

Juventud e inversión... socialmente responsable

En la actualidad, existe una concienciación importante entre los jóvenes sobre aspectos ligados con la responsabilidad de sus actuaciones (INJUVE, 2016). El director de inversión de impacto de UBS, James Gifford, asegura que los *millennials* están muy interesados en la vida sostenible y ello está influenciando sus decisiones de inversión. Sin embargo, un informe de INVERCO (Barómetro del ahorro 2017) documenta que la manera de invertir de los *millennials* no es tan diferente de la de sus predecesores, lo que podría estar evidenciando cierta falta de información que impide a los jóvenes satisfacer sus deseos de inversión. Este estudio analiza el concepto y alcance de la inversión socialmente responsable (ISR), su evolución y el resultado de aplicar criterios ISR a las decisiones de inversión, de manera que aquellos que deseen alinear sus deseos y creencias sociales y medioambientales con sus decisiones de inversión lo puedan lograr.

1. Introducción

Las fases del ciclo de vida de un individuo deberían determinar sus decisiones de inversión. La edad es un elemento clave en cualquier planteamiento de inversión ya que el tiempo afecta en buena medida a la cantidad de riesgo que una persona soporta. La capacidad de obtener ganancias aparte de las derivadas de las inversiones (ej. mediante el trabajo) está influenciada directamente por la edad del individuo. No tienen las mismas posibilidades de reponerse de una decisión financiera errónea una viuda de setenta años cuyas ganancias provienen de sus ahorros para la jubilación, que una joven de veinticinco años que sus ingresos provienen principalmente del trabajo y tiene toda su vida laboral por delante. La capacidad de soportar riesgo es diferente en cada caso, fruto del tiempo -la edad y por tanto de las fases del ciclo de vida. En este contexto, los jóvenes están sin duda en una situación privilegiada dada su edad y esperanza de vida. No obstante, y a pesar de su juventud, más allá de planteamientos genéricos habría que atender a las características particulares de cada individuo en cuanto a su tolerancia al riesgo. Un sencillo pero claro barómetro para conocer uno mismo si su nivel de riesgo asumido es adecuado, es el propuesto por Malkiel (1996): ¿Es usted capaz de dormir por las noches con su actual estrategia de inversión? Si es que sí, tiene usted una estrategia de inversión que se le adapta perfectamente a sus preferencias, en caso contrario, quizás debería replantearla.

Riesgo y rentabilidad han sido los elementos financieros clásicos que se han venido considerando en la gestión de inversiones habitualmente. Sin embargo, en las últimas décadas, estos elementos se han visto complementados por otros que ponen el foco en aspectos de tipo social y medioambiental. Las dimensiones ESG (environment, social y governance) se han convertido en aspectos ampliamente evaluados por ahorradores e

inversores para tratar de identificar oportunidades de rendimiento en el largo plazo. Tanto es así que el conocimiento y consideración de dichos aspectos está influenciando de manera significativa las decisiones de compra de los inversores (Mollet y Ziegler, 2014). Las cifras son claras en este sentido. Informes tanto internacionales como nacionales sobre los recursos financieros que se gestionan actualmente bajo criterios de inversión socialmente responsable (ISR) dan muestra de la magnitud del fenómeno. Según el informe *Global Sustainable Investment Review* de 2016, la proporción de ISR relativa al total de activos gestionados en EEUU fue del 22%, alcanzando un 53% en Europa. En España en particular, a pesar de que el interés por la ISR fue posterior que en otros países como Reino Unido, Francia, EEUU o Australia, según el informe de 2016 elaborado por Spainsif sobre la evolución de la ISR, el 47% de los activos gestionados profesionalmente en el periodo 2013-2015 siguieron estrategias ISR. En el año 2002 se gestionaban en España 80 millones de euros bajo criterios ISR, mientras que en el año 2015 fueron 169.359 millones. En el siguiente gráfico se puede observar la evolución de los activos bajo gestión ISR en España.

