



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Máster

La inversión socialmente responsable. Análisis comparativo de fondos de inversión vs fondos de fondos.

The socially responsible investment. Comparative analysis between investment funds and funds of funds.

Autor

Marta Ferrando Lozano

Director/es

María Vargas Magallón
Fernando Muñoz Sánchez

Universidad de Zaragoza
2023/2024

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	1
2. MARCO TEÓRICO	2
2.1 CONCEPTOS BÁSICOS	2
2.2 INDUSTRIA DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE.....	13
2.3 REVISIÓN DE LITERATURA	16
3. DATOS Y MÉTODOS	18
3.1 DATOS	18
3.2 MÉTODOS	19
4. RESULTADOS	22
4.1 ANÁLISIS PRELIMINARES	22
4.1.1 ANÁLISIS DE ESTRATEGIAS	22
4.1.2 ANÁLISIS DE SCORES	24
4.1.3 ANÁLISIS DE GASTOS.....	25
4.2 ANÁLISIS DE <i>PERFORMANCE</i>	26
5. CONCLUSIONES	30
6. BIBLIOGRAFÍA.....	32

RESUMEN DEL PROYECTO

Este trabajo de fin de máster va a tratar sobre la comparación de dos tipos de fondos de inversión sostenibles, centrados en inversión en renta variable global. Por un lado, fondos ASG (Ambientales, Sociales y de Gobernanza) y por otro, fondos que invierten únicamente en otros fondos ASG, ambas muestras contienen fondos domiciliados en diferentes mercados. Con el creciente interés en la inversión responsable y sostenible, es crucial comprender las características, ventajas y desventajas de estos productos financieros. El objetivo principal del estudio es comparar ambos tipos de fondos en términos de su performance financiera, scores ASG, costes, y las estrategias socialmente responsables. Para ello, se utilizará un enfoque metodológico que incluye una revisión de la literatura, análisis de datos históricos, una comparación empírica y estudios de datos.

El análisis de datos abarcará la recopilación de información sobre el rendimiento histórico y las métricas ASG de una muestra representativa de fondos ASG y fondos de fondos ASG. Se emplearán técnicas estadísticas y financieras como la aplicación de la estrategia *buy-and-hold*, o el modelo de seis factores de Fama y French, para evaluar las diferencias en el rendimiento y otros indicadores nombrados.

La evidencia empírica obtenida nos indica que, en la muestra de fondos analizada, tanto los fondos de fondos ASG como los fondos ASG obtienen una performance negativa no siendo capaces de batir al mercado y no habiendo diferencias significativas entre ellos. Los inversores en fondos de fondos ASG soportan más costes, están expuestos a menos estrategias ASG y soportan unos niveles de riesgo ASG similares a los de sus pares que invierten en fondos ASG. Por último, este trabajo busca no solo aportar al conocimiento académico sobre la inversión sostenible, sino también servir de referencia para las diferentes personas interesadas que desean invertir de manera responsable y contribuir a un futuro más sostenible.

SUMMARY

This master's thesis will deal with the comparison between two types of sustainable investment funds focused on investing in global equity. On the one hand, ESG (Environmental, Social, and Governance) funds, and, on the other hand, funds that invest solely in other ESG funds, both samples contain funds domiciled in different markets. With the growing interest in responsible and sustainable investing, it is crucial to understand the characteristics, advantages, and disadvantages of these financial products. The main objective of the study is to compare both types of funds in terms of their financial performance, ESG scores, costs, and socially responsible strategies. To do so, a methodological approach will be used that includes a literature review, historical data analysis, empirical comparison, and data studies.

The data analysis will encompass the collection of information on the historical performance and ESG metrics of a representative sample of ESG funds and funds of ESG funds. Statistical and financial techniques such as the application of the buy-and-hold strategy, or the Fama and French six-factor model, will be employed to assess differences in performance and other named indicators.

The empirical evidence achieved shows that for the sample analysed, both the ESG funds of funds and the ESG funds underperform the market, not being significant differences between the two types of funds. Besides, the investors in ESG funds of funds face more expenses, are exposed to a lesser number of ESG strategies and bear similar ESG risks than their peers investing in ESG funds. Ultimately, this work seeks not only to contribute to academic knowledge on sustainable investment, but also to serve as a guide for those who wish to invest responsibly and contribute to a more sustainable future.

1. INTRODUCCIÓN

En el contexto actual del mercado financiero global, la inversión sostenible ha emergido como un pilar fundamental, impulsada tanto por un cambio en la conciencia colectiva hacia la sostenibilidad ambiental y social, como por el reconocimiento de la interdependencia entre rendimiento económico a largo plazo y prácticas empresariales responsables. En este escenario, los fondos ASG (Ambientales, Sociales y de Gobernanza) se han destacado como una forma de inversión clave que no solo buscan generar rentabilidad financiera como los otros tipos de inversión, sino también promover un impacto positivo en la sociedad y el medio ambiente. Estos fondos, que integran criterios ASG en su proceso de toma de decisiones de inversión, están diseñados para identificar y capitalizar las oportunidades asociadas a empresas que demuestran responsabilidad en estas áreas.

La creciente popularidad de los fondos ASG se puede ver reflejada en el aumento exponencial de su activo bajo gestión a nivel mundial, el cual evidencia un cambio en la mentalidad de inversores institucionales y particulares que ahora buscan alinear sus carteras de inversión con sus valores personales y objetivos de sostenibilidad. Este auge también ha sido acompañado por una evolución en la diversidad y sofisticación de los productos ofrecidos, con fondos que cubren una gran cantidad de sectores y estrategias de inversión. Sin embargo, a medida que el mercado de fondos ASG se expande, también lo hace la complejidad de las evaluaciones de rendimiento y la necesidad de transparencia y estandarización en las métricas de impacto.

Este trabajo de fin de máster tiene como objetivo principal realizar una comparación exhaustiva entre fondos ASG y fondos de fondos ASG en cuestión de rendimientos financieros, incorporación de estrategias ASG y sus respectivos scores de sostenibilidad, costes asociados a su gestión y análisis de su *performance*, teniendo en cuenta los diferentes riesgos del mercado. Se examinará todo ello para observar si existen diferencias relevantes y apreciar cuales son las principales ventajas y desventajas de los dos tipos de inversión estudiadas.

Este análisis no solo proporcionará una visión detallada de las capacidades y desafíos de cada tipo de fondo dentro del panorama de inversión sostenible, sino que también

puede ofrecer perspectivas sobre la dirección futura del sector y las implicaciones para los inversores que buscan contribuir a un desarrollo económico más sostenible y ético.

Para alcanzar este objetivo se llevan a cabo múltiples análisis que incluyen la revisión de la literatura existente, un estudio preliminar consistente en analizar las estrategias ASG aplicadas por los fondos, los *scores* de riesgo ASG que se les ha asignado y la comparación de la ratio de gastos en la que incurren. También se lleva a cabo un análisis cuantitativo basado en el estudio de rentabilidades a través de la estrategia *buy-and-hold* y el modelo de Fama y French de 6 factores. Este trabajo pretende aportar claridad y profundidad al estudio de cómo los fondos ASG y fondos de fondos ASG pueden ser utilizados eficazmente para cumplir con los objetivos de inversión sostenible, y, además, averiguar cuáles son los principales aspectos que los diferencian.

En la actualidad, los fondos ASG se encuentran en un punto de inflexión crucial debido a su rápido crecimiento y adopción en los mercados globales, como se ha mencionado anteriormente. Este crecimiento es impulsado por una combinación de factores que incluye el incremento en la conciencia social y ambiental, las presiones regulatorias crecientes para prácticas de inversión sostenibles, y la evidencia de que integrar criterios ASG puede conducir a un rendimiento financiero sólido y sostenible a largo plazo. La realización de este trabajo de fin de máster es necesaria por varias razones. Primero, a pesar del crecimiento del interés y de la inversión en fondos ASG, siguen existiendo interrogantes sobre la comparación de rendimientos, impacto real y la eficiencia en la gestión de riesgos entre los fondos ASG directos y los fondos de fondos ASG. Segundo, la evolución continua del mercado ASG demanda un análisis actualizado que pueda servir de guía para inversores y gestores de fondos.

2. MARCO TEÓRICO

2.1 CONCEPTOS BÁSICOS

Los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) incluyen aspectos no financieros tales como el tratamiento de los residuos generados por la actividad productiva, las condiciones laborales de los trabajadores o las medidas para evitar escándalos contables, por citar solo un ejemplo relativo a cada uno de los tres pilares, que cada vez son más tenidos en cuenta por los inversores a la hora de decidir si invierten o

no en una compañía (Pollman, 2022). La forma habitual de incorporarlos en una cartera de inversión ha sido el *screening* negativo, consistente en excluir del universo inversor las compañías con malos registros ASG. Un enfoque alternativo ha consistido en aplicar un *screening* positivo consistente en invertir en las compañías que muestran mejores registros ASG. Si bien estos son los dos enfoques principales, existen otras estrategias que se han utilizado a la hora de considerar los aspectos ASG como pueden ser la inversión de impacto, el activismo accionario o la integración de información ASG en los modelos financieros tradicionales de valoración de inversiones.

La inversión que incorpora criterios ASG busca generar retornos competitivos a largo plazo mientras promueve al mismo tiempo generar prácticas empresariales responsables que tengan un impacto positivo en la sociedad y el medio ambiente. A continuación, se van a explicar los principios que rigen este tipo de inversiones.

En primer lugar, los **criterios ambientales** se centran en cómo una empresa protege el medio ambiente y minimiza su impacto ecológico. En este apartado se incluye la gestión de emisiones, las políticas de reciclaje, la reducción de residuos y la eficiencia energética, por citar solo algunos ejemplos.

Por otro lado, los **factores sociales** evalúan cómo la empresa gestiona sus relaciones con los empleados, clientes, proveedores y las comunidades donde participa. Esto abarca desde condiciones laborales y su justa compensación, hasta las políticas de diversidad e inclusión.

Por último, la **gobernanza** se refiere a la calidad de la gestión de una empresa, incluyendo transparencia en sus operaciones, la independencia del consejo, una contabilidad íntegra, derechos de los accionistas, etc. Un buen gobierno corporativo debe asegurar que una empresa sea dirigida en el interés de sus *stakeholders*, intentando minimizar cualquier conflicto de interés y fomentando un negocio sostenible a largo plazo.

