

*Luis Ferruz Agudo\* y Alejandro Corral Orea\*\**

# **La Inversión Socialmente Responsable: estrategias, políticas y criterios de inversión**

## **Socially Responsible Investing: Strategies, policies and investment criteria and review of previous literature**

### RESUMEN

Los aspectos sociales, éticos y medioambientales son un tema de actualidad y creciente interés en los negocios. La Inversión Socialmente Responsable (ISR) ha ido cobrando importancia, tanto a nivel académico como profesional, en el mundo financiero, especialmente en las dos últimas décadas. Este artículo examina las principales estrategias que la ISR puede adoptar así como el *screening* utilizado por los fondos ISR. Además, se realiza un examen de recopilación bibliográfica previa en lo tocante a la ISR y la Responsabilidad Social Corporativa (RSC). Al respecto, se ha encontrado que la rentabilidad financiera y la *performance* lograda por los fondos ISR no dista del resto de inversiones y que, para la muestra observada, las compañías con una buena política social, ética y medioambiental consiguen mejorar sus prestaciones económicas, y, en consecuencia, su rendimiento.

**Palabras clave:** Estrategias de inversión socialmente responsable, política de inversión, revisión de la literatura, performance social y financiera

**Clasificación JEL:** G02, M14

### ABSTRACT

Social, ethical and environmental issues are currently more and more interesting in world business. The Socially Responsible Investment (SRI) has become increasingly important, academically and professionally, in the business world, especially in the last two decades. This paper examines the main strategies that SRI may adopt and the screening used by SRI funds. Moreover, we examine the literature review regarding the SRI and

\* Catedrático de Contabilidad y Finanzas en la Universidad de Zaragoza. España. Contacto: [lferruz@unizar.es](mailto:lferruz@unizar.es)

\*\* Doctorando de Colaboración en el Departamento de Contabilidad y Finanzas en la Universidad de Zaragoza. España. Ldo. en Administración y Dirección de Empresas. Contacto: [acorralorea@gmail.com](mailto:acorralorea@gmail.com)

**Corporate Socially Responsible (CSR). In this sense, it has been found that the financial return and the performance achieved by SRI funds do not differ from other investments. Besides, for the observed sample, the companies with good ethical, social and environmental policy manage to improve their economic performance.**

**Keywords: Socially responsible investment strategies, screening, literature review, social and financial performance**

**JEL Classification: G02, M14**

**Recibido: 29 de octubre de 2014**

**Aceptado: 23 de noviembre de 2014**

\* Los autores desean agradecer la financiación de esta línea de investigación con Fondos FEDER de la UE y del Gobierno de Aragón. Obviamente cualquier error en el trabajo es de exclusiva responsabilidad de los autores.

## 1. INTRODUCCIÓN

Blanco (2009) define la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) como la contribución activa y voluntaria a la mejora social, económica y ambiental por parte de las empresas, generalmente con el objetivo de mejorar su situación competitiva y su valor añadido.

La construcción de la RSC comenzó sus andaduras en los años 50, expandiéndose en la década siguiente y asentando sus bases en la década de los 70 (Carrol, 1999). Por tu parte, la instauración de la Inversión Socialmente Responsable (ISR), tal y como la entendemos hoy en día, se remonta al clima acalorado del entorno socio-político prevaleciente en Estados Unidos en la década de 1960. Durante esta década tumultuosa una serie de temas a partir del movimiento contra la guerra de Vietnam a los derechos civiles, a la preocupación por la guerra fría y la igualdad para las mujeres, sirvió para intensificar la sensibilidad de la población y el mundo empresarial, y la ISR pasó a un primer plano en la sociedad internacional. Desde entonces, la ISR ha dejado de ser una curiosidad y un fenómeno aislado de nicho de mercado en el ámbito financiero para convertirse en un movimiento global que es abrazado ahora en la mayoría de países de todo el mundo. Una consecuencia directa de esta corriente es que, hoy en día, en las economías occidentales desarrolladas la empresa acoge una presión social y mediática que la instiga a adoptar un rol cada vez más activo en la sociedad. De hecho, la ISR es un

término que ya ha entrado en el vocabulario y la conciencia de las finanzas.

Sin embargo, es en estos últimos años, en parte a causa de los grandes escándalos financieros de compañías multinacionales (Enron, Microsoft, World-Com, Parmalat, crisis de las hipotecas *subprime*...), y de las prácticas abusivas de ciertos grupos empresariales, así como la venta de productos peligrosos para el consumidor, cuando los conceptos de ISR y RSC han resurgido con frescura y firmeza, logrando que los intereses corporativos se giren hacia un foco de inversión socialmente responsable. Esto ha provocado que la denuncia de la actividad socialmente responsable sea cada vez más frecuente a medida que los inversores, clientes y otras partes interesadas exigen una mayor transparencia sobre todos los aspectos de los negocios. Por lo tanto, hoy en día, las nuevas demandas sociales hacen que la imagen corporativa se encuentre íntimamente ligada al concepto de RSC (Pérez y Rodríguez del Bosque, 2012).

Ya hace una década, profesionales y personalidades del entorno académico eran conscientes de que brotaba un nuevo paradigma en el ámbito empresarial que resalta la responsabilidad social de las organizaciones empresariales (Quazi y O'Brien, 2000; Friedman y Miles, 2002; Norris y O'Dwyer, 2004). Además, los consumidores y el público en general precisan recuperar la confianza y credibilidad de las empresas y el sistema bancario. De este modo, los aspectos éticos, sociales y medioam-

**Luis Ferruz Agudo y Alejandro Corral Orea:**

**La Inversión Socialmente Responsable: estrategias, políticas y criterios de inversión**  
**Socially Responsible Investing: Strategies, policies and investment criteria and review of previous literature**  
*Análisis Financiero* n° 127. 2015. Págs.: 01-15

bientales están en la agenda de gobiernos e instituciones, tanto nacionales como internacionales, así como en el punto de mira de ONG's, grupos de consumidores, inversores, sindicatos y otros agentes sociales.

