgo.

Como se observa en el cuadro anterior, de los más de 2.200 ISIN diferentes, se dispone de información ASG sobre el 82,2 %. La cobertura ASG en términos de patrimonio es similar (81,6 %). El grupo de ISIN más numeroso se corresponde con las acciones y la renta fija privada, si bien en términos de patrimonio las acciones representan un 27 % del activo total³⁴ y la renta fija privada un 35 %. La inversión en deuda pública también es muy relevante en términos de patrimonio, con un 19 %, aunque el número de ISIN es considerablemente más reducido, lo que revela un importe de inversión media en estos activos mucho más alto. Finalmente las inversiones en otras IIC representan el 16 % del patrimonio de este conjunto de entidades.

33 Esto afecta en particular al análisis de un fondo de inversión, cuya cartera está compuesta exclusivamente por activos de tesorería en la fecha de descarga de la información.

34 Excluida la tesorería.

La cobertura de información ASG de la cartera (superior al 80 % tanto sobre el número de ISIN como sobre el patrimonio) es muy alta para las acciones (92 % del patrimonio) y la deuda pública (93 %). La proporción es algo más reducida para los activos de renta fija privada (77 %) y para las inversiones en IIC (70,4 %).

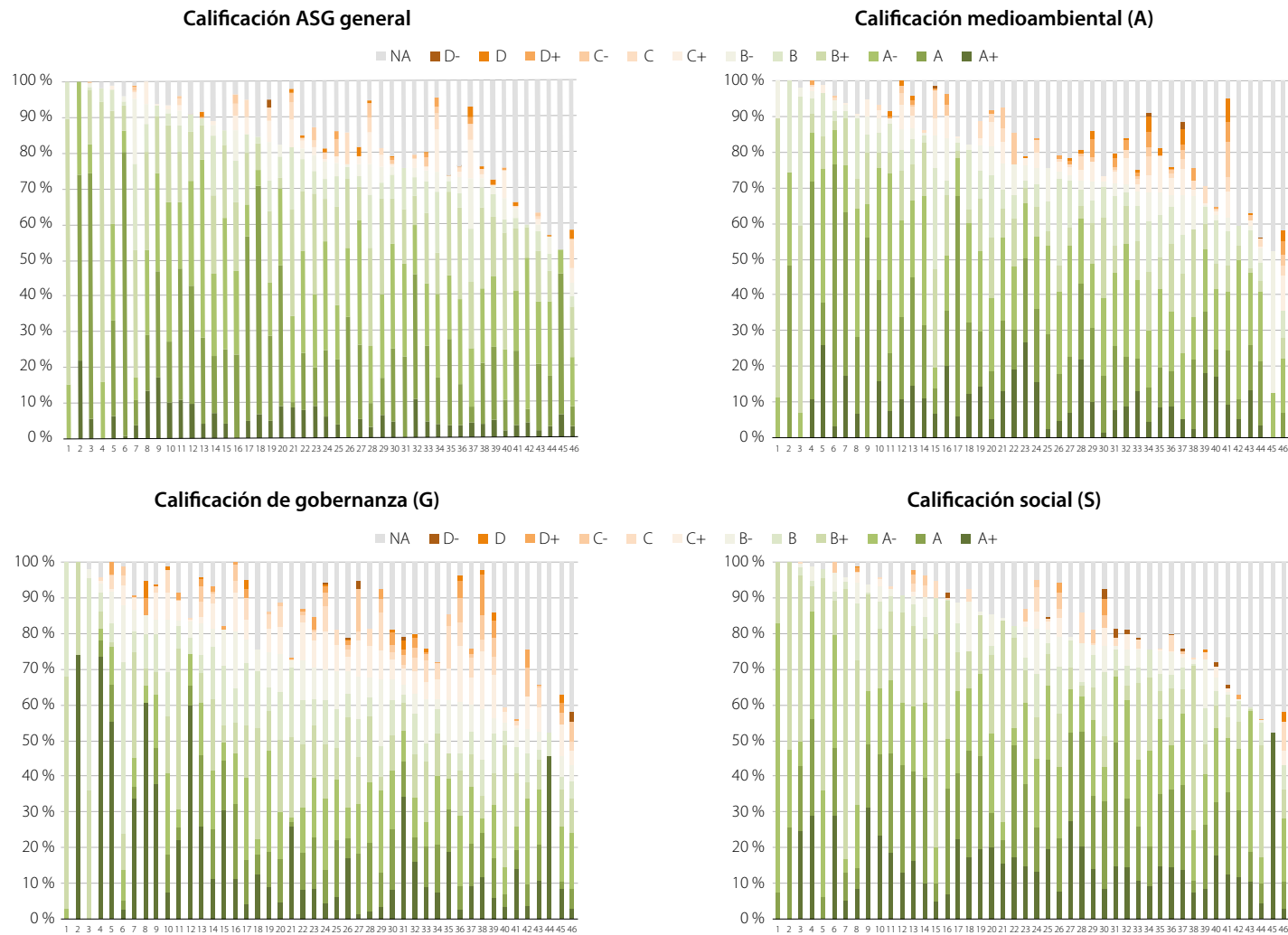
En los paneles del gráfico 10 se ilustra la composición de la cartera de cada una de las IIC sostenibles españolas (FI y SICAV) en función de la calificación ASG de sus activos. El gráfico contiene cuatro paneles asociados a las cuatro calificaciones ASG identificadas: la calificación general y las calificaciones de los tres criterios³⁵ (A, S y G). Los porcentajes se han calculado sobre los activos totales de cada institución (excluida la tesorería). Los activos con calificación A y B se han sombreado en verde, mientras que los activos con calificaciones C y D se han señalado en marrón con fines ilustrativos.