En cuanto a cómo podemos **definir un fondo ASG**, podríamos decir que es una institución de inversión colectiva orientada a largo plazo que utiliza criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo en el proceso de estudio de análisis y selección de títulos dentro de una cartera (Gaikwad, 2022). Además, existen otros términos para referirse a la inversión ASG y a sus diferentes enfoques, entre ellos destaca la ISR o Inversión Socialmente Responsable. Para ir más allá, es necesario comprender que son

las instituciones de inversión colectiva (IIC). En España, quedan reguladas por la Ley 35/2003 y el RD 1082/2012. En el artículo 1 de la Ley35/2003 se indica “*Son Instituciones de Inversión Colectiva (IIC, en adelante) aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos*”. Si la IIC adopta forma societaria estaríamos ante la SICAV, mientras que, si adopta la forma de patrimonio separado sin personalidad jurídica, estaríamos ante un fondo de inversión.

La entidad gestora se encarga de administrar el fondo, y tomar las decisiones de inversión, que configura la cartera del fondo. Los gestores de fondos ASG utilizan diversas estrategias, como se ha indicado al inicio de este apartado, para la consideración de aspectos no financieros en sus decisiones de inversión.

Destacar que, invertir bajo criterios ASG no es sinónimo de obtener un peor resultado financiero. Este tipo de inversión ofrece la oportunidad de generar un impacto positivo en la sociedad a la vez que se obtiene rentabilidad ajustada por riesgo en el largo plazo (Spainsif, 2021). A medida que las economías mundiales tratan de sobreponerse al impacto económico de la Covid-19, la inversión sostenible se posiciona como parte esencial de la trayectoria a seguir en la recuperación, tanto por los principios que impulsa como por sus crecientes beneficios.

Para contextualizar este tipo de inversión en la historia, es relevante conocer dónde surgió. Según Fernández-Izquierdo y Muñoz-Torres (2009), el **origen de la Inversión Socialmente Responsable (ISR)** tiene motivaciones religiosas. De este modo, en los textos religiosos podemos encontrar mandatos éticos que, aunque no se pueden relacionar directamente con la inversión ASG tal y como la conocemos hoy en día, constituyen las primeras evidencias de consideraciones no financieras a la hora de tomar decisiones financieras. A partir del siglo XVIII, comunidades religiosas como los cuáqueros en el Reino Unido y más tarde los metodistas, comenzaron a adoptar prácticas de inversión que evitaban sectores como el comercio de esclavos, las armas, juegos de azar, el alcohol, o el tabaco, por ser considerados sectores moralmente reprochables.

Estos movimientos religiosos y sociales del siglo XVIII y XIX prepararon el terreno para los primeros fondos éticos y de inversión responsable que surgieron en el siglo XX, como el "*Pioneer Fund*" en 1928. El verdadero impulso a la inversión ASG llegó en las

décadas de 1960 y 1970 con el movimiento contra la guerra de Vietnam en Estados Unidos, que integró preocupaciones sociales y de gobernanza corporativa en las decisiones de inversión como consecuencia de lo ocurrido, destacando la importancia de criterios no financieros en la evaluación de inversiones.

La evolución de la Inversión Socialmente Responsable (ISR) en las últimas décadas del siglo XX y principios del XXI marcó un período de rápida expansión y formalización del concepto, especialmente en regiones como Estados Unidos y Europa. Durante los años 90, la conciencia sobre las cuestiones ambientales y sociales se intensificó notablemente debido a una serie de desastres ambientales y escándalos corporativos que resaltaron la necesidad de una mayor responsabilidad corporativa y prácticas de inversión sostenibles. Este contexto impulsó a los inversores y reguladores a considerar los criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) no solo como elementos éticos, sino como componentes esenciales para evaluar el riesgo y el potencial de crecimiento a largo plazo de las inversiones.

La adopción de la ISR se aceleró aún más con la introducción de varios marcos regulatorios y la consolidación de estándares globales en la primera década del siglo XXI. En Europa, por ejemplo, la Comisión Europea lanzó el Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles, que buscaba integrar criterios de sostenibilidad en el sistema financiero y aumentar la transparencia en las actividades de inversión. Asimismo, los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) establecidos por las Naciones Unidas en 2015 proporcionaron un marco global que enfatizó la necesidad de prácticas de inversión que contribuyeran a lograr objetivos sociales y ambientales específicos, lo que incrementó el interés por este tipo de estrategias de inversión ASG.

Para poder contextualizar este trabajo, es necesario conocer cuáles son las **características que diferencian a los fondos de fondos ASG de los fondos directos ASG**¹. Así, un fondo de inversión generalmente invierte su patrimonio en distintos activos como por ejemplo acciones o bonos. De este modo, en el caso de los fondos de inversión de renta variable los gestores utilizan el patrimonio captado para comprar acciones. Los rendimientos que obtienen los inversores dependerán de los dividendos que repartan las acciones incluidas en la cartera del fondo, así como de la posible revalorización que puedan experimentar. Frente a este tipo de fondos, existe un producto alternativo que se

¹ Características recogidas en El Expansión (2019).

denomina fondo de fondos. Los fondos de fondos en vez de invertir directamente en activos financieros como puedan ser acciones, destinan su patrimonio, principalmente a invertir en otros fondos de inversión, tal y como se puede deducir de su denominación (Spainsif, 2021).

Los fondos de fondos son un producto que ha permitido al pequeño inversor acceder a un determinado tipo de gestión que en principio estaba destinada a grandes inversores o inversores profesionales. Es el caso de los famosos *hedge funds*, o como se conocen en nuestro país, Fondos de Inversión Libre² Este tipo de fondos, que llevan a cabo estrategias de inversión que pueden ser especialmente arriesgadas o especulativas, están especialmente pensados para inversores profesionales. Sin embargo, la aparición de fondos de fondos de inversión libre, que invierten en un amplio conjunto de *hedge funds*, ha permitido que el pequeño inversor pueda acceder a este tipo de gestión alternativa.

Con la popularización de los fondos de inversión ASG han aparecido fondos de fondos que invierten precisamente en otros fondos ASG. Al invertir en múltiples fondos ASG, los fondos de fondos ASG reducen el riesgo que sufre el inversor al no depender del desempeño de un solo fondo o sector específico. Además, al incluir múltiples fondos especializados en diferentes aspectos de los criterios ASG, permiten a sus inversores contribuir al impacto en diversas temáticas, ya sea la protección del medioambiente o la equidad social, proporcionando a los inversores acceso a una gestión profesional diversificada³. Este enfoque también contribuye a mitigar riesgos específicos asociados a sectores o regiones, ofreciendo una protección adicional contra la volatilidad del mercado. De este modo, algunas de las principales **características** de los fondos de fondos ASG serían las siguientes:

- **Estructura de diversificación:** Los fondos de fondos invierten en una variedad de otros fondos ASG en lugar de invertir directamente en acciones, bonos u otro tipo de valores. La estructura mencionada, permite una diversificación todavía más amplia que la alcanzada a través de un fondo de inversión que invierte directamente en acciones, y de esa forma reduce el riesgo específico de invertir en un solo fondo o activos individuales. Gracias a esta diversificación, los inversores tienen a su disposición una gama más amplia de oportunidades, ya que

² Información sobre *hedge funds* El Economista (2021)

³ Spainsif (2021)

permite acceder a más regiones, clases de activos o sectores. Particularmente, puede ser una mejor opción para pequeños inversores que quieren una exposición más diversificada pero no cuentan con los recursos para investigar y seleccionar diferentes fondos ASG por ellos mismos.

- **Enfoque en inversión sostenible:** De igual manera que en los fondos ASG individuales, este tipo se compromete con la inversión sostenible seleccionando solo aquellos fondos que cumplan con los criterios mencionados anteriormente y así, garantiza que el capital invertido contribuya hacia objetivos de sostenibilidad que puede abarcar una mayor amplitud que en los individuales.
- **Gestión profesional:** Estos fondos están gestionados por profesionales con experiencia, lo cual es crucial para analizar y seleccionar los diferentes fondos que se complementen de la mejor manera estudiando sus enfoques y sus métricas de rendimiento. Los gestores profesionales pueden optar por invertir en las estrategias ASG que piensan van a tener un mejor comportamiento financiero en el futuro. También están en mejor posición para seleccionar aquellos fondos de inversión ASG, que, dentro de cada estrategia, pueden alcanzar mejores resultados financieros.
- **Mayores costes:** La principal desventaja de los fondos de fondos es que invertir en ellos puede generar unos mayores costes. Los fondos de inversión suelen cargar unas comisiones a sus inversores, siendo la principal la comisión de gestión⁴. En un fondo de fondos, el inversor sufriría en primer lugar la comisión de gestión de la gestora del fondo de fondos, pero a su vez, el fondo de fondos tendrá que hacer frente a las comisiones de gestión que cobren los fondos en los que invierte, lo que al final repercutirá de forma negativa en el rendimiento que le llegue al inversor.
- **Flexibilidad en la asignación de activos:** Los fondos de fondos ASG ofrecen una mayor flexibilidad en la asignación de activos, ya que permiten ajustes relativamente rápidos en la cartera en respuesta a los cambios que ocurren en el

⁴ Deloitte (2019)

mercado o en las condiciones económicas sin que sea necesario realizar desinversiones en activos individuales⁵.

En cuanto a la **regulación** vigente, los fondos de inversión socialmente responsable se rigen por una serie de normas tanto directa como indirectamente. Podemos estructurar el marco regulatorio en diferentes niveles como acuerdos internacionales gubernamentales, legislaciones estatales o acuerdos de organizaciones internacionales regionales. También existen acuerdos sectoriales realizados por asociaciones no gubernamentales que están especializadas en inversión socialmente responsable como Spainsif o Inverco.

Se puede destacar la Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), promovidos por la Organización de Naciones Unidas (ONU). La Agenda 2030, que incluye 17 objetivos compuestos por 169 metas, busca fomentar el desarrollo sostenible a nivel mundial, evolucionando desde los Objetivos de Desarrollo del Milenio establecidos en 2000.