Concretamente, la Unión Europea mostró un creciente interés por la RSC reflejado en el objetivo estratégico - establecido por el Consejo Europeo de Lisboa en marzo de 2000- de “convertirse en la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo, capaz de crecer económicamente de manera sostenible con más y mejores empleos y con mayor cohesión social” (Comisión de las Comunidades Europeas, 2001). Del mismo modo, apuntando hacia un foco puramente medioambiental, la Unión Europea manifestó su preocupación por los desastres naturales y el cambio climático propiciado en gran medida por la actividad empresarial, así, defendía que “la protección de los bosques de la UE debería tener por objeto garantizar que estos sigan realizando en el futuro todas sus funciones productivas, socioeconómicas y ambientales” (Comisión de las Comunidades Europeas, 2010).

A pesar de la relevancia de la responsabilidad social para los diferentes agentes sociales, se observa una carencia general de investigaciones que analicen la influencia de la RSC en el proceso de toma de decisiones empresariales, así como las consecuencias y resultados económicos de tales decisiones.

De este modo, el artículo está estructurado como sigue. En el apartado 2 se analizan las diferentes estrategias de la ISR y el tamaño monetario que ocupan, así como su evolución, en un mercado tan relevante como el europeo. En el apartado 3 se detalla la política de inversión de los fondos ISR y los criterios de selección (*screening*) que estos instrumentos utilizan para montar sus carteras de inversión. En el apartado 4 se desglosan las principales líneas sobre las que ha girado la investigación académica de fondos ISR y de empresas que aplican criterios de RSC en su gestión. Después, se realiza una revisión de la literatura previa concerniente a la ISR para examinar qué resultados han obtenido los fondos y las

empresas que han apostado por aplicar criterios éticos, sociales y medioambientales en su cartera y gestión. Finalmente, se extraen las conclusiones obtenidas a partir de dicha revisión literaria.

## 2. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

En esta primera sección del trabajo se ofrece un panorama general de las estrategias de inversión responsable y se discute la forma en que se miden por la industria financiera. En este sentido, Sánchez et al. (2002) identifican cómo se divide el mercado de la Inversión Socialmente Responsable: “El mercado de la ISR se puede dividir en inversión minorista (el denominado mercado retail) e institucional. El primero está compuesto básicamente por los ahorros e inversiones particulares, mientras que el segundo está integrado por todo lo demás, especialmente los depósitos de planes de pensiones, aseguradoras y bancos”.

Así, aunque en una primera fase fue el mercado minorista el que mostró mayor interés y ayudó a crear el mercado de la ISR, parece ser que en estos momentos de incertidumbre económica la inversión institucional se erige como un elemento capaz de consolidar e incrementar la penetración de la ISR en los mercados financieros. Es necesario especificar que el mercado institucional es más voluminoso que el minorista.

Por su parte, Camprodón et al. (2009) establecen, detallan y definen las tres estrategias distintas que comprende la ISR:

- a) *Preselección de la cartera*: Estrategia pasiva que consiste en aplicar criterios medioambientales, morales, éticos o sociales en las decisiones de inversión. Este filtro de ISR puede ser negativo (el inversor evita colocar su dinero en compañías cuyas prácticas/productos vayan en contra de sus valores morales) o positivo (el inversor busca primar las empresas que realizan contribuciones positivas a la sociedad).

**Luis Ferruz Agudo y Alejandro Corral Orea:**

**La Inversión Socialmente Responsable: estrategias, políticas y criterios de inversión**  
**Socially Responsible Investing: Strategies, policies and investment criteria and review of previous literature**  
*Análisis Financiero* n° 127. 2015. Págs.: 01-15

b) *Inversiones en la comunidad*: Esta estrategia consiste en secundar una actividad o una causa a través de inversiones que buscan una rentabilidad tanto social como financiera. En Europa, este tipo de inversiones se relaciona e identifica, en ocasiones, con la “banca ética”. Un “banco ético” se define como la institución que intenta conseguir simultáneamente dos objetivos:

- 1- Financiar actividades económicas que tengan un impacto social positivo.
- 2- Obtener beneficios.

Un banco ético sitúa estos dos objetivos al mismo nivel y se construye justamente por el hecho de considerarlos, no sólo compatibles, sino necesariamente complementarios.

c) *Activismo de los accionistas*: Consiste en el diálogo directo con los directivos de las compañías utilizando el derecho básico del accionista, que es participar como copropietario en la toma de decisiones de la empresa a través del derecho a voto. Con el activismo de los accionistas se pretende que tanto los propietarios de acciones como las organizaciones pro ISR unan sus derechos y hagan propuestas de comportamiento de la empresa acorde con sus ideales. El activismo de los accionistas se concreta en tres vías:

- c.1) Voto por delegación: Consistente en hacer propuestas de comportamiento de la empresa según los principios de ISR para que sean votadas en las asambleas de accionistas.
- c.2) Compromiso: Consistente en dialogar con los directivos de la empresa para impulsar políticas de ISR.
- c.3) Desinversión: Consistente en informar públicamente acerca de la venta de acciones.

Las estrategias de ISR también se pueden agrupar, siguiendo a Eurosif, en dos grandes segmentaciones en base a la evolución mostrada en los últimos años:

- ISR central (*core*): que abarca los filtros negativos y el *screening* positivo, incluyendo el best-

in-class y la selección de pioneros o inversión temática.

- ISR amplia (*broad*): que abarca la ISR estricta y además incluye la basada en exclusiones simples, incluido el *screening* simple referente a estándares, el diálogo de los inversores (*engagement*) y la integración.

Así pues, tal y como se observa en la Tabla 1, la ISR puede tener diferentes lecturas (estrategias) que van desde visiones más restrictivas de exclusión, a enfoques que van más allá y pretenden integrar todos los factores de riesgo en los modelos de valoración mediante la introducción explícita de criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en la gestión de riesgos del análisis financiero tradicional.