Como se observa en el primer panel del gráfico, que recoge la calificación ASG general, los activos de las IIC sostenibles invertidos en activos de emisores calificados como A o B (es decir, emisores con una evaluación ASG relativa excelente o buena y un grado de transparencia de datos ASG reportados públicamente alto o por encima de la media) son mayoritarios. En particular, 39 de las 47 IIC muestran una proporción superior al 70 % de su cartera en activos con calificaciones A y B, elevándose este porcentaje al 80 % para 22 de ellas o al 90 % para 12. Para el conjunto de las 47 IIC, el 78 % del patrimonio está invertido en activos de emisores A y B (51 % del patrimonio en A y 27 % en B) y solo el 3,7 % en activos de emisores C y D. De hecho, muchas de estas IIC muestran una proporción elevada de su cartera en activos A, que es la más favorable. Desde este punto de vista, se podría argumentar que la calificación ASG general de los activos en cartera de estas instituciones es muy alta.

El análisis realizado para las otras calificaciones obtenidas (A, S y G) —véanse los tres paneles restantes del gráfico 10— permite alcanzar conclusiones similares a las de la calificación ASG general, es decir, la cartera de las IIC sostenibles está invertida en activos de emisores con buenas o excelentes calificaciones en temas de medioambiente o criterios sociales o de gobernanza. Sin embargo, se han identificado algunas diferencias entre ellos que merece la pena poner de relieve. En primer lugar, destaca el hecho de que los resultados más favorables (midiendo estos a través de la relevancia de los activos A y B) se obtienen en el criterio social (S), donde, de nuevo, para 39 IIC más del 70 % de su patrimonio se encuentra invertido en emisores con *ratings* A y B (78 % del patrimonio total). La relevancia de los activos C y D es muy reducida, identificándose solo 4 IIC con una exposición a emisores D algo más relevante dentro de unos niveles pequeños (entre el 2,7 % y el 7,5 % de su patrimonio).

Los resultados para el criterio medioambiental y de gobernanza encuentran, dentro de unos valores reducidos, una proporción mayor de inversión en emisores de calificaciones pobres (C y D): 6,2 % del patrimonio respecto al componente ambiental y 11,5 % para el de gobernanza frente al 3,6 % para el criterio social. Sin embargo, existe una diferencia relevante entre los resultados para los criterios medioambiental y de gobernanza. En el primero —criterio medioambiental—, dentro de la parte invertida en emisores A y B, es mucho más relevante la inversión en emisores A

35 En los anexos se incluyen gráficos similares para la calificación relacionada con emisiones de CO₂, que forma parte del criterio medioambiental, y que muestra calificaciones ligeramente peores que las de este criterio.



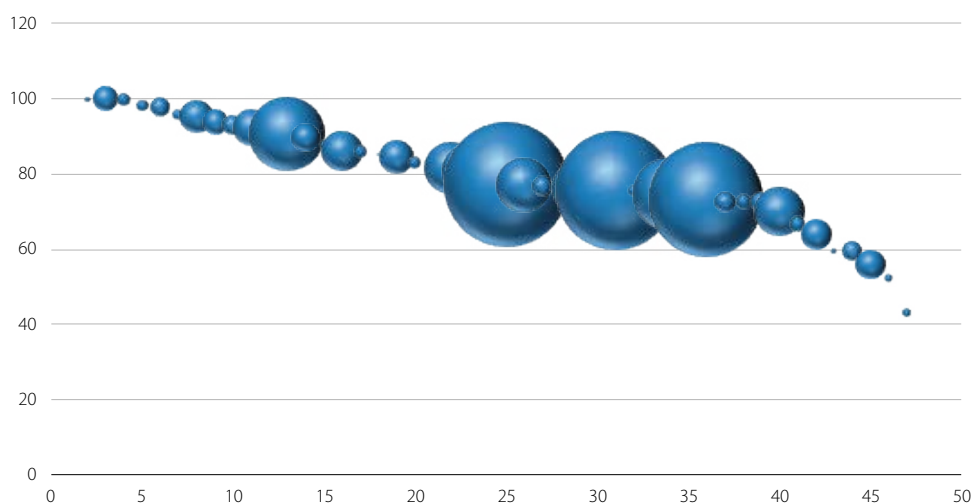
Fuente: CNMV, Refinitiv Eikon, Lipper, Banco Mundial y cálculos propios. El eje x representa cada una de las IIC sostenibles (FI o SICAV), ordenadas por la relevancia de su cartera con calificación A y B. El eje y representa la distribución de la cartera de la IIC en función de la calificación ASG de sus activos (excluye la tesorería). NA: calificación no disponible.

(52 % del patrimonio en A y 23 % en B), mientras que en el segundo —gobernanza— la relevancia de ambos es parecida (36 % en A y 34 % en B). Estos resultados podrían ser el resultado de uno de estos dos comportamientos (o de una combinación de ambos): i) las IIC sostenibles españolas tienen políticas de inversión más orientadas hacia criterios medioambientales o sociales, o ii) los emisores disponen, de media, de calificaciones más pobres en el criterio de gobernanza y, por tanto, de mayor margen de mejora.

Finalmente, con el fin de ilustrar algo más este análisis se presenta el gráfico 11, que describe para todos los FI y SICAV del análisis la proporción de los activos con *scoring* ASG A y B respecto al total de su cartera incluyendo una dimensión adicional: el tamaño de la IIC. Lo primero que se deduce en relación con el tamaño, como se explicó en epígrafes anteriores, es la elevada heterogeneidad de la muestra, con unas pocas entidades (no más de cinco) de un tamaño mucho mayor que todas las demás. Lo segundo que se puede observar es que estas entidades de gran tamaño presentan una proporción elevada de activos A y B en su cartera, en general superior al 70 % en todos los casos. Finalmente se observa que los fondos que están en los extremos (es decir, los que presentan las mayores y menores proporciones de activos con *ratings* ASG A y B) son de tamaño muy reducido.

Proporción de activos A y B y tamaño de los FI y SICAV sostenibles

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV, Refinitiv, Lipper y elaboración propia. El gráfico representa cada FI o SICAV con una burbuja, cuyo tamaño es proporcional a los activos de la institución y cuya altura representa la proporción de activos A y B de su cartera en el total de esta.

3.3 Resultados para los fondos de fondos

El número de instituciones sobre las que se ha hecho el ejercicio son 12 (1 de ellas es un fondo índice³⁶ que por sus características se ha incluido en este grupo). El número de ISIN diferentes de las carteras de estas IIC era de 314, de los cuales 184 se correspondían a inversiones en otras IIC. Estas inversiones en otras IIC suponían el

36 Los fondos índices son aquellos que tratan de replicar un determinado índice.

79 % del patrimonio total, frente al 9,7 % de la inversión en acciones o el 7,1 % de la inversión en deuda pública.

Como se observa en el cuadro 3, la proporción de ISIN para los cuales se ha obtenido calificación ASG es del 74 % (del 73,2 % en términos de patrimonio —véase cuadro A2.2 del anexo—). Esta proporción es menor que la obtenida para fondos de inversión y SICAV (82 %) puesto que en los fondos de fondos, por su naturaleza, la relevancia de las inversiones en otras IIC es muy superior, siendo estas inversiones las más complejas para asignarles una calificación ASG. Conviene recordar que en este trabajo la asignación de calificación ASG a las inversiones en otras IIC ha requerido el estudio individualizado de la cartera de cada IIC y solo se ha calculado esta calificación si se ha obtenido *rating* ASG para una proporción de los activos superior al 70 % de la cartera total de cada IIC. Como en el caso de los fondos de inversión y SICAV, la tipología de activos para la que se ha encontrado una mayor proporción de calificaciones ASG son las acciones (93 %), seguida de la deuda pública (92 %). En los activos de renta fija privada esta proporción es cercana al 67 % y en las IIC es del 71,7 %.

Número de ISIN de la cartera de las IIC sostenibles por tipo de activo y cobertura ASG¹

CUADRO 3

Tipo de activo	Número de ISIN	% de ISIN con calif. ASG	% de ISIN con calif. ASG									
			A+	A	A-	B+	B	B-	C+	C	D	NA
Deuda pública	24	91,7	1	16	5	0	0	0	0	0	0	2
Renta fija privada	51	68,6	3	5	14	6	5	1	0	0	1	16
Acciones	31	93,5	2	7	9	7	3	1	0	0	0	2
IIC ²	184	71,7	0	5	33	55	26	9	3	1	0	52
Otros ³	24	58,3	0	13	0	0	0	0	0	0	1	10
TOTAL	314	73,9	6	46	61	68	34	11	3	1	2	82

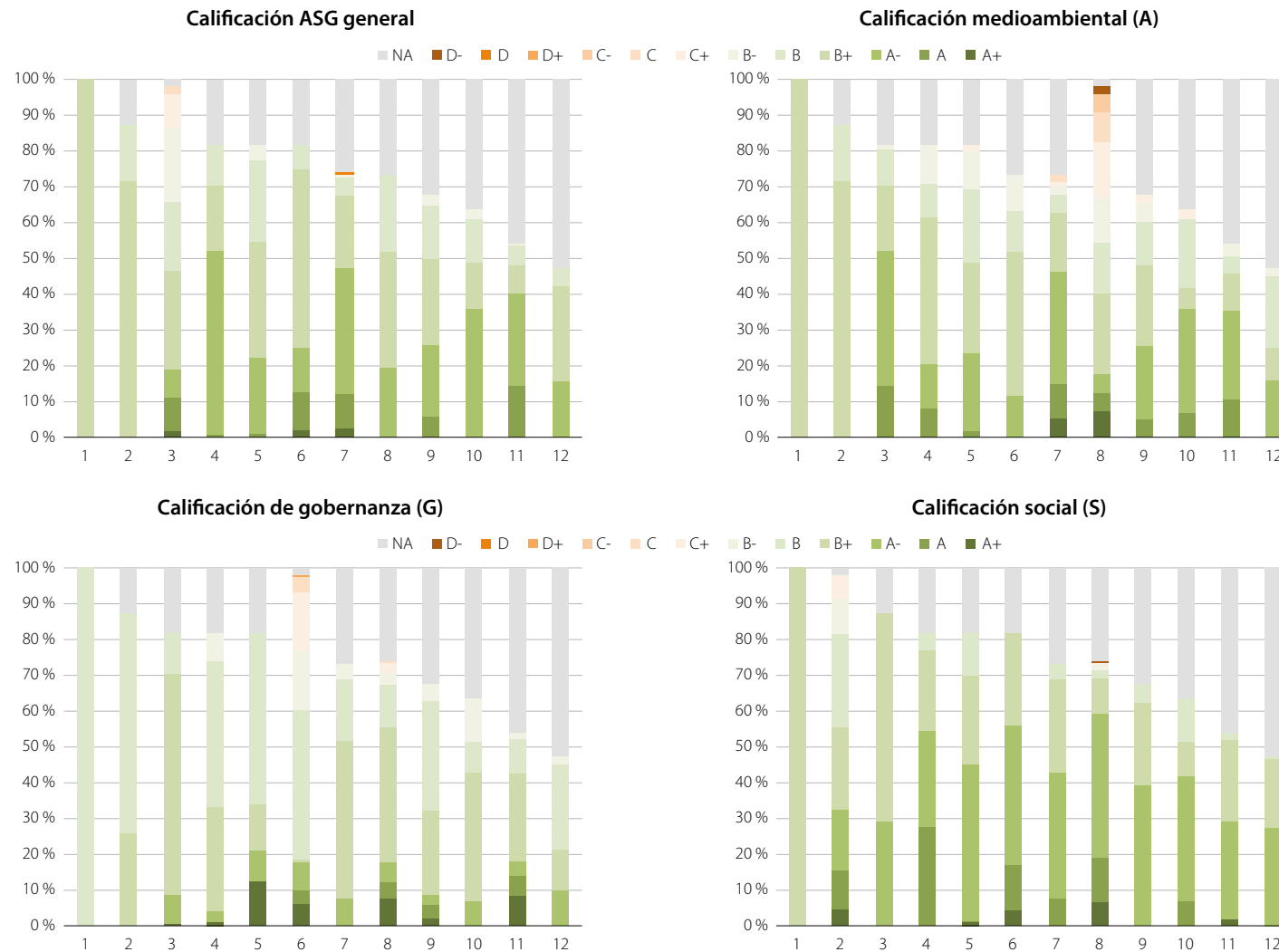
Fuente: CNMV, Refinitiv, Lipper y elaboración propia.

1 Disponibilidad de calificación ASG general. Fondos de fondos y fondos índice.

2 Calificación estimada mediante la media ponderada de las calificaciones de los activos en cartera de estas IIC siempre que se encuentren calificaciones para activos que representen, como mínimo, un 70 % de los activos de la IIC.

3 Incluye emisiones de renta fija avaladas, valores de entidades de crédito garantizados, instrumentos del mercado monetario, adquisiciones temporales de activos y entidades de capital riesgo.

En los paneles del gráfico 12 se ilustra, de la misma manera que para fondos y SICAV, la composición de la cartera de cada uno de los fondos de fondos sostenibles en función de la calificación ASG de sus activos. La primera impresión que se obtiene de estos paneles, atendiendo a la intensidad de los colores verdes, es que la cartera de los fondos de fondos presenta calificaciones ASG notables pero inferiores, en términos generales, a las de los fondos de inversión y SICAV sostenibles. Así, por ejemplo, para la calificación ASG general, el porcentaje de patrimonio de estos fondos invertido en activos con calificaciones A y B —las más elevadas— se sitúa en el 69 %, mientras que para el total de los fondos y SICAV este porcentaje aumenta hasta el 78 %. El número de fondos de fondos sostenibles cuyo porcentaje de activos invertido en emisores A y B es superior al 70 % es de 8 (de un total de 12). El análisis específico de las mejores calificaciones ASG (A y B) revela que el porcentaje de patrimonio invertido en emiso-



Fuente: CNMV, Refinitiv Eikon, Lipper, Banco Mundial y cálculos propios. El eje x representa cada una de las IIC sostenibles (fondos de fondos o fondos índice), ordenadas por la relevancia de su cartera con calificación A y B. El eje y representa la distribución de la cartera de la IIC en función de la calificación ASG de sus activos (excluye la tesorería). NA: calificación no disponible.

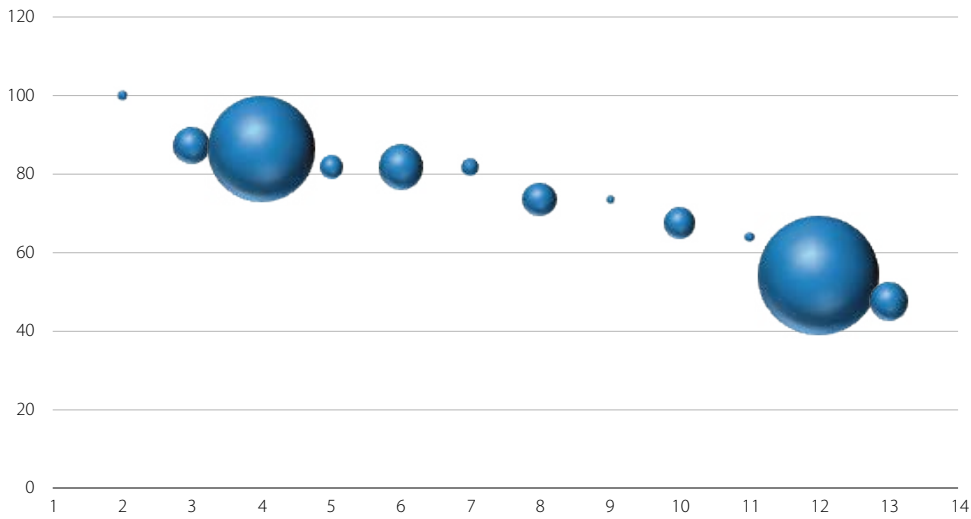
res A es del 29,5 % (muy por debajo del 51 % estimado para los fondos y SICAV) y en emisores B es del 40 % (por encima del 17 % de los fondos y SICAV).

Conclusiones similares se extraen del resto de los paneles del gráfico. De forma análoga a los fondos de inversión y SICAV, el criterio ASG para el que se obtiene la mejor valoración es el criterio social, pues el 71 % del patrimonio de los fondos de fondos sostenibles cuenta con calificaciones A y B en dicho criterio, frente al 66 % del patrimonio en el caso del criterio de gobernanza y del 62 % en el criterio medioambiental. Dentro del criterio social destaca el porcentaje de patrimonio con el mejor *rating* (A), que se sitúa en el 33 %, por encima del que se obtiene para los otros dos criterios (29,5 % para el factor ambiental y 16 % para el de gobernanza), pero bastante inferior al estimado para el conjunto de los fondos y SICAV (49 %). También cabe destacar el hecho de que en el criterio de gobernanza se ha identificado una proporción muy elevada de activos con calificaciones B (50,4 %).

El gráfico 13 añade la variable de la dimensión del fondo de fondos al análisis y, de forma análoga que en el grupo de fondos de inversión y SICAV, se observa una gran heterogeneidad en el tamaño de este grupo de fondos. Así, solo 2 de estas instituciones (de un total de 12) concentran el 77 % de los activos totales de este grupo, por lo que algunos de los resultados descritos con anterioridad se explican básicamente por lo que ocurre en estas instituciones. Uno de estos 2 fondos de fondos presenta una proporción de activos A y B en su cartera muy elevada (superior al 86 %), mientras que el otro presenta una proporción inferior (54 %) que se explica, fundamentalmente, por la importancia de activos para los que no se ha podido asignar *rating* ASG (el 46 % de su cartera). Dentro de estos últimos cabe resaltar la relevancia del patrimonio invertido en 11 IIC (36 % del patrimonio total de estas IIC), que no se ha considerado en el análisis por no cumplir el requisito establecido del 70 % con activos que presentan *rating*, aunque respecto a los activos para los que se ha conseguido dicha calificación, esta es muy elevada (A- en promedio). Finalmente, el resto de los fondos de fondos que se representan en el gráfico, de un tamaño mucho más reducido, presentan una relevancia de inversiones en emisores A y B muy alta, superior al 70 % en casi todos los casos.

En conclusión, el análisis de la cartera de los fondos de fondos sostenibles revela que los emisores de los activos en la cartera de estos fondos tienen, en términos generales, calificaciones ASG muy elevadas, es decir, evaluaciones ASG relativas excelentes o buenas y un grado de transparencia de datos ASG reportados públicamente alto o superior a la media. En esta valoración destaca el criterio social por encima de los demás, si bien el nivel de las calificaciones encontradas es, de media, algo peor que el de los fondos de inversión y SICAV. Este hecho podría explicarse por varios factores, entre los que destacan: i) la proporción de activos para los que no es posible asignar un *rating* ASG es mayor; ii) el hecho de seleccionar índices y no directamente activos de emisores concretos dificulta la obtención de una calificación ASG más alta, excepto si se invierte en un índice especializado en compañías sostenibles, o iii) la política o estrategia de inversión sostenible de estos fondos puede no estar totalmente correlacionada con la información agregada que se obtiene de las calificaciones ASG del proveedor comercial empleado.

Proporción de activos A y B y tamaño de los fondos de fondos sostenibles GRÁFICO 13



Fuente: CNMV, Refinitv, Lipper y elaboración propia. El gráfico representa cada fondo de fondo con una burbuja cuyo tamaño es proporcional a los activos de la institución y cuya altura representa la proporción de activos A y B en el total de su cartera.

4 Conclusiones

Este estudio constituye una primera aproximación a la realidad que suponen las IIC sostenibles en este país, cuya expansión se enmarca en un contexto de crecimiento significativo mundial de la oferta y la demanda de activos financieros con criterios ASG. En el mercado español este crecimiento se observa no solo en la industria de la inversión colectiva, sino también, por ejemplo, en los activos de deuda emitidos tanto por el sector privado como por la propia Administración pública. En Europa, la expansión de los mercados de productos ASG se produce en paralelo al desarrollo de la regulación de estos productos, que, entre otras cosas, trata de minimizar el riesgo de blanqueo ecológico (o *greenwashing*) y que tiene su mayor exponente en los Reglamentos de Taxonomía y de Divulgación. En la esfera privada, la elevada heterogeneidad de la información que los emisores ofrecen en materia ASG ha favorecido la aparición o especialización de determinadas entidades en la producción de *ratings* o calificaciones ASG de dichos emisores, que, en ocasiones, no son totalmente homogéneos.

En este contexto evolutivo se presenta este primer ejercicio, que describe las principales características de las IIC sostenibles españolas registradas en la CNMV a finales de 2020, justo inmediatamente antes de la entrada en vigor del Reglamento de Divulgación (en marzo de 2021), que ha permitido que las entidades se adhieran a su artículo 8 o 9 si promueven o invierten, respectivamente, en actividades sostenibles. Por tanto, se puede considerar como un punto de partida de una realidad que está sufriendo cambios importantes en un plazo de tiempo muy reducido.

El análisis efectuado se circunscribe a 59 IIC (entre FI y SICAV) que voluntariamente habían declarado realizar inversiones socialmente responsables de acuerdo con la Circular ISR de Inverco de 2014. Deben distinguirse estas IIC sostenibles de las solidarias, puesto que estas últimas no presentan una política de inversión diferente de una IIC convencional, sino que ceden una parte de sus ingresos por comisiones de gestión a una tercera entidad sin ánimo de lucro.

Pues bien, las 59 IIC sostenibles españolas representaban una parte reducida de la industria de IIC en España, apenas el 3 % del patrimonio y de los partícipes del sector en 2020. La mayor parte de estos vehículos pertenecían a las categorías de renta fija mixta, renta variable mixta o renta variable internacional. La rentabilidad media de estas IIC fue del 1,8 % en 2020, superior a la del conjunto de FI y SICAV registrados en la CNMV (0,8 %). Esta diferencia puede explicarse en parte por el mayor peso, en términos patrimoniales, de las categorías con un mejor rendimiento en el año (vocaciones con una elevada proporción de renta variable en sus carteras) y también por las diferencias en la composición de su cartera (por ejemplo, en las carteras de inversiones ASG la relevancia de las empresas tecnológicas y relacionadas con la salud, que se comportaron mejor en la crisis, es superior). En el caso de la ratio de gastos soportados, que fue más elevada para las IIC con objetivos ASG que para el

resto (1,22 % frente a 1,05 %), la diferencia puede atribuirse, exclusivamente, a la mayor proporción de vehículos pertenecientes a vocaciones con comisiones relativamente elevadas.

Por otra parte, el análisis hasta el nivel más desagregado posible de la cartera de estas instituciones revela que una parte mayoritaria de los activos (78 % en el caso de los FI y SICAV, y 69 % en el caso de los fondos de fondos) está invertida en activos de emisores que muestran calificaciones ASG altas o muy altas (de acuerdo con la información que ofrece un proveedor de datos específico), por lo que, desde este punto de vista, no se identifican divergencias sustanciales entre las estrategias de inversión teóricas de los gestores de estas instituciones y la realidad de su cartera en términos de sostenibilidad. En otras palabras, este primer análisis de la cartera no ha identificado casos que puedan calificarse como *greenwashing*, si bien cabe tener presente que se está evaluando a todas las entidades mediante un mismo patrón (calificaciones de emisores ASG), sin tener en cuenta que las estrategias de inversión de estas IIC pueden ser muy diferentes.

La rápida expansión de esta industria (en la fecha de cierre de este trabajo el número de IIC sostenibles era de 172 y su patrimonio de 60.800 millones de euros, el 17,4 % del total) invita a realizar actualizaciones o extensiones de este análisis en el futuro, cuando se disponga de una serie temporal de datos más extensa, con el fin de comprobar si las características aquí identificadas se mantienen o presentan algún tipo de evolución en el tiempo.

Bibliografía

Banco Mundial. Sovereign (environmental, social and governance data). Country dashboards. Disponible en: <https://datatopics.worldbank.org/esg/dashboards.html>

Cambón, M.I., Gordillo, J.A. y Pedrón, G. (2020). «Análisis de la rentabilidad y los gastos de las IIC (FI y SICAV) domiciliadas en España entre 20029 y 2019». *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 91-152. Disponible en: [boletin_I_2020.pdf](#) (cnmv.es)

CapelleBlancard, G. y Monjon, S. (2014). «The performance of socially responsible funds: does the screening process matter?». *European Financial Management*, Vol. 20, n.º 3, pp. 494-520.

Committee of European Securities Regulators, CESR (2010). *CESR´s Guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Document (CESR/10-674)*. Disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_674.pdf

Darpeix, P. y Mosson, N. (2021). *Costs and performance of funds incorporating a non-financial approach marketed in France between 2012 and 2018*. AMF. Disponible en: https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-05/performance_isr_en.pdf

Drei, A., Le Guenedal, T., Lepetit, F., Ly, L., Mortier, V., Roncalli, T. y Sekine, T. (2019). *ESG Investing in Recent Years: New Insights from Old Challenges*. Amundi Discussion Paper, 42. Disponible en: www.research-center.amundi.com

European Securities and Markets Authority, ESMA (2021a). «Fund portfolio networks: a climate risk perspective». *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n.º 1, pp. 73-86. Disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1524_trv_1_2021.pdf

European Securities and Markets Authority, ESMA (2021b). «ESG ratings: Status and key issues ahead». *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n.º 1, pp. 105-116. Disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1524_trv_1_2021.pdf

European Systemic Risk Board, ESRB (2020). *Positively green: Measuring climate risks to financial stability*. Disponible en: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report200608_on_Positively_green_-_Measuring_climate_change_risks_to_financial_stability~d903a83690.en.pdf

European Systemic Risk Board, ESRB (2021). *Climate-related risk and financial stability*. Disponible en: <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.climateriskfinancialstability202107~79c10eba1a.en.pdf?71a273dc36a85ef05c8bed530466f900>

Friede, G., Busch, T. y Bassen, A. (2015). «ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies». *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Vol. 5, n.º 4, pp. 210-233.

International Monetary Fund, IMF (2021). «Chapter 3: Investment funds: fostering the transition to a green economy». *Global Financial Stability Report: COVID-19, crypto and climate: navigating challenging transitions*. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>

Inverco (2014). *Circular sobre la aplicación de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva (IIC)*. Disponible en: <https://www.inverco.es/20/21/24>

Refinitiv (2021). *Environmental, social and governance scores from Refinitiv*. Disponible en: https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf

Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088.

Revelli, C. y Viviani, J.L. (2015). «Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A metaanalysis». *Business Ethics: A European Review*, Vol. 24, n.º 2, pp. 158-185.

Sánchez, J.L.F. y Sotorrió, L.L. (2009). *Performance of European SRI funds vs. conventional funds*. Universidad de Cantabria, Working Paper.

Anexo 1 Ejemplos de política de inversión de IIC sostenibles

POLÍTICA DE INVERSIÓN

Categoría: Fondo de Inversión. RENTA FIJA MIXTA EURO.

Plazo indicativo de la inversión: Este fondo puede no ser adecuado para inversores que prevean retirar su dinero en un plazo inferior a 3 años.

Fondo de Inversión Socialmente Responsable.

Objetivo de gestión: La gestión toma como referencia la rentabilidad del índice 30% MSCI Europe Net Return y 70% BofA Merrill Lynch 1-3 year Euro Government Index. El índice de referencia se utiliza a efectos meramente comparativos.

Política de inversión:

El patrimonio se invertirá atendiendo a criterios de actuación empresarial tanto financieros como éticos y socialmente responsables, conforme con el ideario ético del fondo. La mayoría de los activos incluidos en la cartera del fondo, incluyendo las IIC en que se invierte, cumplen con el ideario ético. Los criterios de inversión del ideario ético serán tanto excluyentes (derechos humanos, producción de armas, etc) como valorativos (compañías mejor valoradas en variables medioambientales, sociales y de gobernanza corporativa).

El FI estará expuesto, directa o indirectamente (hasta un 10% en IIC), al menos un 70% en renta fija pública y/o privada (incluyendo bonos subordinados, titulaciones, depósitos e instrumentos del mercado monetario cotizados o no, líquidos), y hasta un 30% de la exposición total en renta variable. La suma de inversiones de renta variable emitidas por entidades fuera del área euro más el riesgo divisa no superará el 30% de la exposición total. Emisores/mercados: fundamentalmente Europa, y minoritariamente resto de países OCDE y emergentes. Las emisiones tendrán al menos calidad crediticia media (mínimo BBB-/Baa3) o el rating que tuviese R. España si fuera menor y hasta un 25% de la exposición total podrá ser de baja calidad crediticia (menor a BBB-/Baa3) o incluso sin rating. Duración media de la cartera: inferior a 7 años. Los activos de renta variable serán de mediana y alta capitalización bursátil y elevada liquidez y cotizarán en mercados de la OCDE.

Se podrá invertir más del 35% del patrimonio en valores emitidos o avalados por un Estado de la UE, una Comunidad Autónoma, una Entidad Local, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con solvencia no inferior a la de España.

La IIC diversifica las inversiones en los activos mencionados anteriormente en, al menos, seis emisiones diferentes. La inversión en valores de una misma emisión no supera el 30% del activo de la IIC.

Se podrá operar con derivados negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión y no negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión. Esta operativa comporta riesgos por la posibilidad de que la cobertura no sea perfecta, por el apalancamiento que conllevan y por la inexistencia de una cámara de compensación. El grado máximo de exposición al riesgo de mercado a través de instrumentos financieros derivados es el importe del patrimonio neto.

Se podrá invertir hasta un máximo conjunto del 10% del patrimonio en activos que podrían introducir un mayor riesgo que el resto de las inversiones como consecuencia de sus características, entre otras, de liquidez, tipo de emisor o grado de protección al inversor. En concreto se podrá invertir en:

- Acciones y activos de renta fija admitidos a negociación en cualquier mercado o sistema de negociación que no tenga características similares a los mercados oficiales españoles o no esté sometido a regulación o que disponga de otros mecanismos que garanticen su liquidez al menos con la misma frecuencia con la que la IIC inversora atienda los reembolsos. Se seleccionarán activos y mercados buscando oportunidades de inversión o de diversificación, con los criterios descritos en este folleto.

Información complementaria sobre las inversiones:

A continuación se describen los índices de referencia del fondo, que se pueden consultar en Bloomberg:

MSCI Europe Net Return (Código Bloomberg M7EU): Índice compuesto por más de 400 compañías representativas de las bolsas de países europeos (entre ellos Reino Unido, países nórdicos y Suiza). El índice incluye la rentabilidad neta por dividendos.

BofA Merrill Lynch 1-3 year Euro Government Index (Código Bloomberg: EG01). Es un índice que refleja el comportamiento de la deuda pública denominada en euros emitida por países de la zona Euro en los mercados de eurobonos o sus mercados domésticos. La calificación de la deuda de largo plazo de estos países miembros será investment grade (rating mínimo BBB-/Baa3). El plazo restante hasta el vencimiento final deberá ser inferior a 3 años. El índice incluye la rentabilidad por rendimientos.

En la selección de valores donde invertir, se tendrá presente el ideario ético del Fondo, además de los criterios tradicionalmente financieros. El ideario ético toma como base los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas a los que se adhiere Fineco en junio de 2016. A razón de estos, se acuerdan dos criterios de inversión:

Criterios excluyentes, por los que no cabrá la inversión en valores de emisores que atenten contra:

- Defensa de los derechos humanos: no se invertirá en compañías contra las que sistemáticamente y en sus actividades principales atenten contra la igualdad de sexo, raza, etnia o religión. Así mismo, serán excluidas las inversiones en compañías cuyos ingresos principales provengan de la producción, publicación y distribución de pornografía en cualquier formato.

- Reducción de la producción de material armamentístico: no se invertirá en compañías cuyos ingresos principales provengan de la producción de armas.

- Protección del medio ambiente: no se realizarán inversiones en compañías cuya actividad, en su mayoría, no respete el medio ambiente, teniendo en cuenta el impacto medio ambiental de sus productos y/o servicios, y su relación con emisiones y desechos tóxicos, el cambio climático, el uso del agua y de energía, etc.

- Defensa de la salud: no se invertirá en compañías cuyos ingresos principales provengan de la producción y distribución de tabaco o estén relacionadas con el juego.

Criterios Valorativos, por los que el fondo seleccionará las empresas mejor valoradas atendiendo a las siguientes variables:

- Medio Ambiente: apoyo a mejorar el medio ambiente y el cambio climático mediante la reducción de emisiones contaminantes, un uso responsable de los recursos naturales y tratamiento de residuos, entre otros.
- Responsabilidad Social: fomento del respeto a los derechos humanos, a un trabajo digno, al desarrollo del trabajador dentro de la empresa bien en su faceta profesional como el desarrollo personal, y/o control de los productos de la empresa para que no generen daños físicos ni morales a los consumidores, entre otros. Se valorarán de forma positiva iniciativas para impulsar el desarrollo de regiones más desfavorecidas.
- Gobernanza corporativa: control de los órganos de dirección, transparencia en la gestión, esquemas de remuneración alineados con los grupos de interés y/o ausencia de prácticas ilegales, entre otros.

Para la construcción de la cartera, el fondo usará la información procedente de MSCI ESG Research, una de las principales entidades que se encargan de analizar y proporcionar calificaciones en relación a las tres variables arriba mencionadas. Las calificaciones se encuentran entre AAA (la mejor calificación) y CCC (la peor calificación). Los gestores del Fondo excluirán de su universo de inversión todas aquellas compañías con una calificación por parte de MSCI ESG Research inferior a "A" aunque podrá haber un porcentaje minoritario que podrá invertirse en empresas con calificación inferior pero que se encuentren en un proceso de mejora de prácticas ambientales, sociales o de gobernanza y que se vea reflejado en una mejora de al menos un peldaño en la escala de MSCI ESG Research. Respecto de los emisores de deuda pública en que se invierta, se seleccionarán países que tengan prohibida la pena de muerte, que hayan firmado el Acuerdo contra el cambio climático de París 2015 y que tengan leyes que impidan la discriminación y explotación infantil. La inversión directa será en renta fija o variable de compañías incluidas en el MSCI AC Europe ESG Index u otro índice ético reconocido. Se podrá invertir hasta un 10% del patrimonio en IIC financieras ISR (de listas de agencias reconocidas), activo apto, armonizadas o no, del grupo o no de la gestora.

Anexo 2 Patrimonio de la cartera de las IIC sostenibles por tipo de activo y cobertura ASG

Patrimonio de la cartera de las IIC sostenibles por tipo de activo y cobertura ASG¹: FI y SICAV

CUADRO A2.1

Euros

Tipo de activo	% de patrimonio con calif. ASG	A+	A	A-	B+	B	B-	C+	C	C-	D+	D	D-	NA
Deuda pública	93,2	160.128.292	709.338.159	423.658.031	0	0	0	0	0	0	0	0	0	93.959.910
Renta fija privada	76,6	108.834.478	447.324.821	709.148.201	383.286.201	123.936.257	90.756.897	24.863.014	20.705.153	896.358	0	29.940.211	90.435	592.981.371
Acciones	92,1	121.360.176	290.368.819	368.862.999	526.037.971	187.058.559	75.870.124	76.000.226	30.398.235	58.324.445	18.835.504	4.812.443	239.137	151.254.265
IIC ²	070,4	0	16.331.066	247.416.671	360.091.147	147.241.920	38.648.584	207.063	0	0	0	0	0	341.101.801
Otros ³	29,5	0	37.519.372	0	18.536.931	997.910	299.259	1.491.776	0	0	0	0	0	140.853.790
Total	81,6	390.322.946	1.500.882.237	1.749.085.902	1.287.952.250	459.234.646	205.574.863	102.562.079	51.103.388	59.220.803	18.835.504	34.752.653	329.573	1.320.151.137

Fuente: CNMV, Refinitiv, Lipper y elaboración propia.

- 1 Disponibilidad de calificación ASG general.
- 2 Calificación estimada mediante la media ponderada de las calificaciones de los activos en cartera de estas IIC. Se ha procedido según se describe en el epígrafe 3.1 ponderando las calificaciones ASG de cada activo incluidas las IIC que forman parte de esta cartera.
- 3 Incluye emisiones de renta fija avaladas, valores de entidades de crédito garantizados, instrumentos del mercado monetario, adquisiciones temporales de activos y entidades de capital riesgo.

Patrimonio de la cartera de las IIC sostenibles por tipo de activo y cobertura ASG¹: fondos de fondos y fondos índice

CUADRO A2.2

Euros

Tipo de activo	% de patrimonio con calif. ASG	A+	A	A-	B+	B	B-	C+	C	D	NA
Deuda pública	99,7	208.219	61.544.400	49.769.243	0	0	0	0	0	0	361.531
Renta fija privada	67,6	1.236.156	3.565.546	4.735.930	1.832.301	1.728.027	519.035	0	0	326.947	6.677.864
Acciones	91,2	9.003.379	30.227.395	42.339.023	38.796.841	14.119.460	5.139.573	0	0	0	13.536.504
IIC ²	69,8	0	44.465.680	199.592.144	282.758.784	171.044.092	112.359.175	50.199.548	12.435.642	0	378.262.433
Otros ³	44,1	0	19.000.000	0	0	0	0	0	0	0	24.122.003
Total	73,2	10.447.755	158.803.021	296.436.340	323.387.926	186.891.579	118.017.783	50.199.548	12.435.642	326.947	422.960.336

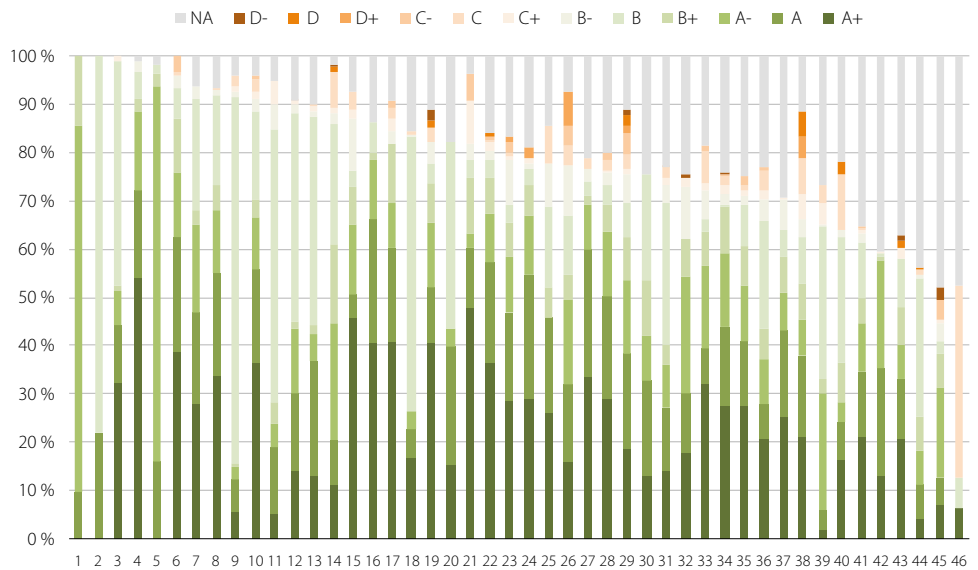
Fuente: CNMV, Refinitiv, Lipper y elaboración propia.

- 1 Disponibilidad de calificación ASG general.
- 2 Calificación estimada mediante la media ponderada de las calificaciones de los activos en cartera de estas IIC, siempre que se encuentren calificaciones para activos que representen, como mínimo, un 70 % de los activos de la IIC.
- 3 Incluye emisiones de renta fija avaladas, valores de entidades de crédito garantizados, instrumentos del mercado monetario, adquisiciones temporales de activos y entidades de capital riesgo.

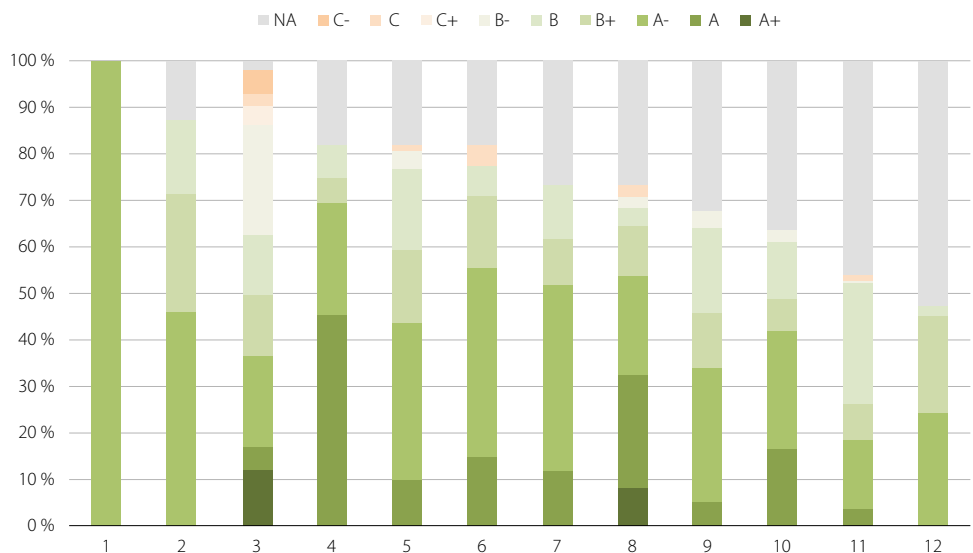
Anexo 3 Análisis de la cartera de las IIC sostenibles de acuerdo con la calificación del emisor sobre emisiones de CO₂

Distribución de la cartera de FI y SICAV

GRÁFICO A3.1



Distribución de la cartera de fondos de fondos



Fuente: Refinitiv Eikon, Lipper, Banco Mundial, CNMV y cálculos propios.