Gráfico 1. **Evolución de la inversión socialmente responsable en España. Período 2002-2015**



Fuente: 2016 Estudio Spainsif. *La Inversión Socialmente Responsable en España*

Parece evidente que las demandas sociales y medioambientales están impactando en las decisiones de inversión de ahorradores e inversores. Resulta interesante destacar que este tipo de demandas no sólo se observa entre gestores de inversiones, los cuales se pueden considerar en una etapa de madurez de su ciclo de vida, sino que existe una concienciación importante entre los jóvenes sobre aspectos ligados con la responsabilidad de sus actuaciones. La serie de informes publicados por INJUVE (ej. 2012, 2016) sobre la situación de la juventud en España, muestran cómo se ha acrecentado el interés de este nicho de población por aspectos sociales y de igualdad, de género, de conductas solidarias, de cumplimiento normativo, medioambiental, de consumo responsable, etc. Por ejemplo, la elección de artículos de consumo que, aún siendo algo más caros no dañen el medioambiente, es un aspecto destacado entre las acciones que los jóvenes relacionan con ser un buen ciudadano. En la población juvenil española existe una concepción que prima el compromiso con la comunidad, siendo para ello un ciudadano responsable socialmente.

A la vista de esta evidencia, este estudio pretende fundamentalmente analizar el concepto de ISR para que sirva de punto de referencia a aquellos que deseen alinear sus deseos y creencias sociales y medioambientales con sus decisiones de inversión, así como mostrarles cuál sería el comportamiento financiero de sus inversiones si deciden dedicar sus ahorros a empresas socialmente responsables. Para ello, en primer lugar conviene definir qué es ISR y por qué y cuándo surge este concepto, así como el tipo de productos ISR que podrían ser contratados en España. A continuación, repasamos las principales corrientes de opinión y los resultados de estudios previos. Y por último, ya que según una encuesta internacional de ING sobre ahorro⁽¹⁾ los más proclives a invertir en bolsa en la actualidad son los jóvenes entre 25 y 34 años, presentamos los resultados de un análisis realizado desde el prisma de un ahorrador neófito, como podría ser un joven sin excesivos conocimientos financieros, que documenta las consecuencias financieras de considerar únicamente empresas europeas socialmente responsables en una cartera de inversión.

Aún siendo conscientes que la juventud es una etapa en la que los recursos financieros disponibles para el ahorro son escasos en el común de los casos, resulta necesario animar a los jóvenes al ahorro, aunque sea en pequeñas cantidades. No obstante, decidir cómo y dónde invertir no es una tarea fácil. En este sentido han surgido nuevas aplicaciones de banca móvil muy adaptadas a los jóvenes que facilitan las decisiones de inversión. Estas aplicaciones ofrecen un servicio de asesoramiento digital financiero que ayuda a los clientes a alinear sus deseos de inversión y a conseguir sus objetivos. Por ello, es importante tener presente el concepto ISR para que los jóvenes puedan formar un hábito de ahorro responsable. Para conocer uno mismo, tanto jóvenes como no tanto, si su nivel de responsabilidad asumido es el adecuado, y emulando a Malkiel, uno podría plantearse el siguiente interrogante: ¿Es usted capaz de dormir por las noches sabiendo que sus ahorros están invertidos en empresas que contaminan el medioambiente o que no respetan, por ejemplo, los derechos de sus empleados?

Dos de cada tres jóvenes creen que la sociedad necesita reformas profundas (INJUVE, 2016), la ISR se presenta como una herramienta a disposición de la ciudadanía en general y de los jóvenes en particular para dirigir el tejido económico-empresarial hacia propuestas y planteamientos sostenibles y responsables. Si bien una parte considerable de la situación social y medioambiental en la actualidad, en algunos términos preocupante, se podría asociar al propio desarrollo económico de las sociedades, buena parte de la solución reside en adaptar dicho sistema a las necesidades y demandas del contexto actual. La ISR trata de dirigir los recursos financieros disponibles por ahorradores e inversores hacia proyectos concienciados con las preocupaciones ESG.