Se comprueba claramente que la Exclusión es la estrategia más utilizada (41% del total), alcanzando a finales de 2013 los 6.853,9 billones €, seguida por la estrategia de Integración con 5.232,1 billones € y por la de *screening* basado en normas y el diálogo con los inversores con 3.633,8 y 3.275,9 billones €, respectivamente. Las otras tres categorías son mucho menos cuantiosas. En el anexo (Tabla 4) se detalla la evolución que han tenido dichas estrategias en Europa en los últimos diez años.

### 3. POLÍTICA DE INVERSIÓN: CRITERIO DE SELECCIÓN (SCREENING)

El elemento diferenciador y fundamental de los fondos ISR radica en el proceso de *screening* o selección de la cartera de inversión conforme a criterios no sólo de rentabilidad económica, sino también social y medioambiental (Balaguer et al., 2008).

Un fondo ISR es un fondo que introduce, explícitamente, criterios de preselección a partir de valores éticos y de responsabilidad social y medioambiental. Para ello, incorpora en su estructura una serie de elementos que le permiten introducir sus propios criterios en los proce-

Luis Ferruz Agudo y Alejandro Corral Orea:

**La Inversión Socialmente Responsable: estrategias, políticas y criterios de inversión**  
**Socially Responsible Investing: Strategies, policies and investment criteria and review of previous literature**  
*Análisis Financiero* n° 127. 2015. Págs.: 01-15

sos de toma de decisiones de inversión. Estos elementos son los siguientes (Schueth, 2003):

- La política de ISR que define los criterios del fondo.
- El *screening* o preselección de la cartera o universo de valores invertibles.
- Equipos de investigación sobre responsabilidad social de la empresa; bien sean equipos internos de la gestora o bien centros de investigación externos.
- La institución de control independiente.

Por tanto, los elementos que configuran un fondo ISR son los mismos que los que estructuran un fondo convencional, pero con la adición de los mecanismos que permiten realizar una preselección del catálogo de valores invertibles a partir de criterios sociales, éticos y medioambientales.

Dependiendo de la política de los inversores y los intereses de la gestora y de las entidades participantes, los criterios e indicadores variarán de un fondo a otro, por lo que dos fondos socialmente responsables pueden tener carteras totalmente distintas en función de las preocupaciones que recojan y el tipo de inversor al que estén dirigidos. No obstante, la mayoría de las instituciones de inversión colectiva acaban definiendo criterios más o menos similares, correspondiéndose con las preocupaciones más comunes de la sociedad. Así pues, la flexibilidad que permite este sistema es muy adecuado, sobre todo si se tiene en cuenta la variedad de preocupaciones sociales (Cuesta y Ballesteros, 2001).

En líneas generales, existen dos criterios para calificar las inversiones como socialmente responsables (Fernández Sánchez, 2009):

- *Criterios negativos, excluyentes o de evitación*: aquellos que descartan las inversiones en empresas cuyo proceder y/o cuyos ingresos o beneficios (parciales o totales) provengan de actividades que entren en contradicción con las convicciones del inversor (CEPES, 2001). La presencia de cualquiera de estas actividades en una compañía implicaría su calificación como valor no apto para la inversión.

- *Criterios positivos, incluyentes, valorativos o de apoyo*: aquellos que evalúan las actitudes y los comportamientos socialmente responsables de las empresas y que guardan una mayor coherencia con la identidad del fondo o con las preferencias de los partícipes (CEPES, 2001). Normalmente los criterios positivos son ponderativos ya que sirven para evaluar puntos fuertes o debilidades de actuación de las empresas, pero que no tienen por sí mismos peso suficiente para excluir o incluir una empresa del universo de valores aptos para la inversión, por lo que se denominan también criterios valorativos (Lara y Roig, 2003). La Tabla 2 recoge los principales criterios positivos y negativos utilizados por los fondos ISR.

Estos criterios varían en cada fondo, y son los propios gestores, junto con la comisión de control independiente, los que definen la política de inversión del fondo. De hecho, según Cuesta (2005), puede decirse que existen «dos escuelas»: la británica, más partidaria de utilizar criterios de exclusión; y la americana, que prefiere utilizar criterios positivos de inclusión.

No obstante, la opción más comúnmente aceptada es la combinación de ambos tipos de criterios. Por su parte, Camino y López Pascual (1995), siendo el primero uno de los investigadores pioneros de la ISR en España, propusieron también un esquema de criterios de inversión (Tabla 3).

#### 4. REVISIÓN DE LA LITERATURA

El debate en torno a la Responsabilidad Social Corporativa trata las cuestiones relacionadas con los fenómenos de la economía moderna y sus consecuencias para los individuos, las sociedades y las organizaciones. Una de las preguntas más antiguas en el debate sobre la RSC está orientada a conocer si a las empresas y organizaciones merece la pena prestar atención a las demandas sociales. Hasta el momento, esta pregunta ha sido un propulsor importante para la investigación empírica de la RSC. Sin embargo, no existe un consenso sobre qué

Luis Ferruz Agudo y Alejandro Corral Orea:

**La Inversión Socialmente Responsable: estrategias, políticas y criterios de inversión**  
**Socially Responsible Investing: Strategies, policies and investment criteria and review of previous literature**  
*Análisis Financiero* n° 127. 2015. Págs.: 01-15

es exactamente lo que debe incluirse en la responsabilidad social de las organizaciones (Griffin, 2000). En consecuencia, esta aparente ambigüedad en la RSC invita a un estudio de la literatura previa que puede aclarar el debate y permitir la extracción de conclusiones.