En el nivel de acuerdos de organizaciones internacionales regionales, la Comisión Europea lanzó en marzo de 2018 su Plan de Acción para promover una economía más verde y limpia, orientando el capital hacia inversiones sostenibles. Este plan busca establecer un lenguaje común para las finanzas sostenibles, crear etiquetas de la Unión Europea para productos financieros "verdes", integrar la sostenibilidad en los requisitos prudenciales de bancos y aseguradoras, y aumentar la transparencia en la información corporativa.

Además, en Europa existen iniciativas como el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR)⁶ y la taxonomía verde, los cuales han fomentado una mayor transparencia y ayudado a mitigar el riesgo de "*greenwashing*"⁷ que es un tema que está muy de actualidad. Hay diversos estudios sobre el *greenwashing* como los de Seele y Gatti (2015), Ruiz-Blanco, Romero y Fernandez-Feijó (2021) o Szabo y Webster (2020).

⁵ PwC España (2021)

⁶ Se trata de un "Reglamento (UE) 2019/2088, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros" según la Comisión Nacional del Mercado de Valores (2022)

⁷ Según el Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo el "greenwashing" es "la práctica de obtener una ventaja competitiva desleal comercializando un producto financiero como respetuoso con el medio ambiente cuando, en realidad, no cumple los requisitos medioambientales básicos".

Profundizando en el SFDR, este reglamento se aplica desde marzo del 2021 y se implementó para establecer normas para la publicación de información extra financiera con el fin de poder evaluar de mejor manera el nivel de sostenibilidad de las empresas. El objetivo fue animar a los actores de la inversión a especificar su nivel de integración ASG.

El SFDR exige que cada producto financiero se clasifique según sus características ASG y la definición es la siguiente:

- **Artículo 6:** se refiere a los fondos que no integran ninguna forma de sostenibilidad en el proceso de inversión y, por lo tanto, podrían incluir inversiones que actualmente están excluidas por los fondos ASG. Se podrán seguir comercializando en la UE siempre que se muestren como no sostenibles.
- **Artículo 8:** se aplicará cuando un producto financiero promueva, entre más características, las medioambientales o las sociales, o ambas, siempre que las empresas en cuestión realicen prácticas de buen gobierno.
- **Artículo 9:** son los productos que tienen como objetivo principal la inversión sostenible.

El año actual, 2024, se ha caracterizado por la implementación de la nueva Directiva *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) a nivel europeo, la cual va a reemplazar a la Directiva 2014/95/UE la cual regía como se debía presentar la información de sostenibilidad por parte de las empresas que se encontraban en la Unión Europea. Esta nueva directiva busca estandarizar y homogeneizar la información sobre sostenibilidad con la información económica, para así marcar un hito significativo en la transparencia y la rendición de cuentas corporativas.

A nivel nacional, el año 2024 se va a marcar como un periodo intenso desde el punto de vista legislativo y jurisprudencial, ya que el gobierno ha comenzado el año con una gran agenda de reformas que se suman a las que ya estaban previstas.

Por último, en cuanto a conceptos básicos para profundizar en el tema, se van a exponer las principales **estrategias de inversión ASG**. Estas estrategias que nacen desde una visión ASG, ayudan a observar datos alternativos sobre las empresas, que ofrezcan diferentes perspectivas sobre las debilidades o las fortalezas de una empresa y cómo podrían afrontar futuros retos. Existen numerosas estrategias con las que se pueden incorporar los aspectos ASG a las decisiones de inversión. Las principales, según Fernández-Izquierdo y Muñoz-Torres (2009), serían las siguientes:

- **Exclusiones/Screening negativo:** Esta estrategia se basa en la exclusión deliberada de algunas industrias, líneas de actividad o títulos de una cartera basándose en la ética y los principios (Spainsif, 2020). Dentro de la propia exclusión, esta se puede dividir en dos vertientes; la exclusión incondicional, en la cual el inversor evita determinadas actividades incompatibles con sus valores (*Screening* basado en valores), y, por otro lado, las exclusiones condicionadas, en las que el inversor no se interesa por empresas que no cumplen ciertas normas o estándares (*Screening* basado en normas).

En cuanto a los títulos que se excluyen, se tiene en cuenta su exposición a determinadas controversias ASG. Por ejemplo, se pueden excluir por razones morales relacionadas con la conciencia ambiental, la conciencia social que engloba derechos humanos, o controversia hacia sectores que están relacionados con prácticas que no son saludables, como el tabaco, el alcohol, el juego, las armas, etc.

A la hora de aplicar estas exclusiones los inversores se pueden mover por razones meramente morales sin tener en cuenta el impacto financiero que sus decisiones puedan tener, o, por otro lado, razones financieras, ya que se puede pensar que determinados negocios generarán pérdidas a largo plazo o se verán afectados por un endurecimiento de la regulación.

- **Best-in-class:** Es un enfoque a través del cual las principales empresas del sector son analizadas por criterios de responsabilidad social, y la estrategia se centra en seleccionar las compañías que muestran mejores prácticas en aspectos ASG, lo cual también se puede denominar *screening* positivo. Esto requiere un análisis a nivel macro y micro.

Esta estrategia intenta promover cambios positivos animando a las empresas a actuar de una manera más responsable para así conseguir que los inversores más sensibles a los aspectos ASG se acerquen a ellas (Eurosif, 2018). Para incluir esta estrategia en las carteras, los gestores pueden centrarse en las empresas que han mejorado sus prácticas ASG en un periodo concreto del tiempo, o las que obtengan un mejor registro ASG.

Este enfoque, a diferencia de la exclusión, requiere por parte del gestor informarse continuamente, para así tener los últimos datos sobre las empresas que mejor se comportan en este aspecto.

Se puede dividir en tres vertientes diferentes:

-*Best-in-sector*: mejor compañía del sector.

-*Best-effort*: compañías con mejor progreso.

-*Best-in-universe*: compañías con mejor ranking ASG.

Los costes de esta estrategia pueden ser superiores a otra ya que requiere muchos recursos para realizar correctamente los análisis, aunque cada vez la información sobre aspectos ASG es más accesible para todo el mundo.

- **Integración de criterios ASG:** Se trata de la introducción explícita de criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo a la hora de implementar el análisis financiero tradicional. En esta aproximación se reconoce la relevancia de la información ASG para hacer una adecuada valoración de los activos financieros, y el objetivo sería tomar las mejores decisiones desde un punto de vista financiero. No se trataría, por tanto, de tener en cuenta las consideraciones éticas o morales que puedan ser relevantes para los inversores, sino más bien considerar los aspectos ASG que pueden impactar de forma material en la valoración de una compañía determinada (CFA Institute, 2020). Por ejemplo, yo como inversor puedo no estar concienciado con la protección del medioambiente, pero considero los aspectos medioambientales a la hora de estimar el valor de una compañía energética, dado que las cuestiones medioambientales pueden impactar de forma significativa en su precio.

La estrategia de integración tiene como último objetivo que las carteras que gestionan estos gestores superen y batan en cuanto a rendimiento a otros gestores que no integran la información ASG a la hora de tomar sus decisiones de inversión.

- **Inversiones temáticas:** La inversión temática está focalizada en sectores o actividades específicas (MSCI, 2019). Este enfoque se enfoca principalmente en actividades que están directamente relacionadas con prácticas sostenibles y específicas, las cuales se espera que mantengan un crecimiento superior a largo plazo debido a su alineación con tendencias y necesidades ambientales sostenibles.

Las cualidades que deben cumplir estas empresas para ser elegidas son “*Do things right*” y “*Do the right thing*”.

Por lo general este tipo de inversión se materializa a través de fondos de inversión que pueden invertir en bonos verdes, empresas y proyectos con gestión del agua, economía de bajo carbono, o centrados en los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

Para implementar esta estrategia los gestores tienen que identificar segmentos donde creen que va a haber un mayor crecimiento económico a largo plazo, por lo que esto deriva en un análisis de tendencias.

○ **Compromiso de los inversores:**

1. *Voting*: los fondos de inversión ejercen los derechos de voto que otorgan las acciones que forman su cartera, buscando promover buenas prácticas ASG en dichas compañías cuando se toman las decisiones en las juntas generales.
2. *Engagemenet*: es una estrategia que se plantea a un mayor largo plazo ya que los accionistas deben influir en la conducta de la empresa llevándola hacia un lugar más sostenible. El objetivo principal es crear un diálogo entre la empresa y los inversores, lo que permite mejorar la gobernanza y dar mayor consideración a aspectos sociales o medioambientales. Cada vez existe una mayor creencia en que los criterios ASG pueden afectar a la reputación y por consecuencia, a la rentabilidad-riesgo de la empresa.

El compromiso ofrece a los inversores la oportunidad de crear valor añadido de diferentes maneras, como por ejemplo mejorar la reputación, priorizar la conducta ética de los negocios, maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo y desarrollar una mejor estrategia de negocio a largo plazo, entre otros.

- **Inversión de impacto:** Su principal objetivo es generar un impacto ambiental y social para resolver problemas sociales, ambientales y de gobernanza junto con la obtención de una determinada rentabilidad financiera (GIIN, *Global Impact Investing Network*, 2020). Las características específicas de esta estrategia frente a otras son: la intencionalidad, que es la intención de generar un impacto positivo; la adicionalidad, se trata de que realmente se logre un impacto positivo para la sociedad además de la rentabilidad financiera; y que sea medible, tanto su parte financiera como su faceta ASG.

De igual manera, esta estrategia enfrenta retos como el bajo número de proyectos existentes o la falta de incentivos para los asesores financieros.

2.2 INDUSTRIA DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

El panorama actual de los fondos ASG refleja una evolución constante, que está marcada por un crecimiento sostenido gracias a un incremento en la conciencia ambiental y social de la sociedad en estos últimos años. Este auge se traduce en una mayor diversidad de productos ofrecidos, con fondos que abarcan desde sectores específicos como energía renovable hasta enfoques más generales que evalúan compañías a través de una lente ASG.