2. Inversión Socialmente Responsable

2.1. Orígenes, concepto y tipo de productos

Los orígenes de la ISR son comúnmente situados en las tradiciones judía, cristiana e islámica. Las inversiones éticas, así denominadas inicialmente, estuvieron basadas en tradiciones religiosas. En tiempos del cristianismo medieval, por ejemplo, se imponían restricciones contra la usura que prohibían intereses excesivos sobre préstamos. Cómo utilizar el dinero de

(1) Encuesta encargada por ING a la compañía global de investigación de mercados Ipsos basado en una muestra total 14.606 personas en 15 países: Austria, Bélgica, República Checa, Francia, Alemania, Italia, Luxemburgo, Holanda, Polonia, Rumanía, España, Turquía, Reino Unido, Australia y Estados Unidos.

manera ética era una enseñanza común de las diferentes religiones, siempre con su perspectiva particular⁽²⁾. Sin embargo, el concepto de ISR actual está basado en creencias y convicciones éticas y sociales personales de los individuos. El concepto de ISR moderno surge en la década de los 60 del siglo XX en EEUU como consecuencia de los movimientos sociales contra la guerra y el racismo, alimentado con la guerra de Vietnam y el sistema racista de segregación en Sudáfrica, así como con sucesivos desastres medioambientales, como Chernobyl y el vertido del petrolero Exxon Valdez, que pusieron de manifiesto los aspectos negativos y las posibles consecuencias del desarrollo industrial.

Según la GSIA (2016), la inversión sostenible es un enfoque de inversión que considera los factores ESG en la selección y gestión de cartera. La idea básica de ISR según Auer (2016) es aplicar un conjunto de filtros (screens) al universo de inversión disponible para seleccionar o excluir activos según criterios ESG. En la práctica, existen diversas estrategias de inversión responsable, como la integración, el cribado positivo, best-in-class, el cribado ético / negativo, etc. En definitiva, todas ellas tratan de dirigir los fondos hacia empresas responsables con proyectos y políticas constructivas sostenibles. En este sentido, por ejemplo, el primer fondo de inversión ISR moderno, el *Pax World Fund*, evitaba invertir en contratistas de armas ya que fue creado por inversores opuestos a la guerra.

En la actualidad, como señala Spainsif, la filosofía de inversión ISR se puede aplicar a cualquier tipo de producto financiero. Entidades e instituciones financieras facilitan a sus clientes la posibilidad de incorporar a sus inversiones aspectos ESG mediante productos ISR tales como fondos de inversión, planes de pensiones, seguros de vida ahorro, etc. En este sentido, los productos ISR más extendidos en España son los fondos de inversión y planes de pensiones ISR. Tal y como establece la Circular de INVERCO sobre la aplicación de los criterios ESG en la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva, para que un producto sea ISR debe indicar expresamente en su política de inversión que considera este tipo de criterios⁽³⁾. Por ejemplo, en la documentación a facilitar al cliente (folleto informativo), las entidades gestoras deben comunicar los criterios ESG aplicados, así como información sobre los tipos de activos en los que se va a invertir.

Además de productos específicos, existe en la actualidad un modelo de banca ética que gestiona el dinero de sus clientes atendiendo a criterios ESG. Este tipo de banca busca una rentabilidad social en sus operaciones sin descuidar la rentabilidad financiera. Conviene señalar que un producto socialmente responsable se adquiere como cualquier otro producto en una entidad financiera, únicamente habrá que dejar constancia del deseo de contratar un producto con estas características y exigir información en la que se hagan constar dichas características socialmente responsables. De este modo, un cliente sabrá con exactitud dónde se están invirtiendo sus ahorros.

⁽²⁾ Para un mayor conocimiento sobre los orígenes de la ISR ver por ejemplo Renneboog *et al.* (2008).

⁽³⁾ 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). Se pueden consultar los criterios en detalle en www.inverco.es/20/21/24.