En esta sección, en primer lugar se desglosan las principales líneas de investigación sobre las que han girado numerosos trabajos que tratan el comportamiento socialmente responsable tanto de fondos de inversión como de empresas. Comprobar si la inversión ética presenta rendimientos inferiores/superiores a los que se obtendrían con fondos tradicionales, convencionales o alternativos pertenecientes a la misma categoría (renta fija, renta variable mixta,...) es una cuestión que ha originado gran interés en la investigación académica sobre fondos ISR. En definitiva, se trata de constatar si la ISR tiene un coste de oportunidad. Del mismo modo, se comprueba si los resultados del estudio realizado aquí revelan que efectivamente existe evidencia empírica de una correlación positiva, neutra o negativa entre el desempeño social y financiero de las empresas.

En segundo lugar, se indican los resultados que han obtenido los fondos de inversión y las empresas a lo largo del tiempo al aplicar criterios de ISR y RSC. Para ello se ha realizado una revisión de la literatura previa concerniente al tema tratado.

#### 4.1. Performance social y financiera

En esta subsección se describen los antecedentes teóricos. Más específicamente, se explicarán los principales enfoques que se utilizan a menudo en la investigación de la RSC y la ISR. Paralelamente, se presenta un panorama general de los resultados de investigaciones previas publicadas.

La *performance* de una cartera viene definida como el análisis y la evaluación de los resultados de ésta durante un período de tiempo determinado (Martín Dávila, 2001). A nivel de *performance*, una gran parte de las investigaciones corroboran que no se constatan diferen-

cias significativas entre los fondos ISR y los fondos convencionales. De hecho, trabajos como los de Hamilton et al. (1.993), Bauer et al. (2007) o Leite y Cortez (2013) que realizan un análisis de la *performance* financiera de fondos éticos frente al resto, ponen de manifiesto que el mercado no valora de forma negativa las características de tipo social, y que los fondos ISR alcanzan resultados similares (ocasionalmente superiores) a los convencionales.

Fundamentalmente, y de acuerdo con Balaguer y Muñoz (2003), las líneas de investigación de *performance* ISR son tres:

- a) En primer lugar, la corriente que confronta la *performance* financiera de los fondos ISR con las de los fondos no considerados éticos. En esta línea, destacan los estudios de Mallin et al. (1.995), Gregory et al. (1.997), Statman (2.000) y Kreander et al. (2.005) entre otros, quienes a partir de las medidas clásicas de *performance* (índices de Sharpe y Jensen) evalúan y comparan la *performance* de los fondos éticos y no éticos.

En esta misma línea destaca el trabajo de Bauer et al. (2002), del cual se desprende que no existen diferencias significativas entre los rendimientos de los fondos de inversión convencionales y los rendimientos de los fondos ISR. El universo de dicho estudio fue de 103 fondos de inversión éticos de Alemania, Reino Unido y Estados Unidos.

- b) En segundo lugar, la corriente financiera que compara la *performance* de los fondos ISR con los índices de mercado (Financial Times All Share Index, S&P 500,...). En esta línea de investigación destacan trabajos como los de Luck y Pilote (1.993), Sauer (1.997) y Dhrymes (1.998). En este caso en concreto, es esencial la correcta elección de un *benchmark* de mercado que posibilite examinar si la gestión de la cartera está siendo apropiada.
- c) En tercer lugar, la corriente que examina la relación entre la *performance* social y financiera de las em-

Luis Ferruz Agudo y Alejandro Corral Orea:

**La Inversión Socialmente Responsable: estrategias, políticas y criterios de inversión**  
**Socially Responsible Investing: Strategies, policies and investment criteria and review of previous literature**  
*Análisis Financiero* n° 127. 2015. Págs.: 01-15



presas. En esta línea de investigación destacan las aportaciones de Moskowitz (1.972), McGuire et al. (1.988), Hart y Ahuja (1.996). De cuyos resultados se desprende que, como mínimo, una buena performance social no conduce a una baja performance financiera. No obstante, otros trabajos (Vance, 1.975; Wier, 1.983; Davidson y Worrel 1.987) sí muestran la existencia de una relación “negativa” entre *performance* social y financiera.

Dentro de la segunda línea de investigación se encuentran los trabajos de Kempf y Osthoff (2007) y Galema et al. (2008), entre otros. En relación con los resultados empíricos obtenidos, estos no son concluyentes, ya que, por un lado, Kempf y Osthoff (2007), aportan resultados positivos y significativos para el periodo 1992-2004 para una cartera ISR de activos norteamericanos seleccionados a partir de la información suministrada por la agencia de calificación KLD (haciendo uso del modelo de valoración de Carhart). Por el contrario, Galema et al. (2008), siguiendo la misma metodología de estudio que Kempf y Osthoff (2007), obtienen para el periodo 1992-2006 que no existen diferencias significativas en términos de rentabilidad y riesgo entre las empresas socialmente responsables y las convencionales.

En el caso del mercado bursátil español encontramos estudios que abarcan metodologías distintas. Este es el caso de los estudios realizados por Fernández Izquierdo y Matallín (2008) sobre la *performance* de los fondos de inversión éticos, Muñoz et al. (2004) sobre la reacción del mercado a la introducción del código de Buen Gobierno, y Ortas y Moneva (2011) sobre la reacción del mercado ante la aparición de eventos relacionados con la inclusión y exclusión de empresas del índice bursátil *Dow Jones Sustainability Stoxx Index*.

No existe una definición estándar de *Performance Social Corporativa* (PSC) y, aunque la *Performance Financiera Corporativa* (PFC) es una medida más directa de medir, todavía hay mucha inconsistencia con respecto a cómo este concepto se debe tratar en la investigación. Las definiciones de la PSC y de la PFC, la metodología utilizada para medirlas, y la prueba de la relación entre

ellas pueden, por tanto, nombrarse también como factores que influyen en su relación. A continuación, se explica la PSC como un concepto que consiste en tres categorías y que puede describirse de la siguiente manera:

En primer lugar, el alcance de la divulgación sobre temas de interés social (Wu, 2006); que consiste en medir el análisis del contenido de la información empresarial dirigida al público (Orlitzky et al., 2003).