En cuanto al rendimiento financiero, algunos artículos muestran resultados mixtos; algunos indican que los fondos ASG pueden superar a los fondos tradicionales especialmente en momentos de crisis como el estudio de Ochoa (2024) o Atienza (2021), mientras que otros trabajos como los de Piedrahita (2021) o de la Cruz (2020) sugieren que los beneficios de invertir de manera socialmente responsable son más consistentes en términos de reducción de riesgos, ya que la obtención de rentabilidad es similar a la de fondos tradicionales o menor. Este tema sigue en mente de muchos inversores ya que asocian que una inversión socialmente responsable, no puede proporcionar una rentabilidad comparable a la de la inversión tradicional. A pesar de estos avances, el sector enfrenta desafíos como la falta de estándares uniformes y la necesidad de mejores herramientas para medir el impacto real de las inversiones ASG, ya que hay aspectos que pueden ser abstractos y subjetivos, por lo que complica la medición de ellos.

Las últimas noticias sobre el panorama actual de la inversión ASG hablan sobre un movimiento de flujos monetarios bastante brusco en el año 2024. Se ha observado un rendimiento desigual en distintas geografías, sin embargo, el panorama de los flujos mundiales de fondos ASG comienza a mejorar. En el primer trimestre del año 2024 hubo unas salidas de 2.900 millones de dólares, en contraposición al signo positivo del segundo trimestre, en el que se produce una entrada neta, a nivel global, de 4.300 millones de dólares según el informe trimestral publicado por Morningstar⁸.

⁸ Antje Schiffler (2024)

A continuación, se muestra una tabla donde se pueden observar los principales movimientos de flujos en diferentes zonas del mundo, en los dos primeros trimestres del año 2024.

Tabla 2-1: Flujos globales ASG primer y segundo trimestre de 2024 en miles de millones de dólares.

REGIÓN	FLUJOS 1Q 2024	FLUJOS 2Q 2024	ACTIVOS		FONDOS	
Europa	8,4	11,8	2.605	81%	5.609	73%
Estados Unidos	-9	-4,7	336	11%	613	8%
Asia (sin Japón)	-0,7	0,7	62	2%	612	8%
Canadá	0,1	-1,4	36	1%	323	4%
Australia/Nueva Zelanda	0	-0,8	30	1%	271	4%
Japón	-1,7	-1,3	23	1%	231	3%
TOTAL	-2,9	4,3	3.091		7.659	

FUENTE: Morningstar Direct

Europa vuelve a aparecer como la principal región interesada en inversiones ASG con un flujo positivo de 11.800 millones de dólares estadounidenses en el segundo trimestre de 2024, mientras que por otro lado Estados Unidos, ha registrado una salida de fondos de 4.700 millones en el segundo trimestre del año en curso, inferior a la del trimestre previo de 9.000 millones.

Por otro lado, en el detalle de flujos ASG europeos, la inversión en fondos pasivos también ha emergido en el segundo trimestre llegando a 12.400 millones de dólares, sin embargo, también se compara con las salidas de unos 620 millones de dólares en fondos activos, lo que genera unas entradas netas de 11.800 millones de dólares como figura en la tabla 2-1. Además, Morningstar también apunta que los fondos de renta variable sostenible volvieron a ascender con entradas de 3.400 millones de dólares, frente a las salidas del trimestre anterior de 4.500 millones, todo ello en Europa.

En cuanto a los lanzamientos de nuevos fondos ASG, estos siguen ralentizados. En el segundo trimestre hubo 77 nuevos lanzamientos a nivel mundial, que si se suman con los del primer trimestre resultan en 170 nuevos fondos en toda la primera mitad del año, que es un número considerablemente menor a los 325 nuevos fondos que se lanzaron en el primer semestre de 2023.

Mirando hacia el futuro, se espera que los fondos ASG sigan creciendo, impulsados por avances tecnológicos como el *big data* y la inteligencia artificial, así como por la

creciente demanda del mercado y mandatos regulatorios. Esto posiciona a los fondos ASG para una expansión continua, reconociendo su papel crucial en la sostenibilidad a largo plazo de las inversiones y del planeta.

Para completar el estudio, es relevante analizar la evolución de las distintas estrategias ISR que aplican los inversores en los diferentes países.

Con este fin, se muestra una tabla que recoge la evolución del volumen de activos de inversión sostenibles gestionados con diferentes estrategias en Europa, Estados Unidos, Canadá, Australia y Nueva Zelanda y Japón. Los datos abarcan los años 2016, 2018, 2020 y 2022, aunque en este último, no se incluyen datos de Europa, ya que no estaban disponibles.

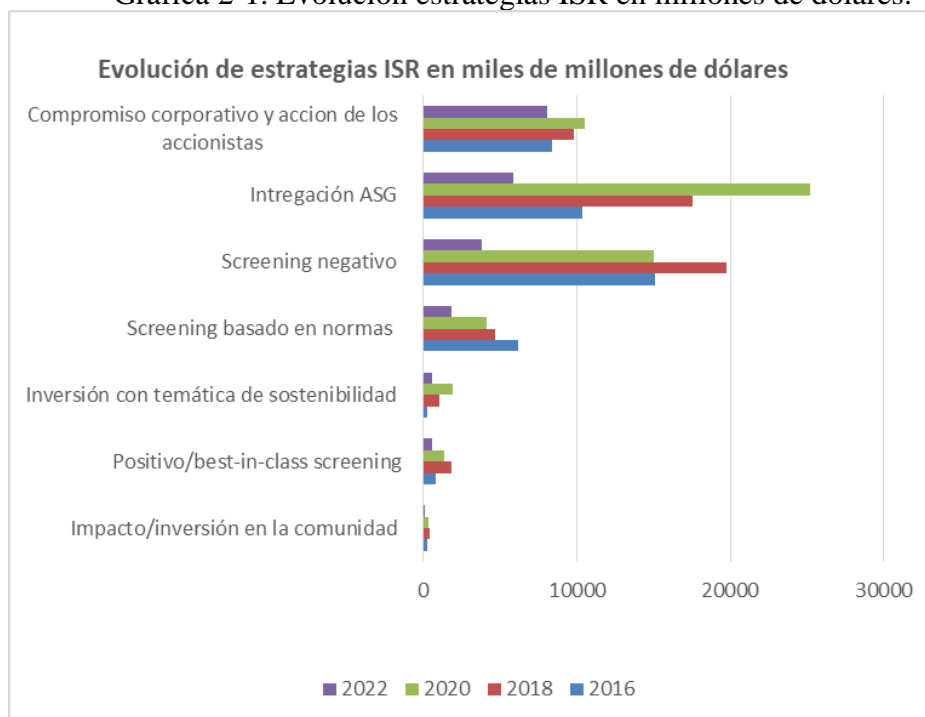
Tabla 2-2. Evolución estrategias ISR en millones de dólares.

ESTRATEGIA	2016	2018	2020	2022
Impacto/inversión en la comunidad	248	444	352	55
Positivo/best-in-class screening	818	1.842	1.384	574
Inversión con temática de sostenibilidad	276	1.018	1.948	598
Screening basado en normas	6.195	4.679	4.140	1.807
Screening negativo	15.064	19.771	15.030	3.840
Integración ASG	10.353	17.544	25.195	5.888
Compromiso corporativo y acción de los accionistas	8.385	9.835	10.504	8.053
Total en todas las categorías	41.340	55.133	58.552	20.517
Total inversiones sostenibles	22.838	30.683	35.301	30.321

FUENTE: Global Sustainable Investment Review (2023)

A continuación, se muestra el gráfico generado con los datos proporcionados en la tabla anterior para poder observar la evolución de una manera más visual.

Gráfica 2-1. Evolución estrategias ISR en millones de dólares.



FUENTE: Global Sustainable Investment Review (2023)

Aunque la falta de datos europeos en el año 2022 dificulte la comparación a nivel global, se observa como la tendencia de los profesionales e inversores se centra cada vez más en el compromiso de influir en el cambio a través de la integración de criterios o compromiso corporativo, en lugar de otro tipo de estrategias.

2.3 REVISIÓN DE LITERATURA

En la literatura sobre fondos de inversión y de fondos de fondos, diversos autores han abordado sus características, rendimientos y los desafíos asociados a este tipo de inversión. A continuación, se presenta una revisión de la literatura relevante en orden cronológico. En primer lugar, se muestran algunos estudios focalizados en fondos de fondos.

Liang (2005) estudia diversos vehículos de inversión alternativos como fondos de cobertura, fondos de fondos y CTAs (commodity trading advisor). En primer lugar, Liang discute sus estrategias comerciales, liquidez, y estructuras de correlación, destacando que mientras los fondos de cobertura superaron a los fondos de fondos y estos a su vez a los CTAs durante 1994-2001, las estructuras de correlación varían según las condiciones del mercado, haciendo a los CTAs herramientas adecuadas para cubrir riesgos en mercados a la baja.

Ang, Rhodes-Kropf & Zhao (2008) cuestionan el valor añadido de los fondos de fondos en comparación con los fondos de cobertura, utilizando conceptos de asignación de activos para evaluar las características de la asignación de referencia de los fondos de fondos. Concluyen que, dadas unas características razonables del índice de referencia, los fondos de fondos justifican, en promedio, sus comisiones.

Harris, Jenkinson, Kaplan & Stucke (2018) analizan la intermediación financiera en el capital privado a través de fondos de fondos, destacando que estos fondos, tras considerar las comisiones, ofrecen rendimientos comparables o superiores a los índices del mercado, aunque con variaciones según se trate de *buyouts* o capital riesgo. Muestran que los *funds of funds* (FOF) en capital riesgo son capaces de acceder a fondos de alto rendimiento.

Vincent Moltó (2020) examina la rentabilidad de los fondos de fondos españoles a lo largo de los últimos 15 años, contrastando estos vehículos de inversión con sus respectivos *benchmarks*. Inicia con una contextualización de los fondos de inversión, diferenciando entre los fondos tradicionales y los fondos de fondos, y un repaso de la legislación relevante en España. Utilizando datos de Morningstar, analiza la rentabilidad acumulada, la Tasa de Crecimiento Anual Compuesta (CAGR) y la volatilidad de 114 fondos, distribuidos en 29 categorías. La evaluación comparativa incluye un análisis frente a *benchmarks* del grupo y una comparación con la media de rentabilidad de fondos internacionales. Los hallazgos, destinados a orientar a inversores potenciales, indican que la mayoría de los fondos de fondos españoles no superan a sus *benchmarks* a lo largo del periodo estudiado, sugiriendo que raramente constituyen la mejor opción de inversión.