2.2. Corrientes de opinión y resultados previos

En el apartado Introducción se han detallado algunas cifras sobre la evolución de la ISR tanto a nivel internacional como nacional. Es interesante destacar que el importante crecimiento que ha experimentado la ISR ha tenido lugar incluso a pesar de la existencia de opiniones que han tratado de prevenirlo (Nilsson, 2015). Desde un marco teórico, existen dos perspectivas

fundamentales. Por un lado, aquella que establece que para los accionistas (inversores, ahorradores) de una empresa, dedicar recursos financieros de la misma a la integración de aspectos sociales y medioambientales tiene implicaciones financieras negativas, ya que acarrea costes y ello afecta a la posición competitiva de la empresa, reduciendo así la retribución del accionista *-shareholder perspective-* (Friedman, 1970; Barnett, 2007). Sin embargo, por otro lado, las empresas que invierten, por ejemplo, en el desarrollo de procesos productivos que cumplen con restricciones medioambientales, que constituyen cadenas de valor con proveedores y clientes, que atraen y retienen capital humano excelente, son capaces de satisfacer los intereses de diferentes grupos de interés mejorando de esta manera la reputación de la empresa, lo que tiene como consecuencia un impacto positivo en el rendimiento financiero *-stakeholder perspective-* (Freeman, 1984; Porter y Kramer, 2011)(4).

Un conjunto importante de investigaciones han tratado de documentar el resultado financiero de las ISR desde una perspectiva empírica. Como señala Osthoff (2015), la mayoría de los estudios que analizan la performance financiera(5) de las ISR lo hacen comparando la performance de fondos de inversión socialmente responsables con la de fondos tradicionales, convencionales o alternativos pertenecientes a la misma categoría (renta fija, renta variable, etc.)(6). Los resultados de estos estudios cubren la mayoría de mercados a nivel internacional y sugieren que la performance de fondos ISR no parece ser significativamente diferente a la de fondos convencionales.

En la evaluación de los rendimientos de la ISR, un grupo de investigaciones han formado carteras de inversión con compañías socialmente responsables. Muchos de estos estudios enfrentan la performance financiera de carteras compuestas por compañías con calificaciones de sostenibilidad altas a la de carteras formadas por compañías con niveles de sostenibilidad bajos(7). Los resultados alcanzados por dichos estudios muestran cierta ambigüedad. Por ejemplo, Derwall et al. (2005), Kempf y Osthoff (2007) y Eccles et al. (2014) encuentran que carteras formadas por compañías con altos niveles de sostenibilidad generan performance financieras estadísticamente superiores a las de carteras con compañías con niveles bajos. Por el contrario, Brammer et al. (2006) y Auer y Schuhmacher (2016) documentan que carteras con compañías altamente sostenibles generan rendimientos inferiores. Por su parte, estudios como Van de Velde et al. (2005), Galema et al. (2008) y Mollet et al. (2014) no evidencian diferencias significativas entre ambos tipos de compañías. El resultado ambivalente encontrado en estos estudios está influenciado por diferentes aspectos de tipo metodológico, por el mercado que analizan, etc(8). Además, la mayoría de estos estudios están realizados desde una perspectiva institucional ya que suelen utilizar ratings de agencias –bases de datos de acceso restringido, en muchos casos de alto coste(9). No obstante, algunos estudios utilizan listas de compañías socialmente responsables públicas para construir portafolios y evaluar el rendimiento financiero de la ISR. Entre ellos, por ejemplo, podemos destacar los estudios de Brammer et al. (2009) y Filbeck et al. (2009), quienes analizan la performance de portafolios compuestos por las “100 Best Corporate Citizens”, lista publicada en la revista *Business Ethics*. Por su parte, Fulmer et al. (2003), Filbeck y Preece (2003), y Edmans (2011) evalúan portafolios contruidos sobre la base de las “100 Best Companies to Work For in America”, mientras que Anginer y Statman (2010) analizan la performance de portafolios contruidos con las “America’s Most Admired Companies”, lista publicada en la revista *Fortune*. En general, estos estudios encuentran que

(4)

Para un extenso debate acudir por ejemplo a Eccles et al. (2014).

(5)

El concepto *performance financiera* hace referencia al rendimiento financiero de una inversión considerando tanto la rentabilidad de la misma como el riesgo asumido para obtenerla. Existen multitud de medidas de performance financiera, algunos ejemplos podrían ser el ratio de Sharpe (1966), el de Sortino (1994) o modelos multi-factoriales.

(6)

Para una mayor discusión de estudios empíricos ver por ejemplo Margolis and Walsh (2003), Orlitzky et al. (2003), Renneboog et al. (2008), Margolis et al. (2009), Lu et al. (2014), y Javed et al. (2016).