En segundo lugar, la acción corporativa (refiriéndose al proceso concreto de RSC y los resultados observables), como la filantropía, los programas sociales, y el control de la contaminación. En esta categoría se incluyen los cuestionarios dirigidos a los empleados o administradores, ya que reflejan directamente las acciones de la empresa en cuestión.

Las calificaciones de reputación corporativa como KLD, Fortune, Moskowitz y Business Ethics (Wu, 2006). Estas clasificaciones asumen que la reputación de la *Performance Social Corporativa* refleja los valores y el proceder de la RSC.

#### 4.2. Muestra y metodología

Para la elaboración final de los resultados se ha recurrido a un uso de una metodología cualitativa con el fin de obtener información que refleje el contenido y significado de la literatura previa empírica sobre la inversión socialmente responsable. En esta línea, se ha procedido a realizar un examen exploratorio de los principales artículos que examinan la evolución y el comportamiento (*performance*) de aquellas empresas y fondos que aplican criterios sociales y éticos en su práctica.

Los artículos analizados vienen reflejados en el anexo del presente trabajo. En total, se analizaron 142 artículos; 89 pertenecientes a la relación entre la RSC, la empresa y la *performance* social y financiera, y 53 pertenecientes a la relación entre los fondos ISR y la *performance* social y financiera.

**Luis Ferruz Agudo y Alejandro Corral Orea:**

**La Inversión Socialmente Responsable: estrategias, políticas y criterios de inversión**  
**Socially Responsible Investing: Strategies, policies and investment criteria and review of previous literature**  
*Análisis Financiero* n° 127. 2015. Págs.: 01-15

### 4.3. Resultados

La mayoría de la investigación realizada, que se ha analizado, hasta la fecha muestra una relación positiva entre las inversiones en Responsabilidad Social Corporativa llevadas a cabo por las empresas y la consiguiente *performance*, aduciendo, entre otras razones, que las compañías que adoptan mejoras en ISR incrementan la eficiencia del proceso de producción, y al mismo tiempo, contribuyen positivamente a mejorar la rentabilidad. Por tanto, en lo que concierne a la relación entre la política social de una empresa y su rentabilidad, parece plausible que una empresa con una buena política social de ISR consigue mejorar sus prestaciones económicas, y, en consecuencia, su rendimiento. Además, la existencia y la consolidación de estas empresas socialmente responsables, generan nuevas necesidades en los mercados financieros haciéndose necesario medir y valorar esa buena actitud social para transmitirla a los posibles propietarios de excedentes de capital e inversores financieros potenciales (Ferruz et al., 2008). De los 89 estudios pertenecientes a este campo, 52 obtuvieron una relación positiva (58,42%), 22 no fueron relevantes (24,71%) y 15 indicaron una relación negativa (16,84%) entre *performance*, RSC y empresa. Los resultados de la revisión se observan en el Cuadro 1 (ver Anexo).

Por otro lado, respecto a fondos de inversión socialmente responsables, el hecho de que estos productos incorporen criterios de responsabilidad social corporativa en la selección de activos no tiene que implicar en absoluto que sean fondos poco rentables.

Los resultados recopilados indican que la rentabilidad financiera alcanzada al aplicar criterios ISR no difiere del resto de inversiones, e incluso algunos estudios sugieren que las inversiones socialmente responsables se sitúan por encima de la media del mercado, superando en ocasiones la *performance* tanto del índice de referencia como de los fondos de inversión convencionales. De los 53 artículos pertenecientes a este campo, 18 obtuvieron una relación positiva (33,96%), 20 neutral (37,73%), 4 negativa (7,54%) y 11 mixta (20,75%). Los resultados se presentan en el Cuadro 2 (ver Anexo).

En resumen y en primer lugar, los resultados del estudio de la literatura realizada aquí revelan que efectivamente existe clara evidencia empírica de una correlación positiva entre el desempeño social y financiera de las empresas. Por tanto, se puede afirmar claramente que, para la sociedad occidental actual, la ética es un buen negocio.

En segundo lugar, los resultados del estudio apuntan a que la rentabilidad financiera obtenida por los fondos éticos no es significativamente distinta a la que obtienen los fondos convencionales. Pese a ser productos diferentes en cuanto a estructura y composición de cartera, no se puede caer en el error de creer que los resultados son o no aceptables por el tipo de producto, ya que en última instancia es de la destreza del gestor de quien los rendimientos de los fondos, tanto ISR como convencionales, dependerán, sin obviar la situación en la que se encuentren los mercados financieros.

## 5. CONCLUSIONES Y LIMITACIONES

El objetivo fundamental de este trabajo es intentar mostrar la relación existente entre la Responsabilidad Social Corporativa, la Inversión Socialmente Responsable y la competitividad (*performance*) a través de una revisión de la literatura previa concerniente a dicha materia.

Durante los últimos años, especialmente las dos últimas décadas, la ISR ha experimentado un crecimiento exponencial en todo el mundo, y los gobiernos y estados nacionales en muchos países, principalmente occidentales, han tomado iniciativas reglamentarias en este asunto. En este sentido, en primer lugar se han analizado y descrito las principales estrategias de ISR y cómo ha evolucionado su peso monetario en Europa. Después se ha explorado el proceso de selección (*screening*) que siguen los fondos ISR, o fondos éticos, para estructurar las diversas carteras de inversión. De este modo, se han dispuesto los distintos criterios negativos y positivos que aplican dichos fondos.