No he encontrado trabajos académicos que hayan estudiado el caso específico de fondos de fondos que invierten con criterios ASG. Sin embargo, sí que existe una literatura académica muy prolija en lo que se refiere a fondos de inversión que consideran dichos criterios. A continuación, se relacionan algunos de ellos.

Plagge & Grim (2020) realizan un estudio en el que investigan el rendimiento de los fondos de inversión de renta variable ASG, concluyendo que la mayoría no produce un alfa significativo y que las diferencias en rentabilidad y riesgo son principalmente atribuibles a criterios específicos de cada fondo más que a un factor ASG homogéneo.

Curtis, Fisch & Robertson (2021) examinan si los fondos mutuos ASG cumplen con sus promesas. Esta cuestión ha atraído la atención de los reguladores, pero el rápido crecimiento y evolución del mercado ha provocado que los reguladores estén actuando

sin una imagen clara de la inversión ASG. En el estudio concluyen que estos fondos ofrecen a los inversores un producto diferenciado y competitivo que es coherente con su etiquetado, respaldando más los principios ASG sin incrementar los costes ni reducir la rentabilidad, por lo que no encuentran un motivo por el que sería necesario regular de una manera especial los fondos ASG.

Raghunandan & Rajgopal (2022) cuestionan en su trabajo si los fondos ASG realmente realizan inversiones en empresas que tienen un historial favorable a las partes interesadas. Encuentran que, aunque los fondos ASG poseen empresas con puntuaciones ASG más altas, estas no necesariamente cumplen mejor con las normas laborales y ambientales, ni tienen menores emisiones de carbono. Además, también parece que los fondos ASG obtienen peores resultados financieros que otros fondos de la misma gestora y año, y cobran comisiones más elevadas.

Estos son solo algunos de los muchos trabajos que se pueden encontrar en la literatura académica, dedicados a fondos de inversión ASG. Como se puede comprobar, se cuenta con literatura existente sobre fondos ASG, pero al mismo tiempo se observa una falta de trabajos que analicen fondos de fondos ASG, lo cual motiva el interés de este TFM.

3. DATOS Y MÉTODOS

3.1 DATOS

En cuanto a los datos utilizados en este trabajo, se han obtenido de la plataforma *Morningstar Direct Database*⁹. Las muestras que se han seleccionado son fondos de renta variable global ASG y fondos de fondos de renta variable global ASG domiciliados en múltiples mercados, como Francia, Luxemburgo, India, México, Estados Unidos, Canadá y China, entre otros. En el caso de la primera muestra, se ha contado con 1393 fondos (formados por 8.615 participaciones distintas). Por otro lado, la recopilación de datos de fondos de fondos es menor, ya que se ha contado con una muestra de 132 fondos (formados por 330 participaciones). El período de estudio se extiende desde enero de

⁹ Agradezco al Dpto. de Contabilidad y Finanzas de la Universidad de Zaragoza el acceso a la información necesaria para poder desarrollar este TFM.

2015 hasta mayo de 2024. No obstante, en el caso de los riesgos ASG el período de estudio comienza en septiembre de 2019, que es la primera fecha para la cual los scores de riesgos ASG están disponibles.

Los datos que se han descargado en referencia a estos fondos son las rentabilidades mensuales, los activos netos mensuales, así como ratios anuales de gastos netos.

Por otro lado, también se ha contado con información relativa a estos fondos de aspectos descriptivos, como por ejemplo las estrategias ASG adoptadas en cada fondo y los *scores* de riesgos ASG que se les ha atribuido.

3.2 MÉTODOS

La metodología que se va a utilizar para el análisis es diversa. Por un lado, se va a hacer un análisis descriptivo de tres aspectos de los fondos:

- (1) En primer lugar, se realiza un estudio de las estrategias ASG que han implementado los gestores en los fondos, pudiendo así realizar una comparación entre los dos tipos. Las estrategias se van a diferenciar en tres grandes grupos, que serían *engagement*, inversión temática y *screening* negativo¹⁰. Se aplicarán diferentes estadísticos para así comparar cuántas estrategias incluyen, cuántos *topics* abordan en la inversión temática o cuántos *topics* excluyen de manera representativa.
- (2) Por otro lado, un análisis de los *scores* ASG en el cual se han tenido en cuenta cuatro indicadores diferentes.
 - ✓ En primer lugar, análisis del *Portfolio Corporate Sustainability Score*, el cual es una media ponderada por activos de la calificación de riesgo ASG de *Sustainalytics* por las participaciones de su cartera. Evalúa la exposición de riesgo ASG no gestionado, por lo tanto, cuanto menor sea el score, menor será el riesgo.
 - ✓ Por otro lado, el *Portfolio Environmental Risk Score*, es la media ponderada por activos de las puntuaciones de riesgo medioambiental de las empresas de una

¹⁰ Esta clasificación viene motivada por la disponibilidad de información condicionada por las etiquetas que proporciona la base de datos Morningstar.

cartera. Las puntuaciones de riesgo medioambiental de *Sustanalytics* miden el grado en que el valor económico de una empresa puede estar en riesgo debido a factores medioambientales.

- ✓ En tercer lugar, análisis del *Portfolio Social Risk Score*, el cual es la media ponderada por activos de las puntuaciones de riesgo social de las empresas de una cartera. Las puntuaciones de riesgo social de *Sustanalytics* miden el grado en que el valor económico de una empresa puede estar en riesgo debido a factores sociales.
- ✓ Por último, el *Portfolio Governance Risk Score* es la media ponderada por activos de las puntuaciones de riesgo de gobernanza de las empresas de una cartera. Las puntuaciones de riesgo de gobernanza de *Sustainalytics* miden el grado en que el valor económico de una empresa puede estar en riesgo debido a factores de gobernanza.

(3) Para finalizar el análisis descriptivo, se van a estudiar los ratios de gastos, es decir Análisis de *NER Share Class*. Éste va a servir para observar la diferencia de gastos de los fondos ASG y los fondos de fondos ASG.

A continuación, se realizará un análisis más empírico; en concreto se va a analizar la *performance*. Para ello, se va a trabajar con los datos de las rentabilidades de los fondos ASG y los fondos de fondos ASG. Se van a construir carteras equiponderadas para cada clase de fondo, así como su cartera diferencia.

En primer lugar, se va a aplicar la estrategia *Buy and Hold* en las carteras equiponderadas resultantes de los fondos ASG y de los fondos de fondos ASG y se van a comparar los resultados con el comportamiento del mercado. Esta estrategia se caracteriza por ser una estrategia de inversión en bolsa a largo plazo basada en comprar activos y mantenerlos a largo plazo sin prestar atención a las fluctuaciones del mercado. De esa manera podemos realizar un análisis del comportamiento desde el punto de vista de la rentabilidad.

En segundo lugar, con estas carteras se va a aplicar el modelo Fama y French de 6 factores que se explica a continuación.

En un estudio de 1992, Eugene Fama y Kenneth French examinan el rol de varios factores en la predicción de la rentabilidad de las acciones, más allá de la beta del mercado propuesta por el modelo CAPM. Descubren que la beta del mercado por sí sola no explica

adecuadamente la rentabilidad de las acciones. En su lugar, identifican que las variables del tamaño de las empresas y la ratio *book-to-market* ofrecen una explicación mucho más robusta para los rendimientos observados en los índices NYSE, Amex y NASDAQ durante el período de 1963 a 1990. Este hallazgo llevó a Fama y French a seleccionar estas dos variables para desarrollar su modelo de tres factores, diseñado específicamente para abordar las limitaciones del modelo CAPM.

La fórmula matemática resultante fue la siguiente:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_{Mkt}(R_{M,t} - R_f) + \beta_{SMB}SMB_t + \beta_{HML}HML_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Donde en la fórmula, R_{it} es la rentabilidad esperada de la cartera i en el periodo t , R_{ft} es la rentabilidad del activo libre de riesgo, $(R_{Mt} - R_{ft})$ es la prima de riesgo del mercado. SMB es la rentabilidad obtenida de una cartera formada por acciones de empresas de pequeña capitalización menos la rentabilidad obtenida por una cartera formada por empresas grandes, y, por último, la variable HML es la rentabilidad de una cartera formada por activos que tienen un valor alto en la ratio *book-to-market*, menos la rentabilidad de otra cartera compuesta por compañías con bajo *book-to-market*.

Las betas cuantifican el efecto de cada una de las variables a las que están asociadas sobre la rentabilidad, y ε_{it} es el residuo de la ecuación. De este modo, el parámetro que determina si el fondo ha obtenido una buena o mala performance ajustada por riesgo es el alfa. Si el fondo ha obtenido la rentabilidad que cabría esperar por su exposición a los factores de riesgo, el alfa no sería significativamente distinta de cero. Si el gestor del fondo ha sido capaz de obtener una rentabilidad superior/inferior a la predicha por los factores de riesgo, el alfa sería positiva/negativa y significativa

Años después, Novy-Marx (2013), Titman, Wei y Xie (2004) defienden que el Modelo de tres factores de Fama y French no es suficiente, ya que no tiene en cuenta la variación de los rendimientos medios que guardan relación con la inversión y la rentabilidad. Por ese motivo, Fama y French (2025), evolucionan su modelo y agregan dos nuevos factores, obteniendo de este modo el Modelo de 5 Factores.

Por lo tanto, la fórmula matemática resultante fue la siguiente:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_{Mkt}(R_{M,t} - R_f) + \beta_{SMB}SMB_t + \beta_{HML}HML_t + \beta_{RMV}RMV_t + \beta_{CMA}CMA_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

A esta fórmula se le añaden las variables de rentabilidad operativa e inversión. Por lo tanto, RMW es la diferencia de la rentabilidad media de una cartera formada por acciones con una rentabilidad robusta, menos la rentabilidad de una cartera formada por acciones con rentabilidad débil, y, CMA es la diferencia entre las rentabilidades de las empresas con inversión conservadora y agresiva.