(7)

La calificación de compañías “sostenibles” hace referencia a su grado de eficiencia en la gestión de los tres aspectos genéricos que engloba la ISR, es decir, medioambiente, social y gobierno corporativo.

(8)

Auer and Schuhmacher (2016) profundizan en algunas de las limitaciones de los estudios previos.

(9)

Algunos ejemplos de agencias de ratings son EIRIS, KLD Research & Analytics, Sustainalytic, Vigeo.

los rendimientos de los portfolios contruidos con compañías socialmente responsables son superiores, o al menos iguales, a los de inversiones convencionales. La principal limitación que presentan este tipo de estudios es su focalización en el mercado de EEUU, puesto que las principales listas publicadas abarcan ese mercado. Fuera del mercado EEUU, Brzeszczynski y McIntosh (2014) investigan el comportamiento de compañías socialmente responsables en UK apoyándose en la lista publicada por la Global-100, y encuentran que los rendimientos de portfolios socialmente responsables son mayores que los de diferentes índices de mercado, aunque las diferencias no son estadísticamente significativas.

Como se puede observar con esta breve revisión de algunos resultados previos, el estudio de la performance financiera de las ISR ha suscitado un intenso debate. En líneas generales, como evidencia el meta-análisis de Friede et al. (2015), quienes analizan cerca de 2200 estudios sobre la relación entre aspectos ESG y performance financiera, la mayoría de los estudios encuentran una relación positiva entre ambos aspectos. Es decir, la consideración de aspectos sociales y medioambientales entre los criterios de decisión en la gestión de inversiones no provoca una desventaja, sino en muchos casos una ventaja.

2.3. Un primer acercamiento

En esta sección se presentan los resultados de un estudio en el que se compara el rendimiento financiero de una cartera de inversión socialmente responsable con el de una cartera de inversión convencional. Sobre la premisa de un ahorrador sin conocimientos financieros profundos, se desarrolla una estrategia de inversión sencilla y acudiendo a una fuente de información de acceso libre y gratuito que permite identificar las compañías socialmente responsables, específicamente la lista Global-100 (10,11). Esta lista recoge cada año un detalle de las 100 compañías más sostenibles del mundo(12). El periodo para el que se construye la cartera es 2006-2014, de modo que cada año, una vez publicada la nueva lista, se construye una cartera con las compañías europeas que en ella aparecen. Concretamente, cada año se revisa la Global-100 y se eliminan de la cartera ISR aquellas compañías que desaparecen y se incorporan aquellas que aparecen. Conseguimos de este modo añadir evidencia en el contexto europeo sobre el resultado financiero de la ISR(13). Como inversión convencional para comparar el rendimiento de la cartera ISR se selecciona un índice de mercado europeo: el MSCI Europe ex UK Index. La Tabla 1 recoge estadísticos descriptivos tanto de la cartera ISR como de la convencional. En cuanto a la media se observa que la cartera ISR genera un rendimiento medio mensual durante todo el periodo superior (0,0057) al de la cartera convencional (0,0032). No obstante, dicho rendimiento es generado asumiendo algo más de variabilidad-riesgo (desviación típica). Las diferencias entre ambas carteras, tanto con respecto al rendimiento medio (t-test) como a la desviación típica (F-test), son estadísticamente no significativas. El T-Mean es un ratio que corrige el rendimiento medio por la desviación estándar asumida. Su resultado, 0,0848 para la cartera ISR y 0,0499 para la convencional, permite observar cómo la proporción de variabilidad-riesgo asumida por exceso por la cartera ISR con respecto a la cartera convencional, 0,0674 frente a 0,0646, es asumible considerando el exceso en rendimiento medio mensual de la cartera ISR sobre la cartera convencional. Esta medida conjunta de rendimiento y variabilidad da una primera señal sobre el resultado financiero de ambas carteras cuando se consideran ambos parámetros.

(10)

A nivel nacional existen otras fuentes de información de acceso libre como por ejemplo "Merco Responsabilidad y Gobierno Corporativo" para compañías y "Spainsif" para fondos de inversión.

(11)

Resulta oportuno sugerir que la manera más adecuada de gestionar el ahorro es mediante el apoyo de un profesional de la gestión de inversiones.

(12)

Por motivos de brevedad no se detallan los criterios de evaluación y valoración de las empresas, ni la metodología de construcción de la lista por parte de Corporate Knights. Para un mayor conocimiento acudir a www.global100.org.

(13)

Los países representados son: Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Países Bajos, Noruega, Portugal, España, Suecia y Suiza.

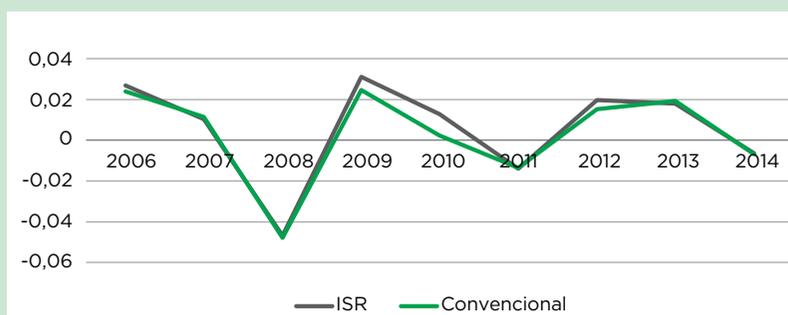
Tabla 1. Estadísticos descriptivos

El periodo de muestra es de enero de 2006 a diciembre de 2014. Media es la rentabilidad media mensual y DE es la desviación estándar. t-test (F-test) es el valor de la prueba de igualdad de medias (desviación estándar) entre series. T-mean es el ratio de media entre desviación estándar. La cartera ISR se reequilibra anualmente al final del mes en que se anuncia una nueva lista.

	ISR	Convencional
Media	0.0057	0.0032
t-test	(0.2774)	
DE	0.0674	0.0646
F-test	(1.0884)	
T-Mean	0.0848	0.0499

El siguiente gráfico muestra la evolución de los rendimientos de ambas carteras a lo largo del periodo. Se puede observar cómo ya desde el inicio (2006) la cartera ISR obtiene rendimientos algo superiores a los de la cartera convencional. No obstante, es sobre todo a partir del año 2009 y hasta el año 2013 cuando la cartera ISR genera rendimientos considerablemente más altos que la cartera convencional, a excepción de 2011.

Gráfico 2. Evolución del rendimiento medio mensual de ambas carteras. Periodo 2006-2014



Con la intención de refinar el resultado financiero de ambas carteras y su comparación, a continuación se emplean varias medidas de performance financiera alternativas. Específicamente, las medidas empleadas son tanto la propuesta de Ledoit y Wolf (2008) para identificar diferencias estadísticas en los ratios de Sharpe de ambos tipos de carteras, como el modelo de cuatro factores de Carhart (1997) que permite controlar diferentes factores de riesgo (mercado, tamaño, valor y momentum) que afectan a las carteras de acciones⁽¹⁴⁾. Los resultados de aplicar estas medidas se presentan en la Tabla 2. En el panel A se observa que la cartera ISR genera un ratio de Sharpe superior (0,0695) al de la cartera convencional (0,0339). El procedimiento de Ledoit y Wolf (2008) permite evidenciar que el valor de las diferencias (0,0356) es estadísticamente significativo al 5%. Este resultado confirma de manera robusta que la cartera ISR genera rendimientos superiores a los de la cartera convencional. El resultado del modelo de Carhart (1997) no hace sino reafirmar de nuevo dicho comportamiento entre ambas carteras. En el panel B se observa que el valor estimado del alpha del

(14) Los procedimientos de cálculo de ambas medidas no se detallan por razones de simplicidad. Para un mayor conocimiento de ambas metodologías se sugiere consultar los originales. .

modelo (mide la performance financiera) es positivo y estadísticamente significativo (0,0035)(15). Ello implica que la cartera ISR es capaz de generar rendimientos ajustados por diferentes riesgos significativamente superiores a los de la cartera convencional.

Tabla 2. **Performance financiera**

Esta tabla muestra la performance y el riesgo estimado para la cartera ISR y la Convencional. El periodo de muestra es de enero de 2006 a diciembre de 2014. Panel A recoge los resultados del ratio de Sharpe para ambas carteras, así como la diferencia entre ambas y el valor del t-test según el procedimiento de Ledoit y Wolf (LW). Este procedimiento se utiliza para identificar diferencias estadísticamente significativas entre el ratio de Sharpe de ambas carteras. Panel B muestra los resultados de aplicar el modelo de Carhart (1997). Dicho modelo es estimado mediante MCO basados en los errores ajustados por heterocedasticidad y autocorrelación de Newey y West (1987). Los factores SMB y HML se construyen siguiendo el procedimiento de Ferruz y Badía (2017) y MOM según el enfoque de Carhart (1997). Los asteriscos se utilizan para representar los coeficientes estadísticamente significativos en los niveles de significancia de 1% (***) y 5% (**).

Panel A: Ratio de Sharpe

ISR	0.0695
Convencional	0.0339
Diferencia	0.0356**
t-test según LW	(2.3922)

Panel B: Modelo de Carhart

Alpha	0.0035***
t-test	(2.9896)

Conclusiones

La juventud viene mostrando un interés notable sobre aspectos relacionados con la responsabilidad social y medioambiental (INJUVE, 2012, 2016). En este sentido, la ISR se presenta como una posibilidad para alinear los valores e intereses de los jóvenes con sus decisiones de ahorro e inversión. En definitiva, la ISR trata de ser un canal mediante el cual ahorradores preocupados por un desarrollo económico y social igualitario y equitativo, que respete los derechos de los ciudadanos, así como el entorno que los rodea, puedan dirigir sus ahorros hacia proyectos y propuestas económico-empresariales en dicho sentido.

En este estudio se ha presentado el concepto y orígenes de la ISR así como los resultados de los estudios más influyentes que tratan de dirimir la relación entre ISR y desempeño financiero. La conclusión que alcanza la literatura en su conjunto apunta a que invertir considerando criterios de inversión responsables no menoscaba el rendimiento financiero. Como parte de este estudio, se realiza un breve análisis de las consecuencias de construir una cartera de inversión con empresas europeas socialmente responsables acudiendo a una fuente de información de acceso libre y gratuito y siguiendo un procedimiento de construcción de la cartera sencillo y adaptado. Tomando en conjunto los resultados del análisis se concluye que un inversor puede satisfacer sus deseos e intereses ligados a la responsabilidad con la sociedad y el medioambiente sin renunciar a obtener una mejor rentabilidad de sus inversiones, resultados éstos en línea de las principales conclusiones a las que llega la literatura previa.

(15) El R2 ajustado del modelo es del 97,20%. Los valores de los coeficientes beta estimados asociados a los factores de riesgo evidencian una sensibilidad positiva y significativa al mercado y al tamaño, mientras que el factor valor y momentum se presentan insignificantes.

Referencias bibliográficas

- Anginer, D., & Statman, M.** (2010). Stocks of admired and spurned companies. *The Journal of Portfolio Management*, 36(3), 71-77.
- Auer, B. R.** (2016). Do socially responsible investment policies add or destroy European stock portfolio value? *Journal of Business Ethics*, 135(2), 381.
- Auer, B. R., & Schuhmacher, F.** (2016). Do socially (ir) responsible investments pay? new evidence from international ESG data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 51-62.
- Barnett, M.** (2007). Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 32(3), 794-816.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S.** (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial Management*, 35(3), 97-116.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S.** (2009). The stock performance of America's 100 best corporate citizens. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(3), 1065-1080.
- Brzeszczynski, J., & McIntosh, G.** (2014). Performance of portfolios composed of British SRI stocks. *Journal of Business Ethics*, 120(3), 335.
- Carhart, M. M.** (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
- Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R., & Koedijk, K.** (2005). The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *Financial Analysts Journal*, 61(2), 51-63.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G.** (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857.
- Edmans, A.** (2011). Does the stock market fully value intangibles? employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621-640.
- Ferruz, L., & Badía, G.** (2017). Adapting and testing the Fama and French model, with some variations of company characteristics. *Applied Economics Letters*, 24(5), 342-345.
- Filbeck, G., & Preece, D.** (2003). Fortune's best 100 companies to work for in america: Do they work for shareholders? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(5-6), 771-797.
- Filbeck, G., Gorman, R., & Zhao, X.** (2009). The "Best corporate citizens": Are they good for their shareholders? *Financial Review*, 44(2), 239-262.
- Foro de Inversión Sostenible en España - Spainsif.** (2016). *Estudio Spainsif. La Inversión Socialmente Responsable en España 2016*. Consultado en enero de 2018, disponible en www.spainsif.es
- Freeman, R.** (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Perspective* (Piman, Boston).
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A.** (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.
- Friedman, M.** (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times*, September 13, 122-126.
- Fulmer, I. S., Gerhart, B., & Scott, K. S.** (2003). Are the 100 best better? an empirical investigation of the relationship between being a "great place to work" and firm performance. *Personnel Psychology*, 56(4), 965-993.
- Galema, R., Plantinga, A., & Scholtens, B.** (2008). The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment. *Journal of Banking & Finance*, 32(12), 2646-2654.
- Global Sustainable Investment Alliance - GSIA.** (2016). *Global sustainable investment review 2016*. Consultado en enero de 2018, disponible en www.gsi-alliance.org
- Informe Juventud en España 2012 - INJUVE.** Consultado en enero de 2018, disponible en www.injuve.es
- Informe Juventud en España 2016 - INJUVE.** Consultado en enero de 2018, disponible en www.injuve.es
- Javed, M., Rashid, M. A., & Hussain, G.** (2016). When does it pay to be good-A contingency perspective on corporate social and financial performance: Would it work? *Journal of Cleaner Production*, 133, 1062-1073.

- Kempf, A., & Osthoff, P.** (2007). The effect of socially responsible investing on portfolio performance. *European Financial Management*, 13(5), 908-922.
- Ledoit, O., & Wolf, M.** (2008). Robust performance hypothesis testing with the Sharpe ratio. *Journal of Empirical Finance*, 15(5), 850-859.
- Lu, W., Chau, K., Wang, H., & Pan, W.** (2014). A decade's debate on the nexus between corporate social and corporate financial performance: A critical review of empirical studies 2002-2011. *Journal of Cleaner Production*, 79, 195-206.
- Malkiel, B. G.** (1996). *A Random Walk Down Wall Street: Including a Life-cycle Guide to Personal Investing*. WW Norton & Company.
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P.** (2003). Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative science quarterly*, 48(2), 268-305.
- Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P.** (2009). Does it pay to be good... and does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance.
- Mollet, J. C., & Ziegler, A.** (2014). Socially responsible investing and stock performance: New empirical evidence for the US and European stock markets. *Review of Financial Economics*, 23(4), 208-216.
- Newey, W., & West, K.** (1987). A Simple Positive Semi-definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation consistent Covariance Matrix. *Econometrica*, 55(3), 703-708.
- Nilsson, J.** (2015). Stakeholders of responsible investment: Retail investors. In T. Hebb, J. P. Hawley, A. G. Hoepner, A. L. Neher & D. Wood (Eds.), *The Routledge handbook of responsible investment*, 1st ed., 485-493. Routledge, New York.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L.** (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441.
- Osthoff, P.** (2015). What matters to SRI investors? In T. Hebb, J. P. Hawley, A. G. Hoepner, A. L. Neher & D. Wood (Eds.), *The Routledge handbook of responsible investment*, 1st ed., 705-724. Routledge, New York.
- Porter, M., & Kramer, M.** (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62-77.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C.** (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723-1742.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C.** (2008). The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 302-322.
- Sharpe, W. F.** (1966). Mutual fund performance. *The Journal of Business*, 39(1), 119-138.
- Sortino, F. A., & Price, L. N.** (1994). Performance measurement in a downside risk framework. *The Journal of Investing*, 3(3), 59-64.
- Sortino, F. A., & Van Der Meer, R.** (1991). Downside risk. *The Journal of Portfolio Management*, 17(4), 27-31.
- Van de Velde, E., Vermeir, W., & Corten, F.** (2005). Corporate social responsibility and financial performance. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 5(3), 129-138.