Finalmente, se realiza un examen sobre la literatura previa que concierne a la ISR y la RSC. La práctica totali-



dad de los estudios analizados en este trabajo son de carácter académico, efectuados, por tanto, en el ámbito universitario y conforme a métodos y criterios científicos. Esta característica les confiere, en nuestra opinión, y a pesar de sus posibles deficiencias y limitaciones, una mayor credibilidad respecto a otro tipo de estudios de carácter más divulgativo. Al respecto, se ha encontrado que, para la muestra observada y lo largo de los últimos años, las compañías con una buena política ética, social y medioambiental consiguen mejorar sus prestaciones económicas, y, en consecuencia, su rendimiento. Además, la investigación observada sobre la rentabilidad y la *performance* de los fondos ISR descubre poca evidencia de que los rendimientos ajustados al riesgo de los fondos ISR, principalmente en EE.UU. y el Reino Unido, son diferentes de los de los fondos convencionales. Es decir, la rentabilidad financiera y la *performance* lograda por los fondos que aplican criterios ISR en su gestión no dista del resto de inversiones, e incluso en algunos casos se sitúa por encima de la media del mercado, superando en ocasiones la *performance* tanto del índice de referencia como de los fondos de inversión convencionales.

Un efecto evidente del análisis preliminar es que los estudios empíricos realizados hasta la fecha podrían tener importantes limitaciones. De este modo, los resultados de la investigación sobre ISR y RSC realizada hay que tomarlos con cautela, ya que es relevante destacar que en la revisión de la literatura practicada se encuentran estudios que tienen más de 30 años.

En nuestra opinión, dichos resultados sugieren posibles tendencias hacia un comportamiento empresarial más social, ético y medioambiental. Proceder de otro modo podría acarrear consecuencias perniciosas para las compañías e instituciones colectivas de inversión que quieran emplear la RSC y la ISR como la panacea a sus aspiraciones de rentabilidad y competitividad.

Así mismo, considerar concluyentes los resultados de este trabajo sería del todo incorrecto, no sólo por las limitaciones aludidas, sino también porque la mayoría de los estudios analizados corresponden a grandes empresas.

## 6. BIBLIOGRAFÍA

- Blanco, E.R., 2009: Análisis de la calidad de la información medioambiental suministrada por las PYMES, *Análisis Financiero*, 109, 6-16.
- Balaguer, M.R., Albareda, L. y Lozano, J.M., 2008: La inversión socialmente responsable en España: El screening de los fondos de inversión socialmente responsables, *Revista de Contabilidad y Dirección*, 7, 77-101.
- Balaguer, M.R. y Muñoz, M.J., 2003: Análisis de los fondos de inversión éticos y solidarios españoles: evaluación de la performance social y financiera. Working Paper. Universitat Jaume I, Castellón.
- Camino, D. y López Pascual, J., 1995: Un análisis de la inversión ética en España, *Boletín de Estudios Económicos*, 50, 156, 519-540.
- Campodrón, M., Sols, J. y Florensa, A., 2009: Las agencias estadounidenses de evaluación de la Responsabilidad Social Empresarial, *Revista de Fomento Social*, 64, 259-286.
- Carroll, A. B., 1999: Corporate social responsibility evolution of a definitional construct, *Business & society*, 38, 3, 268-295.
- CEPES, 2001: Observatorio de los fondos de inversión éticos, ecológicos y solidarios en España. Centro de Estudios Persona, Empresa y Sociedad, ESADE, Barcelona.
- Comisión de las comunidades europeas, 2001: Libro verde sobre: [Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas](#). Comisión de las Comunidades Europeas, Bruselas.
- Comisión de las comunidades europeas, 2010: Libro verde sobre protección de los bosques e información forestal en la UE: Preparación de los bosques al cambio climático. Comisión de las Comunidades Europeas, Bruselas.
- Cuesta, M., 2005: Las inversiones socialmente responsables como palanca de cambio económico y social. En Cuesta,

**Luis Ferruz Agudo y Alejandro Corral Orea:**

**La Inversión Socialmente Responsable: estrategias, políticas y criterios de inversión**  
**Socially Responsible Investing: Strategies, policies and investment criteria and review of previous literature**  
*Análisis Financiero* n° 127. 2015. Págs.: 01-15

- M. y Galindo García, A.: Inversiones socialmente responsables, Universidad Pontificia de Salamanca, Salamanca.
- Cuesta, M. y Ballesteros, C., 2001: Sistema Financiero y Realidad Empresarial, *Cuadernos de Información Económica*, 165, 101-107.
- Fernández, M.Á. y Muñoz, M.J., 2009: La inversión socialmente responsable. Working paper, Universitat Jaume I, Castellón.
- Fernández Sánchez, J.L., 2009: *Evaluación de la inversión colectiva: análisis comparativo de los fondos sociales frente a los fondos convencionales en Europa*. Tesis Doctoral. Universidad de Cantabria.
- Ferruz, L., Marco, I. y Muñoz, F., 2008: La familia de índices socialmente responsables de Dow Jones, *Análisis Financiero*, 2, 107, 54-60.
- Friedman, A. L. y Miles, S., 2002: Developing stakeholder theory, *Journal of Management Studies*, 39, 1, 1-21.
- Griffin, J. J., 2000: Corporate Social Performance: Research Directions for the 21st Century, *Business and Society*, 39, 4, 479-491.
- Lara, M.I. y Roig, A., 2003: Panorama actual de los Fondos de Inversión Éticos y Solidarios en España. *Análisis Financiero*, 92, 32-43.
- Martín Dávila, M., 2001: Medidas de Performance de una Cartera. En *Curso de bolsa y mercados financieros*, 2001, 912-930.
- Muñoz, M.J., Fernández, M.Á. y Balaguer, M.R., 2004: The social responsibility performance of ethical and solidarity funds: an approach to the case of Spain, *Business Ethics: A European Review*, 13, 2 3, 200-218.
- Norris, G. y O'Dwyer, B., 2004: Motivating socially responsive decision making: the operation of management controls in a socially responsive organization, *The British Accounting Review*, 36, 173-196.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L. y Rynes, S. L., 2003: Corporate Social and Financial Performance: A Meta Analysis, *Organization Studies*, 24, 3, 403-441.
- Ortas, E. y Moneva, J. M., 2011: Sustainability stock Exchange indexes and investor expectations: Multivariate evidence from DJSI-Stoxx". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 40, 151, 395-416.
- Pérez, A. y Rodríguez del Bosque, I., 2012: La imagen de Responsabilidad Social Corporativa en un contexto de crisis económica: El caso del sector financiero en España, *Universia Business Review*, 33, 14-39.
- Quazi, A. M. y O'Brien, D., 2000: An empirical test of a cross-national model of corporate social responsibility, *Journal of Business Ethics*, 25, 33-51.
- Sánchez, P., Rodríguez, M.A. y Ricart, J.E., 2002: La Inversión Socialmente Responsable: evolución, tendencias e implicaciones para la dirección de empresas. Documento de Investigación, 464, IESE Business School.
- Schueh, S., 2003: Socially responsible investing in the United States, *Journal of Business Ethics*, 43, 3, 189-194.
- Vicente, A. V., Ruiz, M., Tamayo, U. y Balderas, A., 2004: Compatibilidad entre responsabilidad social corporativa y competitividad: Estado de la cuestión en el ámbito Internacional. Responsabilidad Social de las Empresas en Bizkaia.
- Wu, M., 2006: Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance, and Firm Size: A Meta-Analysis, *Journal of American Academy of Business*, 8, 1, 163-171.