Por último, se le añade un último factor a esta última variante del modelo. El factor *momentum*, MOM, considerado previamente por Carhart (1997), el cual mide si un activo sigue comportándose de igual manera después de un determinado periodo de tiempo, es decir, sigue la tendencia del activo. Por lo tanto, la fórmula definitiva que recoge el modelo de 6 factores de Fama y French (2018), y que se aplicará en este trabajo es la siguiente:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_{Mkt}(R_{M,t} - R_f) + \beta_{SMB}SMB_t + \beta_{HML}HML_t + \beta_{RMV}RMV_t + \beta_{CMA}CMA_t + \beta_{MOM}MOM_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

4. RESULTADOS

4.1 ANÁLISIS PRELIMINARES

4.1.1 ANÁLISIS DE ESTRATEGIAS

En el análisis por estrategias se va a seguir el orden que se ha explicado anteriormente; concretamente, se van a dividir los datos en tres grupos, aplicación de grandes estrategias, inversión temática y *screening* negativo. En ellos se aplicarán estadísticos para poder comparar las muestras de fondos ASG y fondos de fondos ASG. En primer lugar, se recogen los datos sobre el número de grandes estrategias que aplica cada uno de los fondos y que son *Engagement*, Inversión temática y por último *Screening* negativo.

En segundo lugar, se van a analizar los datos sobre el subconjunto de inversiones temáticas. En la muestra existen cinco *topics* los cuales son acción climática, desarrollo humano, necesidades básicas, ecosistemas saludables y seguridad de los recursos. Se realizará un conteo sobre cuántos implementa cada fondo en cada una de las muestras y posteriormente se aplicarán los estadísticos.

Por último, se ha analizado el subconjunto de *screening* negativo en el cual se tienen en cuenta dieciocho *topics* que pueden excluir los fondos, los cuales son; *screening* basado en normas, el aborto, el entretenimiento para adultos, el alcohol, la experimentación con animales, las armas controvertidas, las pieles y cueros especiales, las apuestas, la genética y organismos modificados, la contratación militar, la energía nuclear, el aceite de palma, los pesticidas, las armas pequeñas, el carbón, el tabaco, el combustible fósil y otros.

A continuación, se muestra la tabla con los resultados que se han obtenido una vez aplicados los principales estadísticos en las muestras que se acaban de describir.

Tabla 4-1. Resultados de estadísticos de estrategias ASG.

Fondos ASG	<i>Grandes estrategias: Engagement, Inversión Temática, Screening negativo</i>	Inversión temática	Sreening negativo
Promedio	1,72	0,27	6,77
Mediana	2	0	7
SD	0,80	0,62	4,18
Max	3	3	17
Min	0	0	0
Fondos de fondos ASG	<i>Grandes estrategias: Engagement, Inversión Temática, Screening negativo</i>	Inversión temática	Sreening negativo
Promedio	1,14	0,17	4,08
Mediana	1	0	1,5
SD	0,84	0,47	4,70
Max	3	2	17
Min	0	0	0

FUENTE: elaboración propia

En primer lugar, en cuanto a las grandes estrategias, los estadísticos muestran que los fondos ASG implementan estrategias de manera más intensiva, con un promedio de 1,72 sobre 3, que es el máximo, y mediana de 2, mientras que, por otro lado, los fondos de fondos ASG obtienen un promedio de 1,14 sobre 3 y mediana de 1.

En cuanto a la inversión temática, observamos que las dos muestras implementan de manera limitada esta estrategia, aunque ligeramente los fondos ASG se enfocan más intensamente en esta estrategia, ya que su máximo dentro de la muestra es 3. Estos

resultados también sugieren que existen fondos etiquetados como de inversión temática, pero que luego no encajan en ninguna de las 5 sub-etiquetas indicadas.

Por último, respecto al *screening* negativo, observamos diferencias notables; los fondos ASG excluyen de media 6,77 *topics* con una mediana 7, mientras que los fondos de fondos ASG excluyen de media 4,08 y una mediana de 1,5, lo cual es considerablemente inferior al otro universo. Esta diferencia es relevante, ya que como cabría esperar, los fondos de fondos ASG deberían integrar un mayor número de exclusiones debido a la participación en numerosos fondos de inversión, sin embargo, los fondos ASG resaltan en este aspecto frente a la otra muestra.

En términos generales, la conclusión que se podría extraer de este primer análisis descriptivo es que, a diferencia de lo que cabría esperar, los fondos de fondos ASG no permiten en términos medios estar expuesto a un mayor número de estrategias ASG que los fondos ASG que invierten directamente en renta variable global. Esto sugiere que, en la muestra analizada, los gestores de fondos de fondos ASG están apostando por invertir en distintos fondos dentro de una misma estrategia ASG, más que invertir en múltiples fondos que aplican distintas estrategias ASG.

4.1.2 ANÁLISIS DE SCORES

En este análisis, se recoge la información sobre los *scores* que se han mencionado y descrito en el apartado de metodología. La información se recoge a nivel fondo en la muestra ya que todas las participaciones de un mismo fondo reciben el mismo *score* ASG.

Tabla 4-2: Resultados de estadísticos de *scores* ASG.

Fondos ASG	Promedio	Mediana	SD	Max	Min
Score Sostenibilidad	19,98	19,89	1,58	29,95	12,69
Score Riesgo Medioambiental	4,01	3,79	1,10	12,64	0,46
Score Riesgo Social	8,39	8,51	1,01	11,84	3,76
Score Riesgo Gobernanza	6,67	6,80	0,75	9,35	3,12
Fondos de Fondos ASG	Promedio	Mediana	SD	Max	Min
Score Sostenibilidad	20,32	20,39	1,61	27,22	16,18
Score Riesgo Medioambiental	4,27	4,12	0,92	7,38	1,10
Score Riesgo Social	8,16	8,33	1,04	9,74	4,78
Score Riesgo Gobernanza	6,49	6,61	0,74	7,62	3,80

FUENTE: elaboración propia

En primer lugar, se va a analizar el score de sostenibilidad, que corresponde al *Portfolio Corporate Sustainability Score* explicado anteriormente. Este indicador muestra un mejor comportamiento del fondo cuanto menor es la cifra. La media de los scores de los fondos de fondos ASG es ligeramente superior a la de los fondos ASG, pero no se observa una gran diferencia. La mediana y la desviación típica de ambas también tienen valores similares, por lo que la valoración de los fondos ASG sería ligeramente mejor.

En segundo lugar, el score riesgo medioambiental corresponde al *Portfolio Environmental Risk Score*. Este indicador, al igual que los dos siguientes, muestra un mejor comportamiento ASG cuanto menor es su puntuación de nuevo. En este caso, los fondos ASG obtienen, ligeramente, una mejor puntuación como promedio, por lo que los inversores que optan por los fondos de fondos ASG recogidos en nuestra muestra pueden estar más expuesto a riesgos medioambientales.

En cuanto al *score* de riesgo social que corresponde al *Portfolio Social Risk Score*, los fondos de fondos obtienen un promedio algo menor, con lo cual un mejor resultado, sin embargo, no existe una gran diferencia.

Por último, respecto al score riesgo gobernanza, que corresponde al *Portfolio Governance Risk Score*, de nuevo obtienen una mejor puntuación los fondos de fondos ASG, pero muy similar a los fondos ASG.

En conjunto se observa que los fondos ASG son ligeramente menos arriesgados en términos de riesgo de sostenibilidad y medioambiental, y los fondos de fondos ASG son algo menos arriesgados en los pilares social y de gobernanza. No obstante, las diferencias que se observan en los cuatro indicadores no son especialmente relevantes. Este resultado también es sorprendente, porque cabría esperar que los fondos de fondos ASG, gracias a que invierten en un gran número de fondos ASG, pudieran ofrecer a sus inversores una mayor diversificación en los riesgos ASG.

4.1.3 ANÁLISIS DE GASTOS

En este último análisis descriptivo, se van a comparar las ratios de gastos para fondos ASG y fondos de fondos ASG. La información ha sido recogida a nivel *share class*, ya que los gastos podrían ser distintos para las diferentes clases de participaciones dentro de un mismo fondo.

A continuación, se muestra la tabla con los principales estadísticos de las ratios de gastos de ambas muestras.

Tabla 4-3: Resultados de estadísticos de NER *Share Class*.

Estadísticos	Promedio	Mediana	SD	Max	Min
Ratio de Gastos Fondos ASG	1,203	1,050	0,735	14,490	0,002
Ratio de Gastos Fondos de Fondos ASG	1,523	1,610	0,590	3,210	0,050

FUENTE: elaboración propia

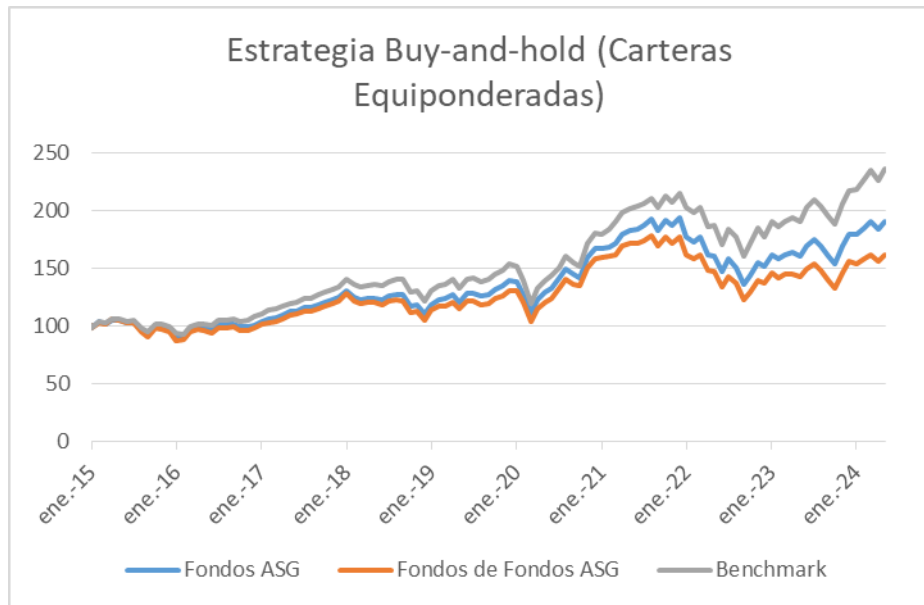
En la tabla se puede observar que los gastos o comisiones de los fondos de fondos ASG son mayores que los de un fondo directo. Este resultado coincide con lo reseñado previamente como una de las desventajas de los fondos de fondos, y es que, al invertir a su vez en otros fondos, el inversor final puede sufrir mayores costes.