Luis Ferruz Agudo y Alejandro Corral Orea:

**La Inversión Socialmente Responsable: estrategias, políticas y criterios de inversión**  
**Socially Responsible Investing: Strategies, policies and investment criteria and review of previous literature**  
*Análisis Financiero* n° 127. 2015. Págs.: 01-15

## ANEXO: TABLAS, FIGURAS Y CUADROS

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE	
ESTRATEGIA	DEFINICIÓN
<b>Exclusiones</b>	Exclusiones en las que se aplica un filtro con un elevado número de criterios negativos.
<b>Screening positivo</b>	Búsqueda y selección de las compañías con un mejor comportamiento socialmente responsable, así como aquellas que producen servicios y/o bienes positivos.
<b>Best-in-class</b>	Enfoque a través del cual las principales empresas por sector son analizadas por criterios de responsabilidad social, y seleccionadas para la inversión las mejores de cada grupo.
<b>Selección de pioneros/ Inversión temática</b>	Fondos temáticos basados en criterios de sostenibilidad como, por ejemplo, la disminución de la utilización de petróleo. Se enfoca en sectores como la energía, el agua, etc.
<b>Screening basado en normas</b>	Screening negativo basado en el cumplimiento de estándares internacionales propuestos por entidades tipo OCDE, OIT, ONU, UNICEF, etc.
<b>Exclusiones simples/ screening simple</b>	Exclusión de un sector o actividad tipo producción armamentística, tabaco, alcohol, experimentación animal... El screening simple incluye también la selección simple por derechos humanos (ej. Birmania) o a través de estándares internacionales.
<b>Engagement o diálogo de los inversores</b>	Se basa en la capacidad de influencia de los inversores/accionistas como tales y se puede aplicar incluso a través del derecho a voto. Es utilizado por los gestores de los fondos para fomentar prácticas más responsables en las empresas.
<b>Inversión en la comunidad</b>	Apoyo a una determinada actividad productiva en el ámbito de la comunidad cercana, que presente características ventajosas desde el punto de vista social y/o medioambiental.
<b>Integración</b>	La introducción explícita de criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en la gestión de riesgos del análisis financiero tradicional.

TABLA 1

Fuente: Fernández y Muñoz (2009). Elaboración propia en base a: Eurosif 2014

## 12 ANÁLISIS FINANCIERO

CRITERIOS UTILIZADOS POR LOS FONDOS ISR	
CRITERIOS NEGATIVOS O EXCLUYENTES	CRITERIOS POSITIVOS O VALORATIVOS
Armamento	Igualdad de oportunidades
Juego	Reciclaje
Explotación en el Tercer Mundo	Conservar la energía y recursos naturales
Contaminación	Transparencia en la información
Manipulación genética	Compromiso solidario con la sociedad
Pornografía	Control de la contaminación
Tabaco	Seguridad en el trabajo
Alcohol	Ayudas a la formación
Degradación medioambiental	Inversiones de la corporación
Energía nuclear	

**TABLA 2**

Fuente: Muñoz et al. (2004).

CRITERIOS DE ISR			
INVERSIÓN ÉTICA		INVERSIÓN ECOLÓGICA	
Sector/Industria		Sector/Industria	
Evitar	Fomentar	Evitar	Fomentar
1. Comercio armas	1. Creación de empleo	1. Nuclear	1. Conservación de la energía
2. Tabaco	2. Ayuda a minorías	2. Reducción capa ozono	2. Reciclado
3. Juego	3. Ayuda a minusválidas	3. Lluvia ácida	3. Etiquetado ecológico
4. Regímenes opresivos	4. Ayuda al tercer mundo	4. Polución del agua	4. Minimización de residuos
5. Nuclear	5. Donaciones caritativas	5. Daño a los bosques	5. Productos naturales
6. Pornografía		6. Daño a la vida animal	
7. Explotación animal			

**TABLA 3**

Fuente: Camino y López Pascual, J. (1995)

LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE:  
ESTRATEGIAS, POLÍTICAS Y CRITERIOS DE INVERSIÓN 13

<b>EVOLUCIÓN ESTRATEGIAS ISR EN EUROPA (BILLONES €)</b>						
	<b>2002</b>	<b>2005</b>	<b>2007</b>	<b>2009</b>	<b>2011</b>	<b>2013</b>
<b>Inversión de impacto</b>	-	-	-	-	8,7	20,2
<b>Inversión Sostenible</b>	-	6,9	26,4	25,3	48	58,9
<b>Best-in-class</b>	-	57,8	130,3	132,9	283,2	353,5
<b>Screening basado en normas</b>	-	-	-	988,7	2.132,40	3.633,70
<b>Exclusiones</b>	184	335,5	1.532,80	1.749,40	3.584,50	6.853,90
<b>Integración</b>	-	639,1	1.024,90	2.810,50	3.164	5.232,10
<b>Voto de los accionistas</b>	118	728,8	1.351,30	1.668,40	1.762,60	3.275,90
<b>TOTAL</b>	<b>302</b>	<b>1768,1</b>	<b>4.065,70</b>	<b>7.375,2</b>	<b>10.983,4</b>	<b>19.428,2</b>

**TABLA 4**

Fuente: Elaboración propia con base en: estudios Eurosif

RELACIÓN ENTRE LA RSC, LA EMPRESA Y LA PERFORMANCE	
RELACIÓN	AUTOR/AÑO
<b>Positiva</b>	Bragdon y Marlin (1972); Moskowitz (1972); Brownna y Haire (1975); Fogler y Nutt (1975); Parket y Eilbirt (1975); Belkaoui (1976); Fry y Hock (1976); Sturdivant y Ginter (1977); Bowman (1978); Chugh, Haneman y Mahapatra (1978); Preston (1978); Spicer (1978); Anderson y Frankle (1980); Shane y Spicer (1983); Rockness, Schlachter y Rockness (1986); Cotril (1990); Fombrun y Shanley (1990); Roman et al. (1999); Erfle y Fratantuono (1992); Roberts (1992); Thompson, Smith y Hood (1993); Barth y MacNichols (1994); Hart y Ahuja (1996); Nehrt (1996); Pava y Krausz (1996); White (1996); Blacconiere y Northcutt (1997); Kotey y Meredith (1997); Russo y Fouts (1997); Waddock y Graves (1997); Ahmed, Montagno y Firenze (1998); Edwards (1998); Karake (1998); Stanwick y Satnwick (1998); Butz y Plattner (1999); Carter, Kale y Grimm (2000); Blank y Carty (2001); Webley y More (2003); Little y Business in community (2003); Garz, Volk y Gilles (2003); Mengue y Ozanne, Morgan Stanley´s y Oekom Research (2003); Tsoutsoura (2004); Becchetti, Di Giacomo y Pinnacchio (2008); Hong y Kacperczyk (2009) Becchetti y Ciciretti (2009); Statman y Glushkov (2009); Lai, Chiu, Yang y Pai (2010); Mishra y Suar (2010); Edmans (2011); Derwall et al. (2011); Giannarakis y Theotokas (2011); Bhattacharya, Sen, y Korschun (2012)
<b>Ninguna</b>	Floger y Nutt (1975); Alexander y Buchholz (1978); Ingram (1978); Abbot y Monsen (1979); Chen y Mercalf (1980); Jedia y Kuntz (1981); Freedman y Jagi (1982); Cochran y Wood (1984); Aupperle, Carroll y Hatfield (1985); Sturdivant, Ginter y Sawyer (1985); McGuire, Sundgren y Schneeweis (1988); Patten (1990); Balabanis, Phillips y Lyall (1998); Berman, Wicks, Koha y Jones (1999); Kreander (2000); McWilliams y Siegel (2000); Wagner, Van Phu, Azomahou y Wehrmeyer (2002); Callado y Utrero (2005); Kang, Lee y Huh (2010); Surroca et al. (2010); Crisóstomo et al. (2011); Soana, M. G. (2011)
<b>Negativa</b>	Vance (1975); Spicer (1978); Trotman y Bradley (1981); Ingram y Frazier (1983); Wier (1983); Mahapatra (1984); Davidson y Worrel (1987); White (1991); Jaggi y Freedman (1992); Hamilton (1995); Feldman, Soyka y Ameer (1996); Cordeiro y Sarkis (1997); Cormier y Magnan (1997); Konar y Cohen (1997); Tomas y Tonks (1999)

CUADRO 1

Fuente: Elaboración propia con base en: Vicente et al. (2004)



<b>RELACIÓN ENTRE LOS FONDOS ISR Y LA PERFORMANCE SOCIAL Y FINANCIERA</b>	
<b>RELACIÓN</b>	<b>AUTOR/AÑO</b>
<b>Positiva</b>	Luther et al. (1992); Luck y Pilote (1993); Luther and Matatko (1994); Gregory et al. (1997); Goldreyer et al. (1999); Hickman et al. (1999); Kumar et al. (2002); Geczy et al. (2006); Gregory and Whittaker (2007); Fernández Izquierdo y Matallín (2008); Kempf and Osthoff (2008); Consolandi et al. (2009); Alam y Rajjaque (2010); Gil-Bazo et al. (2010); Lyn y Zychowicz (2010); Ito, Managi y Matsuda (2012); Abdelsalam, Fethi, Matallín y Tortosa (2013); Brzeszczyński y McIntosh (2014)
<b>Neutral</b>	Mallin et al. (1995); Sauer (1997); Dhrymes (1998); Reyes y Grieb (1998); Statman (2000); Bauer et al. (2002); Bauer et al. (2007); Albaity y Ahmad (2008); Collison et al., (2008); Girard y Hassan (2008); Cortez et al. (2009); Blanchett (2010); Hassan et al. (2010); Climent y Soriano (2011); Humphrey y Lee (2011); Omneya Abdelsalam (2013); Gonzalez y Gonzalez (2013); Rathner (2013); Pinto, Lemme y Leal (2014); Utz et al. (2014)
<b>Ninguna</b>	Schroder (2004); Jones et al. (2008); Renneboog et al. (2008); Adler y Kritzman (2008)
<b>Negativa</b>	Hamilton et al. (1993); Kreander et al. (2005); Bauer et al. (2005); Bauer et al. (2006); Viviers et al. (2008); Galema et al. (2008); Derwall y Koedijk (2009); Chang y Witte (2010); Lee et al. (2010); Leite y Cortez (2013); Nofsinger y Varma (2013)

**CUADRO 2**

Fuente: Elaboración propia con base en: Vicente et al. (2004)