4.2 ANÁLISIS DE PERFORMANCE

Para comenzar con el estudio de la performance financiera de los dos universos inversores, se va a realizar previamente un análisis a través de la estrategia *Buy-and-Hold*. Como se ha comentado anteriormente, esta estrategia consiste en invertir en valores y mantenerlos durante un periodo prolongado, independientemente de las fluctuaciones del mercado a corto plazo, para tratar de beneficiarse de la revalorización de la cartera en el largo plazo.

A continuación, se muestra el gráfico con los datos de las rentabilidades de las carteras equiponderadas de los fondos ASG y los fondos de fondos ASG, junto con el *benchmark* o mercado de referencia.

Gráfico 4-1: Estrategia *Buy-and-Hold* (Carteras Equiponderadas).



FUENTE: elaboración propia

Como se aprecia en el gráfico, ni los fondos ASG ni los fondos de fondos ASG batan al mercado. Esto se debe a que los gestores de los fondos, no están generando valor, por lo que el mercado está obteniendo un mejor resultado.

Por otro lado, los fondos de fondos ASG tienen una performance menor, lo cual podría venir provocado por los mayores costes de gestión y comisiones que se ha comentado con anterioridad.

Para continuar con el estudio de la performance, se va a mostrar una tabla con los resultados que se han obtenido para el modelo de 6 factores de Fama y French, que nos permite evaluar el valor aportado por los gestores en términos de rentabilidad ajustada por riesgo. Además, se recogen también los resultados para la cartera diferencia lo que permitirá medir las diferencias que existen entre las dos muestras.

Tabla 4-4: Resultados del modelo de 6 factores de Fama y French para las distintas carteras construidas.

CARTERAS EQUIPONDERADAS	Alpha	Mkt-RF	SMB	HML	RMW	CMA	MOM
Fondos ASG	-0,001925 *** (0,0006)	0,996967 *** (0,0000)	0,052748 (0,1506)	-0,131894 *** (0,0016)	-0,006115 (0,9037)	0,061410 (0,2648)	0,020098 (0,3652)
Fondos de fondos ASG	-0,002686 *** (0,0022)	1,011272 *** (0,0000)	0,195833 *** (0,0008)	-0,147611 ** (0,0222)	-0,127679 (0,1084)	0,051813 (0,5465)	0,023973 (0,4893)
Cartera diferencia	0,00076 (0,1046)	-0,014305 (0,2259)	-0,143085 *** (0,000)	0,015717 (0,6499)	0,121564 *** (0,0054)	0,009598 (0,8369)	-0,003875 (0,8368)

FUENTE: elaboración propia.

En esta tabla se muestran los resultados obtenidos de la estimación del modelo de 6 factores de Fama y French para las carteras equiponderadas formadas por la muestra de fondos ASG que invierten directamente en renta variable global, la muestra formada por fondos de fondos ASG que invierten en otros fondos ASG de renta variable global y la cartera diferencia de ambas. *** Significativo al 1%; ** significativo al 5%; * significativo al 10%.

En primer lugar, el **Alpha** obtenido para las carteras equiponderadas de los dos tipos de fondos estudiados, fondos de renta variable ASG y fondos de fondos de renta variable ASG, es en los dos casos negativo y significativo al 1%, lo cual significa que los dos universos de fondos han obtenido una rentabilidad ajustada por riesgo inferior a la esperada por su nivel de exposición a los factores de riesgo del modelo. Sin embargo, en los fondos de fondos se ha obtenido un valor menor. Para poder afirmar si la diferencia es significativa, debemos observar los resultados de Alpha en la cartera diferencia. Como se puede observar, el resultado es positivo, pero no es significativo, por lo que no podemos afirmar que existan diferencias significativas en la performance de ambas carteras.

En el caso del factor del mercado (**Mkt-Rf**), observamos que, en cuanto a la muestra de fondos, el valor se encuentra ligeramente por debajo de 1, por lo que deberíamos calificarla como una cartera defensiva, la cual suaviza más las variaciones del mercado, sin embargo, la muestra de fondos de fondos obtiene una beta ligeramente superior a 1, por lo que se calificaría como cartera agresiva. En los dos casos, el dato es significativo al 1%. Aunque en cada muestra haya salido un tipo de comportamiento de la cartera, se

puede observar que los dos casos son muy cercanos a 1, por lo que las dos tienen un comportamiento muy similar al mercado.

Por otro lado el factor tamaño (**SMB**) que como se ha dicho anteriormente, mide las diferencias de rendimiento de los títulos de empresas grandes respecto de las empresas pequeñas, en este caso en las dos muestras se obtienen resultados positivos, lo cual sería indicativo de una mayor exposición a empresas con menor capitalización, sin embargo, este coeficiente sólo es significativo en el caso de los fondos de fondos por lo que solo para este universo inversor podemos confirmar esa mayor exposición a empresas de menor capitalización. En cuanto a la cartera diferencia, el coeficiente resultante es negativo y significativo, por lo que podemos afirmar la existencia de las diferencias en los resultados del factor SMB.

El factor valor (**HML**) mide la diferencia de los rendimientos de las acciones con alto *book-to-market* respecto de las que tienen bajo *book-to-market*. En este caso las dos muestras obtienen resultados negativos y significativos, en el caso de los fondos ASG al 1% y los fondos de fondos ASG significativos al 5%. Por lo tanto, podemos afirmar que ambas muestras están más expuestas a empresas que tienen un bajo *book-to-market*.

El factor de rentabilidad (**RMW**) mide la diferencia de los rendimientos entre empresas que obtienen beneficios de manera estable con empresas con beneficios más volátiles. En los dos casos el modelo obtiene resultados negativos, lo que nos podría indicar que las carteras están más expuestas a empresas con beneficios inciertos, pero no podemos afirmarlo debido a que en ninguno de los casos el coeficiente es significativo. Sin embargo, el resultado de la cartera diferencia es significativo al 1%, por lo que confirmaríamos la existencia de diferencia en el factor RMV en las dos muestras.

En cuanto al factor inversión (**CMA**), éste mide la diferencia de rendimientos entre empresas con inversión conservadora y agresiva. En los dos casos, obtenemos resultados por encima de 0, por lo que podríamos pensar que las carteras están más dirigidas hacia empresas que realizan una inversión conservadora, sin embargo, en ninguno de los casos el coeficiente es significativo por lo que no podríamos afirmarlo.

Por último, el factor *momentum* (**MOM**) mide si un activo se sigue comportando de la misma manera después de un determinado periodo de tiempo, es decir, que mostrará la misma tendencia. Si en un pasado el valor del título ha mostrado una tendencia bajista, lo seguirá haciendo actualmente. En el caso de este modelo, las dos muestras obtienen

resultados positivos y muy similares, lo que podría hacer pensar que los activos que componen las carteras siguen una tendencia determinada, pero de nuevo, no podemos afirmarlo debido a que en ningún caso el coeficiente es significativo.

En resumen, tanto los fondos ASG como los fondos de fondos ASG muestran una performance negativa, además no hay diferencias significativas entre los dos tipos de fondos, y en cuanto a estilos, se observan diferencias significativas entre ambos tipos de fondos en términos de los factores tamaño y rentabilidad.

5. CONCLUSIONES

Los fondos de inversión gestionados teniendo en cuenta aspectos ASG han crecido mucho en los últimos años. Esto ha provocado que hayan aparecido en el mercado vehículos de inversión especializados en invertir en esos fondos ASG, como son los fondos de fondos ASG. En este TFM hemos estudiado las principales características de ambas categorías y hemos comparado su performance financiera.

Los fondos de fondos ASG, a diferencia de los fondos ASG directos, tienen mayores costes, lo cual se ha mostrado como una de las principales desventajas de este tipo de inversión responsable frente a la otra muestra. Sin embargo, aunque los fondos de fondos ASG incurren en mayores gastos debido a su estructura de inversión compleja, cabría esperar que proporcionasen una diversificación más extensa que es esencial para inversores que buscan equilibrar su exposición y reducir la volatilidad. Sin embargo, otro resultado que se ha obtenido, es que los inversores están expuestos de forma similar a los riesgos ASG, ya sea que inviertan en fondos ASG o en fondos de fondos ASG.

Otro resultado sorprendente ha sido que los fondos de fondos ASG están expuestos, en términos medios, a menos estrategias ASG que los fondos ASG que invierten directamente en compañías. Este resultado es curioso, y sugiere que los fondos de fondos ASG considerados en la muestra de análisis parecen apostar por invertir en múltiples fondos que aplican una misma estrategia ASG, más que invertir en fondos llevando a cabo distintas estrategias ASG.

En cuanto a la performance de ambas muestras, en términos de rentabilidad, ninguna ha superado al mercado, además de que los fondos de fondos ASG han sido los que peor resultado han obtenido, probablemente debido a sus mayores costes. En el análisis mediante el modelo de 6 factores llegamos a la misma conclusión, en ambos casos el Alpha obtenido es negativo y significativo, indicando que ambos tipos de fondos han rendido por debajo de lo esperado dada su exposición a los riesgos considerados en el modelo, por lo que los gestores en ambas muestras no han sido capaces de generar valor añadido. Los fondos de fondos ASG registraron un Alpha más bajo que los fondos ASG directos, aunque la diferencia no fue estadísticamente significativa, indicando que no hay diferencias sustanciales en la performance ajustada por riesgo entre ambos tipos de fondos.

A pesar de que los resultados obtenidos permiten alcanzar los objetivos planteados, el presente TFM cuenta con una serie de limitaciones que motiva la necesidad de investigaciones adicionales en este ámbito para comprender mejor las dinámicas y el desempeño de los fondos ASG y los fondos de fondos ASG en diversas condiciones de mercado. En primer lugar, este estudio se ha focalizado en renta variable global, pero sería necesario estudiar más vocaciones inversoras para poder dibujar un mapa más representativo de este tipo de productos. Respecto a la metodología aplicada, sería interesante hacer análisis a nivel individual en vez a nivel de cartera de fondos, lo que podría revelar evidencia empírica adicional. También sería interesante estudiar la relación que se establece a nivel de familia de fondos, entre los fondos de fondos y los fondos. ¿Existen diferencias entre los fondos de fondos ASG que invierten en fondos de su misma familia frente a los que invierten en fondos de otras familias? Todas estas cuestiones constituyen líneas de trabajo que se podrían abordar en futuros estudios.

6. BIBLIOGRAFÍA

Ang, A., Rhodes-Kropf, M., & Zhao, R. (2008). Do funds-of-funds deserve their fees-on-fees? (No. w13944). National Bureau of Economic Research.

Atienza Lopez, A. C. (2021). Análisis de fondos de inversión: Hacia la inversión sostenible y responsable. Universidad de Valladolid. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales.

Balaguer, R. (2007). La inversión socialmente responsable y la responsabilidad social empresarial en los mercados financieros: una aplicación a las instituciones gestoras en España. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), 78(8), 34-38. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007_27.pdf

Benson, A. (2023, 12 octubre). ESG for Beginners: Environmental, Social and Governance Investing. NerdWallet. <https://www.nerdwallet.com/article/investing/esg-investing>

Burkinshaw, A. (2024, 3 mayo). ESG regulation in 2024: Everything you need to know. Sustainability News: The Latest News, Insights And Analysis For Business. <https://sustainability-news.net/policy-and-regulation/2024-guide-to-esg-regulation/>

Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance*, 52(1), 57-82.

Curtis, Q., Fisch, J., & Robertson, A. Z. (2021). Do ESG mutual funds deliver on their promises? *Michigan Law Review*, 120(3) 393-450

Cruz Castellano, I. M. D. L. (2021). Los fondos de inversión sostenibles: una alternativa a la inversión tradicional (Doctoral dissertation, Universitat Politècnica de València).

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.

Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22.

Fama, E. F., & French, K. R. (2018). Choosing factors. *Journal of Financial Economics*, 128(2), 234-252.

Fernández-Izquierdo y Muñoz-Torres (2009). *Inversión Socialmente Responsable: Estrategias, Instrumentos, Medición y Factores de Impulso*. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA)

Gaikwad, Latika Ajbani. (2022). NeuroQuantology: An Overview of ESG Funds and Its Relevance 20 (17), 1003 - 1007.

Harris, R. S., Jenkinson, T., Kaplan, S. N., & Stucke, R. (2018). Financial intermediation in private equity: How well do funds of funds perform? *Journal of Financial Economics*, 129(2), 287-305.

Liang, B. (2005). Alternative investments: CTAs, hedge funds, and funds-of-funds. In *The World of Hedge Funds: Characteristics and Analysis* (pp. 109-127).

Moltó Gallego, V. (2020). *Rentabilidad de los fondos de inversión perfilados (fondos de fondos) en España en los últimos 15 años, 2005-2019* (Doctoral dissertation, Universitat Politècnica de València).

Novy-Marx, R. (2013). The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics*, 108 (1), 1-28

Ochoa Jiménez, I. (2024). *Inversión ASG frente a inversión tradicional en Colombia: Un asunto de eficiencia*. Universidad EAFIT. Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno

Piedrahita Muñoz, E. (2021). *Diferencias respecto a la performance de los activos financieros versus activos convencionales*. Universidad EAFIT. Escuela de Economía y Finanzas.

Plagge, J. C., & Grim, D. M. (2020). Have investors paid a performance price? Examining the behavior of ESG equity funds. *The Journal of Portfolio Management*, 46(3), 123-140.

Pollman, Elizabeth, *The Making and Meaning of ESG* (October 31, 2022). U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 22-23.

Raghunandan, A., & Rajgopal, S. (2022). Do ESG funds make stakeholder-friendly investments? *Review of Accounting Studies*, 27(3), 822-863.

Szabo -Blanco, S., Romero, S., & Fernandez-Feijoo, B. (2022). Green, blue or black, but washing—What company characteristics determine greenwashing? *Environment, Development and Sustainability*, 24(3), 4024-4045.

Seele, P., & Gatti, L. (2017). Greenwashing revisited: In search of a typology and accusation-based definition incorporating legitimacy strategies. *Business strategy and the environment*, 26(2), 239-252. Szabo, S., & Webster, J. (2021). Perceived greenwashing: the effects of green marketing on environmental and product perceptions. *Journal of Business Ethics*, 171, 719-739.

Titman S, Wei KCJ, Xie F. (2004). Capital Investments and Stock Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4). 677-700.

Otras fuentes consultadas:

August 2024 Asset Management ESG review. (2024, 20 agosto). Insights | Ropes & Gray LLP. <https://www.ropesgray.com/en/insights/alerts/2024/08/august-2024-asset-management-esg-review>

CFA Institute. (2020). The future of sustainability in investment management. <https://www.cfainstitute.org/en/about/press-releases/2020/sustainability-in-investment-management-report>

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (n.d.). Preguntas y respuestas sobre sostenibilidad en productos financieros. https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/PyR_Sostenibilidad_pdtos_financieros.pdf

Content. (2019). Fondo de fondos - Expansion.com. <https://www.expansion.com/diccionario-economico/fondo-de-fondos.html>

Deloitte. (2019). El costo de la inversión sostenible: Análisis del impacto de las comisiones en los fondos de fondos.

Deloitte. (2024). Investment Management Wealth Annex: Regulatory Outlook 2024. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/financial-services/regulatory-outlook-2024/investment-management-wealth-annex.pdf>

Demeter. (2022, 13 mayo). Un reglamento europeo: SFDR - Demeter. <https://demeter-im.com/es/un-reglamento-europeo-sfdr/>

Ecoembes TheCircularCampus. (n.d.). ¿Qué es el greenwashing? <https://www.ecoembesthecircularcampus.com/que-es-el-greenwashing/>

El Economista. (2021). Hedge funds. Recuperado de <https://www.economista.es/diccionario-de-economia/hedge-funds>

Estrategias de Inversión. (2024, 14 mayo). Aurélien Duval. <https://www.estrategiasdeinversion.com/especial/inversion-asg>

Eurosif. (2018). European SRI Study. Este estudio proporciona un análisis sobre cómo se implementa la estrategia best-in-class en Europa.

Global Impact Investing Network. (2020). Annual impact investor survey 2020: Executive summary. Inc, <https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/giin/assets/publication/research/giin-annual-impact-investor-survey-2020-executive-summary.pdf>

Global Sustainable Investment Alliance. (2022). GSIA Report 2022. <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>

Maria. (2024, 23 julio). Fondos ASG: lenta recuperación de flujos en el segundo trimestre liderada por Europa - FundsPeople España. FundsPeople España. <https://fundspeople.com/es/fondos-asg-lenta-recuperacion-de-flujos-en-el-segundo-trimestre-liderada-por-europa/>

Morningstar. (n.d.). Morningstar Sustainability Rating for Funds Methodology. https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/744156_Morningstar_Sustainability_Rating_for_Funds_Methodology.pdf

MSCI. (2019). Understanding the Impact of Thematic Investments. Este documento explora las tendencias y el impacto de las inversiones temáticas en el mercado global.

Observatorio de Inversión Sostenible. (2021). Estudio sobre inversión ESG. <https://clubsostenibilidad.org/wp-content/uploads/2023/09/2021-7-Estudio-Observatorio-inversion-ESG.pdf>

PwC España. (2021). El futuro de la inversión sostenible en Europa: Flexibilidad y agilidad en los fondos de fondos. PwC España. Recuperado de <https://www.pwc.es/es/esg/informe-reporting-esg.pdf>

PwC España. (s.f.). Informe de reporting ESG. Recuperado de <https://www.pwc.es/es/esg/informe-reporting-esg.pdf>

Responsabilidad Social Empresarial y Sustentabilidad. (2024, 15 abril). Criterios ASG y ESG: qué son, significado, indicadores y principios. Responsabilidad Social Empresarial y Sustentabilidad. <https://responsabilidadsocial.net/criterios-asg-y-esg-que-son-significado-indicadores-y-principios/>

Schiffler, A. (2024). Los fondos verdes vuelven a captar dinero en 2024. <https://www.morningstar.es/es/news/250335/los-fondos-verdes-vuelven-a-captar-dinero-en-2024.aspx>

Spainsif. (2020). Informe Anual sobre la Inversión Sostenible y Responsable en España. https://www.spainsif.es/wpcontent/uploads/2021/01/AF_Estudio_Anuual_Spainsif_2020_web.pdf

Spainsif. (2021). Estudio Anual sobre la Inversión Sostenible y Responsable en España. https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2021/10/Spainsif_Estudio_Anuual_2021.pdf

Spainsif. (2023). Estudio de Mercado 2023. https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2023/10/Estudio_de_Mercado_2023_Spainsif.pdf

Team, I. (2024, 30 julio). What is ESG Investing? Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp>

The Top Impact Investing Trends to Watch in 2024 - ACG. (s. f.). Atlanta Consulting Group. <https://acgconsulting.com/resources/impact-investing-trends/>

What is the Portfolio Environmental Risk Score? | Investing Definitions | Morningstar. (2023, 13 septiembre). Morningstar, Inc. <https://www.morningstar.com/investing-definitions/portfolio-environmental-risk-score>

What is the Portfolio Social Risk Score? | Investing Definitions | Morningstar. (2023, 13 septiembre). Morningstar, Inc. <https://www.morningstar.com/investing-definitions/portfolio-social-risk-score>

What is the Portfolio Environmental Risk Score? | Investing Definitions | Morningstar. (2023, 13 septiembre). Morningstar, Inc. <https://www.morningstar.com/investing-definitions/portfolio-environmental-risk-score>

What is the Portfolio Social Risk Score? | Investing Definitions | Morningstar. (2023, 13 septiembre). Morningstar, Inc. <https://www.morningstar.com/investing-definitions/portfolio-social-risk-score>

What is ESG Investing? Investopedia. (2024, 30 julio). Team, I. <https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp>