

META-ANÁLISIS.

¿Invertir con criterios ESG afecta a la rentabilidad empresarial?

Beatriz Cabello

COLABORADORA Y CONFERENCIANTE EN LA UPF-BSM

Oscar Elvira

SENIOR LECTURER UPF-BSM

**Cátedra Internacional de
Finanzas Sostenibles**



**BARCELONA
SCHOOL OF
MANAGEMENT**



Abstract

En los últimos años ha crecido la preocupación por el cambio climático, la contaminación del medio ambiente, el incremento de las temperaturas en el planeta, la pérdida de biodiversidad, la responsabilidad social corporativa, el incremento de las desigualdades y el buen gobierno en las empresas (todos ellos conceptos que pueden englobarse en los llamados criterios ESG, por sus siglas en inglés: *Environmental, Social and Governance*).

Durante décadas, no sólo se creía que las responsabilidades ESG no tenían ninguna incidencia en los resultados financieros, sino que se percibían como un aumento de los costes. Sin embargo, en los últimos veinte años, se ha observado en todo el mundo un aumento de la conciencia en las decisiones de los inversores. En este sentido, la inversión sostenible es una tendencia imparable en la gestión de activos y entre las gestoras de fondos de inversión. En Europa, los participantes en los mercados financieros están inmersos en la adaptación de sus productos, organizaciones y procedimientos a la nueva normativa de sostenibilidad impulsada por el regulador europeo.

Ante este auge de las finanzas sostenibles, también se produce un incremento del denominado *greenwashing* (lavado verde o ecoblanqueo) lo que supone a los participantes en los mercados financieros un esfuerzo por discernir aquellas inversiones que son realmente sostenibles de las que únicamente orientan su imagen a un posicionamiento sostenible. En este sentido, los gestores de fondos de inversión, inversores particulares

o institucionales y reguladores se han preocupado, entre otras cosas, en verificar si la inversión en fondos de inversión “sostenibles” (que invierten en activos que siguen criterios ESG) es más rentable.

En este artículo se realiza una detallada revisión bibliográfica que analiza la relación entre un mejor desempeño en sostenibilidad por parte de las empresas y su rentabilidad financiera o la mejora de su valoración en el mercado. Las conclusiones de estos estudios no son homogéneas, ya que bastantes estudios han demostrado que la sostenibilidad tiene un efecto neutro sobre la rentabilidad (26%), algunos consideran que el efecto es negativo (14%), y la mayoría, por el contrario, que el efecto es positivo (59%). Desde otro punto de vista, al examinar los fondos de inversión que incorporan criterios ESG, alrededor de un 65% de los fondos no ven afectada su rentabilidad en comparación con otros fondos similares. Sin embargo, cabe destacar que la totalidad de estudios analizados que incorporan el horizonte temporal, concluyen que existe un mejor comportamiento de las finanzas sostenibles cuando las relacionas con la rentabilidad en el largo plazo. Por último, tras estudiar el comportamiento en escenarios de crisis, las empresas con elevadas calificaciones en ESG muestran una correlación positiva entre la inversión ESG y la baja volatilidad, lo que reduce su riesgo sistemático o de mercado de la empresa.



PALABRAS CLAVE

■ Finanzas sostenibles, ESG, Sostenibilidad, Taxonomía, Inversión Responsable.

1. Introducción a las inversiones ESG

1.1. CONCEPTO DE INVERSIONES ESG

El término ESG se acuñó oficialmente en 2004 con la publicación del informe “*Who Cares Wins*” de la Iniciativa del Pacto Mundial de las Naciones Unidas (ONU, 2004). Se fijó el ambicioso objetivo de reagrupar tres de los principales pilares de las finanzas éticas: el medioambiental, el social y el de gobernanza.

Indistintamente se usan diferentes términos para describir las inversiones ambientales, sociales y de gobernanza, por ejemplo, inversión socialmente responsable (ISR), inversión sostenible e inversión de impacto. En este documento, entendemos la inversión en ESG en términos de los factores ESG, que mejoran el análisis financiero tradicional.

Durante décadas, las responsabilidades medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) no fueron consideradas relevantes por la mayoría de las empresas que se han centrado en la maximización de los beneficios (Friedman, 2009). No sólo se creía que las responsabilidades ESG no tenían ninguna incidencia en los resultados financieros, sino que se percibían como una carga potencial para éstos, al estar relacionadas con el aumento de los costes.

Sin embargo, en los últimos veinte años, las cuestiones ESG revelaron su influencia no sólo en la rentabilidad, sino también en la viabilidad financiera de varias empresas. Como consecuencia natural, el proceso de asignación de activos comenzó a evolucionar. Además, se ha observado en todo el mundo un aumento de la conciencia medioambiental, social y de gobernanza. Esta tendencia apareció como resultado de la mayor ocurrencia de fenómenos meteorológicos extremos, que dañan las infraestructuras y perturban los mercados mundiales, pero también a causa de la crisis financiera de 2008, que afectó tanto al sector privado como al público. De hecho, el efecto de la crisis de las hipotecas subprime ha sido triple: en primer lugar, puso de manifiesto el papel fundamental de las decisiones de los inversores; en segundo lugar, elevó la conciencia pública en términos de responsabilidad social; en tercer lugar, destaca la importancia de las

prácticas de buen gobierno.

El aumento de la concienciación social ha provocado que las empresas impulsen sus políticas de responsabilidad social corporativa debido a la presión social (Sparkes y Cowton, 2004). Bajo este contexto nace la denominada inversión socialmente responsable (ISR). Este tipo de inversión se basa en la aplicación de criterios negativos y valorativos sobre el impacto social, medioambiental y de gobierno corporativo a la hora de seleccionar activos (Schopohl, 2017).

Es decir, los inversores socialmente responsables aplican tanto criterios financieros como sociales a la hora de evaluar las inversiones para asegurarse de que los valores seleccionados son coherentes con su sistema de valores y creencias personales (Mikołajek-Gocejna, 2018), y al contrario de lo que se esperaba, los resultados de un estudio que aplicó filtros de responsabilidad social no mostraron un impacto negativo en el rendimiento de las inversiones (Sauer, 1997).

La ISR surge, en parte, para dar una solución a los fallos que tiene el mercado, ya que deja de lado ciertos aspectos vitales para la sociedad. Dado que el sector público no siempre cubre los fallos del mercado, es necesario que el sector privado tome cartas en el asunto (Haigh & Hazelton, 2004).

Hay algunos factores ESG que son útiles en la evaluación del desempeño de la inversión. Las inversiones con puntuaciones ESG altas pueden aumentar las tasas de rendimiento, mientras que aquellas con puntuaciones ESG bajas pueden inhibir estas tasas (Górka & Kuziak, 2022). Uno puede encontrar el consumo de energía, la contaminación, el cambio climático, la producción de residuos, la preservación de los recursos naturales (deforestación, reducción de las emisiones de carbono) y el bienestar animal entre los factores ambientales. Los factores sociales incluyen los derechos humanos, el trabajo infantil y forzado, el compromiso con la comunidad, la salud y la seguridad, las relaciones con las partes interesadas y las relaciones con los empleados, el éxito del cliente, la higiene de datos y la seguridad. Los

1. Introducción a las inversiones ESG

factores de gobernanza contienen lo siguiente: calidad de la administración, independencia de la junta y del consejo, conflicto de intereses, compensación ejecutiva, mejores prácticas de contratación e incorporación de nuevos empleados, transparencia y divulgación. En este documento, utilizamos el término ESG para referirnos a estos índices, que incluyen a las empresas que revelan estos factores.

En los últimos años, las cuestiones ESG han recibido una atención creciente en todo el mundo (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018; Engle III et al., 2020). En este contexto, los gestores de activos integran estas preocupaciones en sus políticas de inversión (van Duuren et al., 2016), pero el grado de incorporación de las mismas, o podríamos llamarlo también, el grado de “sostenibilidad” de los fondos de inversión, puede ser muy variable.

Para entender esta mayor consideración de las cuestiones ESG en el sector financiero, en el caso de Europa es necesario atender al contexto regulatorio en el que se encuentra, mediante la aprobación de nuevos desarrollos normativos los reguladores promueven una orientación del sistema financiero hacia la sostenibilidad. Una muestra de ello son los análisis recientes, en los que se muestra un cambio de paradigma en el uso de la estrategia de inversión sostenible en Europa, dónde históricamente la mayoría de los activos se gestionaban con estrategias de exclusión y selección basadas en normas, y en la actualidad las estrategias más utilizadas son aquellas más sofisticadas como la integración de criterios ESG. Este hecho viene provocado por los requisitos que incorpora el reciente Reglamento de la Unión Europea sobre divulgación de información sobre finanzas sostenibles acerca de la incorporación de los riesgos de sostenibilidad en las inversiones (GSIA, 2020).

Todo ello justifica que el tema de las inversiones ESG sea un ámbito de creciente interés en la actualidad y con una enorme trascendencia tanto en el presente como en el futuro a corto, medio y largo plazo.

1.2. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DE LAS INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES

Los orígenes de la ISR se remontan al siglo XVII y se encuentran concretamente en las instituciones religiosas. Precisamente la más temprana referencia a la inversión basada en criterios extra-financieros se encuentra en el movimiento cuáquero, que

excluía de sus inversiones todas las que estaban vinculadas al tráfico de esclavos o a la producción de alcohol (Sparkes & Cowton, 2004). Con todo, no fue hasta el siglo XX en que la ISR empezó a tomar forma, en este caso de la mano del primer fondo de inversión responsable, el US Pioneer Fund, lanzado en 1928 y que encontró su motivación en la era de las prohibiciones para configurar una política de inversión que no permitía la inversión en alcohol y tabaco (Revelli, 2016). Más adelante, a partir de 1960, diversas instituciones y congregaciones eclesiásticas europeas decidieron adoptar criterios éticos y lanzaron fondos éticos basados en valores morales, todo ello en un contexto de profunda reivindicación social y política que dio pie paralelamente a la emergencia del activismo accionarial. En la parte final del siglo XX, la esfera medioambiental cobró un mayor protagonismo tanto en la sociedad como en el campo de las inversiones, destacando 1983 como el año en que se estableció la Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo de las Naciones Unidas, así como la Cumbre de la Tierra celebrada en Río de Janeiro en 1992. Cabe señalar que Triodos Bank invierte en energía renovable y agricultura verde desde 1986, a raíz del desastre de la central nuclear de Chernóbil, fomentando así el uso de energía no contaminante obtenida de fuentes naturales (Triodos Bank, 2019). En 1970, a raíz de las protestas en contra del Apartheid, vemos por primera vez una demanda que abogaba por la desinversión en ciertas empresas que no cumplían con una serie de normas morales por parte de los inversores de tales fondos (Revelli, 2016). Ya en el siglo XXI los criterios de sostenibilidad y responsabilidad fueron combinados con el prisma social de la ISR para llegar a configurar el concepto actual de dicho tipo de inversión.

En los últimos años, la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) ha pasado a jugar un papel muy importante tanto en las empresas, a la hora de aplicarla, como en los consumidores, a la hora de tenerla en cuenta en sus decisiones de compra (Aguinis y Glavas, 2019). Respecto a las empresas, las principales razones para abordar este tipo de iniciativas van desde simplemente mejorar la imagen corporativa para defender su posición o para ganar cuota de mercado hasta realmente implicarse con la sociedad, el medioambiente y la creación de valor a largo plazo.

La tradicional visión de las inversiones financieras orientadas exclusivamente a la rentabilidad (Friedman,

1. Introducción a las inversiones ESG



2009) está difuminándose, pues la interconexión entre bienestar económico y medio ambiente están ganando terreno en las últimas décadas gracias a muchos inversores responsables. La buena gestión y reducción de riesgos actuales y futuros, es una necesidad tanto social como financiera. Una economía verde agrega un valor adicional a la inversión en ciertos activos pues el aumento de concienciación social ha hecho que la mentalidad del inversor hacia inversiones centradas en valores sociales, medioambientales y de buena gobernanza se asocia a beneficios económicos (Easton & Pinder, 2018).

La Alianza Global para la Inversión Sostenible (GSIA, por sus siglas en inglés) publicó su Revisión bienal Global de Inversión Sostenible 2020, que muestra que los activos de inversión sostenible global alcanzaron los 35,3 billones de dólares, lo que supone un crecimiento del 15% en comparación con 2018, y en total equivalen al 36% de todos los activos gestionados profesionalmente en todas las regiones cubiertas por dicho informe (GSIA, 2020).

En cuanto a la calidad de la información relativa a las finanzas sostenibles, en el nuevo reglamento de

divulgación en materia de finanzas sostenibles de la UE (SFDR por sus siglas en inglés), que entró en vigor el 10 de marzo del 2021, se clasifican los instrumentos financieros según su orientación a factores ESG en sus artículos 6, 8 y 9. Esta clasificación permite identificar los diferentes tipos de productos ESG y establecer ciertos requisitos de información sobre éstos. En 2020 se aprobó el Reglamento de Taxonomía. La Taxonomía nace con el objetivo de establecer un lenguaje común para las finanzas sostenibles mediante un sistema de clasificación unificado de la UE que defina las actividades que pueden ser calificadas como sostenibles y que señale los ámbitos de mayor repercusión de cada uno de ellas (CNMV). Actualmente la Taxonomía se centra en el medioambiente y se espera que concluyan los trabajos de elaboración de una taxonomía social, o de inclusión de la dimensión social en una única taxonomía que incorpore ambas dimensiones.

las relacionas con la rentabilidad en el largo plazo. Por último, tras estudiar el comportamiento en escenarios de crisis, las empresas con elevadas calificaciones en ESG muestran una correlación positiva entre la inversión ESG y la baja volatilidad, lo que reduce su riesgo sistemático o de mercado de la empresa.

2. Revisión bibliográfica

La inversión en base a criterios ESG ha sido un tema muy analizado desde sus orígenes. Existen diferentes líneas de investigación que van desde conceptos más teóricos como sería el estudio de la evolución del propio concepto de sostenibilidad en el ámbito financiero o el análisis de las medidas regulatorias aplicadas referentes a esta temática hasta estudios más empíricos orientados principalmente al análisis de la rentabilidad y del riesgo de este tipo de inversiones.

Centrándonos en esta última corriente, encontramos distintos enfoques bajo los que se estudia la rentabilidad de la sostenibilidad. Algunos estudios analizan cómo la sostenibilidad afecta al rendimiento de las finanzas corporativas, mientras que otros están orientados al rendimiento de las inversiones sostenibles, ya sea mediante el estudio del comportamiento de índices bursátiles sostenibles o bien mediante el análisis de la rentabilidad de determinados instrumentos financieros. Algunos de estos estudios emplean comparativas de ratios de rentabilidad ajustada por riesgo como por ejemplo la ratio de Sharpe, la ratio de Treynor o el alpha de Jensen, otros tratan de mostrar la resiliencia de las inversiones sostenibles analizando su comportamiento en momentos de crisis y algunos tratan de demostrar que las inversiones sostenibles son más rentables en el largo plazo.

Así pues, vemos que se han elaborado numerosos y muy diversos estudios sobre la rentabilidad y el riesgo de las inversiones socialmente responsables. Por lo tanto, para analizar el estado de la cuestión de una manera más robusta y clara, vamos a diferenciar en esta monografía, tres tipos de estudios distintos.

2.1. RENTABILIDAD DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES

Se entiende como rentabilidad el incremento de valor de un activo (ROI o ROA), o bien a nivel empresarial, el incremento de los fondos propios (ROE). En este sentido, la teoría de gestión de carteras de Markowitz (1959) establece que al limitar el universo de inversiones se reduce la rentabilidad. Por lo tanto, cualquier filtro de ESG reduce la rentabilidad, ya que restringe el conjunto de alternativas del inversor.

La bibliografía actual analiza si realmente la sostenibilidad tiene algún efecto en la rentabilidad. Sin embargo, las conclusiones de estos estudios no son homogéneas. Bastantes estudios han demostrado que la sostenibilidad tiene un efecto neutro sobre la rentabilidad, algunos consideran que el efecto es negativo y otros, la mayoría, por el contrario, que el efecto es positivo. A continuación, profundizaremos en las conclusiones de algunos de estos estudios.

Bajo la perspectiva corporativa, cabe señalar que Hong y Kacperczyk (2009) demostraron que aquellas empresas no socialmente responsables, denominadas en el estudio como *sin stocks* o acciones del pecado, que son títulos de compañías que se dedican a actividades consideradas poco éticas, como es el caso del alcohol, tabaco, juego, entretenimiento adulto o armas, ofrecían rentabilidades mayores, ya que a corto plazo parecían presentar menos riesgos. Este trabajo está basado en otro trabajo previo de Heinkel et al. (2001) que desarrollaba un modelo en virtud del cual algunos inversores evitaban invertir en empresas socialmente no responsables, aunque dicho estudio tuvo una repercusión académica menor.

Posteriormente, Luo y Balvers (2017) profundizaron en los comportamientos de los inversores que no invertían en esas acciones del pecado, las cuales presentaban retornos promedios mayores debido a riesgos de litigación y prima de iliquidez, llegando a acuñar el concepto de inversores auto restringidos, esto es aquellos que deciden por voluntad propia no invertir en acciones del pecado a pesar de poder tener expectativas de retorno menores.

En paralelo, es interesante reseñar el trabajo de Statman y Glushkov (2009), que distingue entre empresas del pecado (e inversores en empresas del pecado), empresas sostenibles (e inversores en empresas sostenibles) y todos aquellos que no se encuentran ni en una ni en otra categoría, esto es, las empresas e inversores convencionales. Así, estos autores, analizaron los retornos de acciones de los tres bloques durante el periodo 1992–2007 para llegar a la conclusión de que aquellos inversores socialmente responsables presentaban ventajas de rendimiento en comparación con los inversores convencionales. Sin embargo, el rechazo de los inversores socialmente

2. Revisión bibliográfica

responsables a las empresas de pecado, les provocaba una desventaja en sus rendimientos.

Se ha comprobado que las empresas con puntuaciones ESG más bajas tienen peor comportamiento en bolsa que las empresas con puntuaciones ESG más altas (Kjerstensson y Nygren, 2019).

En cambio, según el estudio de Guerard (1997), tras analizar las rentabilidades de un universo de acciones cribadas en base a criterios ESG y las de un universo de acciones no cribadas, no existen diferencias significativas en términos de rentabilidad en el periodo de 1987–1994. En la misma línea, Ziegler et al. (2007) concluyeron que los índices sostenibles no presentaban diferencias significativas de rentabilidad respecto a los índices convencionales.

A pesar de ello, los estudios académicos que concluyen que las inversiones ESG generan retornos positivos superan con creces a aquéllos que encuentran que genera pérdidas (Auer y Schuhmacher, 2016). Por otro lado, la inversión en ESG afecta no sólo a la empresa en la cual se produce dicha inversión, sino también al contexto y al ecosistema del que participa dicha empresa, pudiendo favorecer el desarrollo sostenible del mismo (Herringer et al., 2009; Easton y Pinder, 2018). Otros estudios demostraron que las empresas más respetuosas con el medio ambiente se beneficiaban de una mayor rentabilidad bursátil que sus homólogas menos respetuosas (Derwall et al., 2004). Manrique y Martí-Ballester (2017) también ofrecen conclusiones similares a partir de una muestra que incluye 2.982 grandes empresas de países desarrollados y en desarrollo. Los estudios que analizan los índices bursátiles socialmente responsables y comparan su rendimiento ajustado por riesgo contra el de los índices bursátiles convencionales (Le Maux & Le Saout, 2004) demuestran, también, un mejor comportamiento por parte de los índices sostenibles.

Brogi y Lagasio (2019), utilizando datos de MSCI ESG KLD STATS de 2000 a 2016, aportan pruebas del impacto positivo de los ESG en la rentabilidad de las empresas estadounidenses, medido a través del ROA, especialmente para el sector bancario. Ortas et al. (2015) obtienen resultados similares para los casos de España, Francia y Japón, destacando el significativo impacto positivo de la aplicación de criterios ESG en los resultados financieros de

las empresas que adoptan el Pacto Mundial de las Naciones Unidas (UNGC). Los resultados de Aureli et al. (2020) confirman la relevancia de la divulgación de información ESG en el valor de mercado de las empresas para 55 empresas que cotizan en el Índice Mundial de Sostenibilidad Dow Jones. Del mismo modo, Giese et al. (2021) descubren, sobre la base de los datos MSCI ESG, que aportar información ESG a sus *stakeholders*, afecta positivamente no solo a la valoración de las empresas, sino también a sus resultados. Los autores incluso identifican los canales precisos para que ese impacto positivo se produzca, a saber: a través de menores costes de capital, mediante mayores valoraciones, con mayor rentabilidad y con menor exposición al riesgo de cola.

Bannier et al. (2019), estudiaron la rentabilidad de invertir de acuerdo con criterios ESG sobre una muestra de unas 2.300 empresas cotizadas en EEUU y Europa, entre 2003 y 2017, que pertenecían bien al índice S&P500 o al Stoxx Europe 600. Bannier, agrupó sus empresas en quintiles, desde el Q1 (calificaciones ESG más bajas) al Q5 (calificaciones ESG más altas), para encontrar que, tanto para la muestra europea como para la americana, invertir en las empresas más activas en ESG, no generaba retornos anormales, si bien invertir en los otros cuatro quintiles, si generaba un significativo α (rentabilidad adicional). Posteriormente, Bannier continuó analizando la relación entre el riesgo de la empresa, y las calificaciones ESG, encontrando que altos valores de ESG reducen el riesgo de la empresa, tanto en empresas europeas como americanas.

Ha sido suficientemente documentada la existencia de lo que se denomina un “*Greenium negativo*”, es decir una prima por riesgo negativa asociada a los valores con un mayor componente verde (de ahí el acrónimo “*greenium*”, o “*green premium*”) en su actividad empresarial. Esa prima de riesgo negativa se traduce en una sistemática mejor valoración de las compañías con un mayor componente verde (Alessi et al. 2019).

En la misma línea, también se encuentra correlación positiva entre los factores ESG y los rendimientos financieros en Pasquin-Descomps y Shaut, 2013; Liang y Renneboog, 2014; Tarmuji et al., 2016; Velte, 2017; Hamdan y Alareeni, 2020, entre otros. Otros investigadores sugirieron que las empresas que incorporan factores ESG reflejan una menor volatilidad en el rendimiento de sus acciones que sus competidores del mismo sector, que cada sector se ve

2. Revisión bibliográfica

estimulado de forma diferente por los factores ESG y que las empresas ESG aportan mayores rendimientos (Friede et al., 2015). Los autores Deng y Cheng (2019) concluyeron en su estudio empírico enfocado en China que la mejora de los índices ESG de las empresas puede mejorar notablemente su desempeño bursátil, y al mismo tiempo lograr una situación de “win - win” entre el valor social y el desarrollo empresarial. También Yuwen Dai (2021), encuentra que la inversión en índices de acciones ESG puede aumentar los rendimientos ajustados al riesgo y mejorar la diversificación de la cartera para el caso de China.

Siguiendo el mismo enfoque de estudio, Sherwood y Pollard (2018) hallan que los índices ESG en mercados emergentes presentan en muchos casos mejores retornos ajustados por riesgo que sus índices generales de mercado comparables.

Sin embargo, otros estudios encontraron una relación negativa entre ESG y rentabilidad (Friedman, 2009). De igual forma, en la investigación sobre una muestra de compañías pertenecientes al BSE 500 se identificó que, en la India, al ser una nación en desarrollo, altas divulgaciones voluntarias sobre ESG tienen un efecto adverso en el desempeño de las compañías debido al alto costo asociado con las causas y preocupaciones ambientales y sociales (Sharma & Thukral, 2015). Han et al. (2016) examinan las empresas que cotizan en el mercado de valores de Corea del Sur (KOSPI) en el período de 2008 a 2014 y observan una relación negativa entre inversión en ESG y rendimiento de la empresa. En la misma línea, en un estudio posterior en empresas de la India, sobre 43 empresas en el NIFTY 100 ESG, se demuestra que existe una correlación negativa entre las puntuaciones de medioambiente y gobernanza y los rendimientos (Meher et al., 2020), debido a que, o bien las puntuaciones de ESG en los informes de sostenibilidad de las empresas indias no eran adecuadas, o bien los inversores no tuvieron en cuenta las puntuaciones de ESG al invertir.

Finalmente, hay otros estudios que llevan a conclusiones diferentes, por ejemplo, sobre la ausencia de un impacto financiero (Landi & Sciarelli, 2019) o la presencia de efectos muy débiles de solo algunos de los pilares ESG (Miralles-Quirós et al., 2019). Ahlklo y Lind (2019) demuestran que no existe una relación significativa entre los criterios ESG y el desempeño financiero. Buallay et al. (2020) indican que la inversión en ESG afecta negativamente a los resultados operativos (medidos en forma de rendimiento de los

Figura 1. Estudios que analizan la relación entre la rentabilidad de la empresa y la utilización de criterios ESG

Relación ESG/ Rentabilidad	Estudio/ Metaestudio	País/Región	Período analizado
Las empresas que invierten en ESG mejoran rentabilidad	Derwall et al. (2004)	Estados Unidos	1995-2003
	Le Maux y Le Saout (2004)	Global	1997-2002
	Herringer et al. (2009)	Sudáfrica	2003
	Jo y Harjoto (2011)	Global	1993-2004
	Pasquin-Descomps y Shaut (2013)	Suiza	2003-2012
	Servaes y Tamayo (2013)	Estados Unidos	1991-2005
	Wu y Shen (2013)	Global	2003-2009
	Liang y Renneboog (2014)	Global	1999-2011
	Ortas et al. (2015)	España, Francia y Japón	2008-2013
	Auer y Schuhmacher (2016)	Asia Pacífico, Estados Unidos y Europa	2004-2012
	Broman y Lundqvist (2016)	Suecia	2012-2015
	Tarmuji et al. (2016)	Malasia y Singapur	2010-2014
	Manrique y Martí-Ballester (2017)	Desarrollados y En desarrollo	2008-2015
	Velte (2017)	Alemania	2010-2014
	Sherwood y Pollard (2018)	Emergentes	2007-2016
	Alessi et al. (2019)	Europa	2006-2018
	Brogi y Lagasio (2019)	Estados Unidos	2000-2016
	Deng y Cheng (2019)	China	2011
	Kjerstensson y Nygren (2019)	Suecia, Noruega, Finlandia y Dinamarca	2009-2019
	Aureli et al. (2020)	Global	2009-2016
Empresa ESG empeora la rentabilidad	Hamdan y Alareeni (2020)	Estados Unidos	2009-2018
	Sadiq et al. (2020)	Malasia	2011-2019
	Giese et al. (2021)	Global	2006-2019
	Whelan et al., (2021)	Global	2015-2020
	Yuwen Dai (2021)	China	2013-2020
	Brammer et al. (2006)	Reino Unido	2002-2005
	Baron et al. (2011)	Estados Unidos	1996-2004
	Hawn (2012)	Global	2002-2008
	Sharma y Thukral (2015)	India	2014-2015
	Han et al. (2016)	Corea	2008-2014
El grado de ESG no afecta a la rentabilidad	Meher et al. (2020)	India	2014-2018
	Guerard (1997)	Global	1987-1994
	Ziegler et al. (2007)	Europa	1996-2001
	Hong y Kacperczyk (2009)	Estados Unidos	1962-2006
	Statman y Glushkov (2009)	Global	1992-2007
	Garcia-Castro et al. (2010)	Global	1991-2005
	Cornett et al. (2014)	Global	2003-2011
	Ahlklo y Lind (2019)	Suecia, Noruega, Finlandia y Dinamarca	2014-2018
	Bannier et al. (2019)	Estados Unidos y Europa	2003-2017
	Landi y Sciarelli (2019)	Italia	2007-2015
	Miralles-Quirós et al. (2019)	Global	2010-2015
	Buallay et al. (2020)	Países mediterráneos	2008-2017

2. Revisión bibliográfica

activos o ROA) y de mercado (medido con la Q de Tobin), pero no afecta a los resultados financieros (medidos como rendimiento de los fondos propios o ROE).

En la Figura 1 se agrupan los estudios mencionados en base a sus conclusiones sobre si las empresas consideradas ESG presentan o no una mayor rentabilidad, cuál es la zona geográfica analizada y el período de análisis.

La bibliografía sobre inversión en base a criterios ESG se centra en gran medida en productos como los fondos de inversión, los fondos de pensiones y los índices, y suele proporcionar pruebas de relación entre rentabilidad y criterios de inversión ESG, contradictorias (véase, por ejemplo, Abate et al., 2021; Renneboog et al., 2008; Belghitar et al., 2017).

El resto de estudios centrados en la comparativa en el rendimiento de los fondos de inversión que aplican criterios ESG y los fondos tradicionales no muestran diferencias significativas (Hamilton y Statman, 1993; Mallin et al., 1995; Kurtz y DiBartolomeo, 1996; Bauer, 2005; Balaguer-Franch, 2007; Halbritter y Dorfleitner, 2015). En la misma línea, un estudio de Morgan Stanley (2019) que analiza el rendimiento de los fondos de inversión entre 2004-2018 llega a la misma conclusión de que no hay diferencias significativas, en los retornos totales medios entre los fondos sostenibles y los tradicionales, aunque los fondos sostenibles tienen menor riesgo de mercado y son más estables en épocas de crisis.

Renneboog et al. (2008) encontraron que los fondos socialmente responsables en muchos países de Europa, América del Norte y Asia-Pacífico tenían un rendimiento muy inferior a las carteras de referencia nacionales. En la misma línea Geczy et al. (2005) demuestran que el coste de invertir en empresas ESG provoca un menor rendimiento. Posteriormente,

Riedl y Smeets (2017), en base a un estudio de comportamiento de inversores europeos entre 2006 y 2012; vieron que los inversores socialmente responsables están dispuestos a renunciar incluso al rendimiento financiero para invertir de acuerdo con sus preferencias sociales. Y por lo tanto el rendimiento era menor al de los fondos de renta variable convencionales.

En este sentido, Jin (2020), realizó un estudio que se basaba en la construcción de carteras con fondos que siguieran criterios ESG con el objetivo de reducir el riesgo excluyendo los fondos de inversión de baja puntuación ESG. Se analizó el rendimiento de una cartera formada por fondos de renta variable de Estados Unidos y se recopilaron datos de 2354 fondos durante 20 años (1999-2018). El análisis empírico concluye que las carteras más concentradas en fondos con elevada puntuación de ESG ofrecían menores rendimientos pero, con menor volatilidad en relación con las carteras de fondos de baja puntuación ESG y en segundo lugar, el riesgo específico de las carteras disminuye en la medida en que se eliminan alrededor del 50% de los fondos con baja puntuación ESG del universo elegible.

Y en un estudio más reciente, usando ratings ESG sobre el nivel de sostenibilidad y rendimiento de los fondos de inversión en Europa (Abate et alt, 2021), sobre una muestra de 634 fondos europeos, se demuestra un mejor comportamiento en los fondos que invierten en activos con elevado rating ESG, y, por lo tanto, que existe una relación positiva entre el rendimiento ESG y el rendimiento financiero. En este sentido, alertan de que la atención a las políticas ESG también debería ser una preocupación primordial para las empresas, ya que los gestores de fondos de inversión dan importancia a los criterios ESG, especialmente para aquellos que ofrecen a los inversores un rendimiento superior ajustado al



2. Revisión bibliográfica

riesgo. En consecuencia, las empresas que emplean estrategias de sostenibilidad deberían prestar atención a sus informes de responsabilidad social corporativa y solicitar una calificación de ESG para que los gestores de fondos se fijen en ellas y, por tanto, incrementen el valor para los accionistas.

En la Figura 2 se agrupan los estudios mencionados en función a sus conclusiones sobre si los fondos gestionados en base a consideraciones ESG presentan o no una mayor rentabilidad, la zona geográfica de estudio y el periodo de análisis.

Figura 2. Relación entre la rentabilidad de los Fondos ESG y la rentabilidad de los fondos tradicionales

Relación ESG/ Rentabilidad	Estudio/Metaestudio	País/Región	Período analizado
Los Fondos ESG tienen una mejor rentabilidad	Abate et al. (2021)	Europa	2014-2019
Los Fondos ESG tienen una peor rentabilidad	Geczy et al. (2005)	Estados Unidos	1963-2001
	Renneboog et al. (2008)	Global	1991-2003
	Riedl y Smeets (2017)	Holanda	2006-2012
	Jin (2020)	Estados Unidos	1999-2018
El grado de ESG de los fondos no afecta a su rentabilidad	Hamilton y Statman (1993)	Estados Unidos	1981-1990
	Mallin et al. (1995)	Reino Unido	1986-1993
	Kurtz y DiBartolomeo (1996)	Estados Unidos	1990-1993
	Bauer (2005)	Alemania, Reino Unido y Estados Unidos	1990-2001
	Balaguer-Franch (2007)	España	2004
	Halbritter y Dorfleitner (2015)	Estados Unidos	1991-2012
	Belghitar et al. (2017)	Reino Unido	2001-2011
	Lundgren y Olin (2019)	Suecia	2009-2018
	Morgan Stanley (2019)	Global	2004-2018

Finalmente cabe señalar las aportaciones de los meta-estudios que, durante décadas, han examinado la relación entre ESG y el rendimiento financiero, aunque todos los artículos que abarcan fueron escritos antes de 2015 (Friede et al., 2015; Easton y Pinder, 2018). En este sentido cabe destacar un meta-estudio más reciente del Centro Stern de Negocios Sostenibles de la NYU y *Rockefeller Asset Management* donde se analizan los estudios publicados en el periodo del 2015 a 2020, cuando se ha asistido a un crecimiento exponencial de la inversión en ESG y de su impacto (Whelan et al., 2021). En dicho estudio se analizaron alrededor de 1.000 estudios que encontraron una relación positiva entre ESG y rendimiento financiero (ROA, ROE o precio de mercado) en el 58% de los

casos, en un 13% de los casos el impacto era neutro, en un 21% de los estudios los resultados son mixtos (el mismo estudio obtiene resultados positivos, neutros o negativos), y en un 8% la relación era negativa. El meta-estudio se centró también en el rendimiento desde la perspectiva de un inversor, generalmente medidas en base a métricas como la alfa o la ratio de Sharpe en una cartera de acciones, para determinar si había alguna diferencia en los resultados. Los resultados fueron que el 59% de estudios mostró un rendimiento similar o mejor, mientras que sólo el 14% encontró resultados negativos, de forma muy similar a lo mencionado más arriba.

2.2. EFECTO SOBRE LA RENTABILIDAD DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES SEGÚN EL HORIZONTE TEMPORAL

Otro aspecto al que se hace alusión al analizar la rentabilidad de las finanzas sostenibles es el horizonte temporal; por lo general, la comparación de las inversiones en activos ESG y convencionales demuestra que en largo plazo son más rentables las inversiones sostenibles.

Por lo que respecta a las inversiones y a la gestión de activos y fondos de inversión, se demostró que las inversiones sostenibles son, a corto plazo, menos rentables pero que parecen presentar riesgos menores. En cambio, las inversiones menos sostenibles deberían ser, a corto plazo, más rentables para compensar su mayor nivel de riesgo, ya que en caso contrario no podrían atraer inversores (Sanz, 2021). Sin embargo, a largo plazo, la bibliografía revisada indica una mejor rentabilidad por parte de las inversiones sostenibles.

Según se demuestra en el estudio de Kotsantonis et al. (2019) los volúmenes de negociación y los precios de las acciones muestran reacciones anormales y significativas a las presentaciones de los planes a largo plazo de las empresas, demostrando así que el mercado reacciona positivamente a los compromisos y estrategias a largo plazo.

Desde el punto de vista corporativo, estudios como el de Dorfleitner, Utz y Wimmer (2018) demuestran que las empresas con fuertes políticas de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) presentan un mejor desempeño en el medio y largo plazo, de manera

2. Revisión bibliográfica

que los gestores de activos pueden esperar retornos anómalos al invertir en empresas con políticas sólidas de RSC y mantener las acciones de dichas empresas durante un periodo más largo. En este sentido, varios estudios demuestran que la aplicación de políticas de RSC genera un impacto positivo en la rentabilidad de las empresas (Waddock y Graves, 1997; Roman, Hayibor y Agle, 1999; Mahoney y Roberts, 2007). Por lo tanto, invertir en empresas con sólidas políticas de RSC podría suponer un mejor rendimiento a largo plazo. Edmans (2011) aporta otra evidencia a esta línea de investigación demostrando la existencia de una clara relación positiva entre la satisfacción de los empleados y la rentabilidad de las acciones a largo plazo. Al tratar la satisfacción de los empleados como un criterio de inversión responsable, Edmans concluye que aplicar este tipo de criterios es rentable en el largo plazo.

Según las conclusiones de Giese et al. (2021), tras analizar los indicadores de cuestiones clave más comunes que subyacen bajo los pilares ESG, los indicadores de gobernanza tienen una mayor importancia en el corto plazo porque tienden a materializarse como eventos de riesgo que afectan inmediatamente a los precios de las acciones, sin embargo, los indicadores ambientales y sociales evolucionan más lentamente y por tanto son más significativos en el largo plazo. Analizando los tres pilares en su conjunto, la relevancia de sus indicadores también muestra una mayor relevancia en el largo plazo. Los resultados del análisis de Hang et al. (2019) también soportan esta conclusión; al demostrar que la causalidad entre el rendimiento medioambiental y el rendimiento financiero depende del horizonte temporal. El aumento del desempeño ambiental no tiene un efecto a corto plazo sobre el desempeño financiero de una empresa, mientras que una empresa se beneficia significativamente a largo plazo.

En un estudio reciente, Ferrat et al. (2022) examinan los rendimientos transversales de las empresas estadounidenses y europeas líderes y rezagadas en materia de sostenibilidad entre 2007 y 2019 y determinan que, aunque no es estadísticamente significativo, el diferencial de retraso de la ISR es ligeramente positivo a corto plazo y significativamente negativo en horizontes largos y aumenta con el tiempo. De manera que las empresas líderes en ESG pueden tener un rendimiento ligeramente inferior a corto plazo pero muy superior a largo plazo.

Figura 3. Relación entre el horizonte temporal y la rentabilidad de las finanzas sostenibles

Horizonte temporal	Estudio/Metaestudio	País/Región	Período analizado
Las finanzas sostenibles tienen un mejor desempeño en el largo plazo	Dhaliwal et al. (2011)	Estados Unidos	1993-2007
	Edmans (2011)	Estados Unidos	1984-2009
	Dorfleitner, Utz y Wimmer (2018)	Estados Unidos / Canadá	2002-2014
	Hang et al. (2019)	Global	Meta-Estudio
	Kotsantonis et al. (2019)	Estados Unidos	2017-2018
	Giese, Nagy y Lee (2021)	Global	2006-2019
	Sanz (2021)	Global	Meta-Estudio
	Ferrat, Daty y Burlacu (2022)	Estados Unidos y Europa	2007-2019

2.3. EFECTO DE LAS ÉPOCAS DE CRISIS SOBRE LA RENTABILIDAD DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES

En épocas de crisis, los inversores solían refugiarse en valores seguros de probada eficacia, como el oro o los bonos del Estado a largo plazo, mientras que la inversión sostenible se consideraba una moda en tiempos de incertidumbre. Sin embargo, algunos estudios demuestran la resiliencia de las finanzas sostenibles en todo tipo de situaciones.

Comenzando por el mercado de acciones, se ha analizado el comportamiento de las empresas consideradas sostenibles en escenarios de crisis y se ha demostrado que éstas suelen tener un mejor rendimiento que el resto. Durante la crisis financiera de 2008-2009, las empresas con un alto capital social, medido por la intensidad de la responsabilidad social corporativa (RSC), tuvieron rendimientos bursátiles entre cuatro y siete puntos porcentuales más altos que las empresas con bajo capital social (Lins et al., 2017). De hecho, estos resultados están alineados a los obtenidos por Shafer y Szado (2020) del periodo 2009-2015, en los que demuestran que las mejores prácticas ESG dan lugar a una menor volatilidad implícita, lo que significa que los inversores ven las prácticas ESG como una protección contra los eventos de cola izquierda asociados a las empresas que muestran un mal rendimiento ESG. Sin embargo, estudios que analizan el periodo de 2010 a 2019 no llegaron a resultados que permitieran afirmar que las empresas con mejores prácticas ESG tuviesen una menor volatilidad. Por ejemplo, no se encontraron evidencias de que para las empresas que componen

el Eurostoxx50 la volatilidad de los resultados pudiese explicarse mediante la correlación con los factores ESG y que, suponía, por tanto, que podría deberse a otros factores (La Torre et al., 2020). Otro estudio, pese a demostrar una correlación negativa entre las variables ESG y la volatilidad, determina que no es posible definir un modelo fiable para predecir la volatilidad en base a las variables ESG y por lo tanto las variables ESG no podrían considerarse variables explicativas de la volatilidad (Meher et al., 2020).

De acuerdo a Jacobsen et al. (2019), las carteras de valores ESG con alfa positiva tienen características de rentabilidad-riesgo comparables a las de las carteras de valores no ESG con alfa positiva. En el caso de las carteras sin alfa estadísticamente significativas, las carteras de valores ESG tienen una volatilidad residual menor que las carteras de valores no ESG. Los resultados de Cerqueti et. al. (2021) muestran que para los fondos con altas clasificaciones ESG, la pérdida es menor y estadísticamente significativa en la mayoría de los tramos analizados en el período de 2016 a 2018.

Este favorable comportamiento de los activos financieros “verdes”, tanto en acciones como en bonos, se ha demostrado especialmente efectivo en el marco de la crisis desencadenada por la COVID-19, que ha provocado intensas caídas en la mayoría de los mercados de valores. Pues bien, esas caídas han sido significativamente menores en el caso de los valores más alineados con la sostenibilidad y el cambio climático. En ese contexto cabe destacar el favorable comportamiento diferencial de aquellas compañías con un perfil de sostenibilidad robusto desde el punto de vista ESG. Analizando tres familias de índices sostenibles, tanto en un ámbito global, como en Estados Unidos, Europa, o los países emergentes, los índices de acciones con un mayor componente verde en sus integrantes, han registrado un descenso de precios sustancialmente inferior al de los agregados de mercado (Berges y Ontiveros, 2021).

En la misma línea Broadstock et al. (2020) examinan el comportamiento de los inversores durante la crisis del COVID-19 utilizando el caso de empresas chinas que componen el CSI300, y muestran que (i) las carteras con alto nivel de ESG generalmente superan a las carteras con bajo nivel de ESG (ii) el rendimiento ESG

mitiga el riesgo financiero durante la crisis financiera y (iii) el papel del rendimiento ESG se atenúa en tiempos “normales”, confirmando su importancia incremental durante los tiempos de crisis.

En un estudio de septiembre de 2020, Tan y Moshinsky, midieron los rendimientos de las inversiones en función de su propia calificación ESG en relación con el índice MSCI All Country World. El estudio descubrió que las empresas situadas en la parte superior de nuestra escala de calificación ESG superaron a las que tenían calificaciones más débiles en todos los meses de enero a septiembre de este año, excepto en abril. La diferencia acumulada en los rendimientos relativos de los dos grupos se amplió al 17% durante ese periodo.

Finalmente, los estudios que comparan el comportamiento de índices financieros tradicionales con sus análogos sostenibles también muestran una correlación entre la sostenibilidad y la baja volatilidad como en el estudio de Blackrock (Hildebrand et al., 2018), en especial en los mercados emergentes. De hecho, también demostraron que, en el primer trimestre de 2020, durante la crisis del COVID-19, el 94% de los índices sostenibles analizados superaron el rendimiento de sus análogos tradicionales (Hildebrand et al., 2020).

Figura 4. Comportamiento en periodos de crisis de las Finanzas Sostenibles

Comportamiento en periodos de crisis	Estudio/ Metaestudio	País/Región	Período analizado
Las finanzas sostenibles reaccionan mejor en situaciones de crisis	Lins et al. (2017)	Estados Unidos	2008-2009
	Hildebrand et al. (2018)	Estados Unidos	2010-2018
	Brian et al. (2019)	Global	2006-2008
	Shafer y Szado (2020)	Global	2009-2015
	Broadstock et al. (2020)	China	2015-2020
	Tan y Moshinsky (2020)	Global	2020
	Hildebrand et al. (2020)	Global	2020
	Cerqueti et. al. (2021)	Global	2016-2018
	Berges y Ontiveros (2021)	Global	2020
	La Torre et al. (2020)	Europa	2010-2018
Las finanzas sostenibles no muestran diferencias en su reacción a situaciones de crisis	Meher et al. (2020)	India	2014-2018



3. Conclusiones

En la revisión bibliográfica se han observado diferentes términos para describir las inversiones en ESG, como inversión socialmente responsable (ISR), inversión sostenible e inversión de impacto. En este documento, hemos entendido la inversión en ESG en términos de los factores ESG (medioambiente, social y de gobernanza), que mejoran el valor de la empresa por encima de un retorno financiero.

De la revisión bibliográfica realizada sobre 42 estudios que han analizado si la sostenibilidad tiene algún efecto en la rentabilidad, se ha demostrado que las conclusiones de estos estudios no son homogéneas, bastantes estudios han demostrado que la sostenibilidad tiene un efecto nulo sobre la rentabilidad (26%), algunos consideran que el efecto es negativo (14%) y la mayoría, por el contrario, que el efecto es positivo (59%). Este análisis nos permite identificar una variable relevante a la hora de evaluar la relación entre sostenibilidad y rentabilidad, que es el tipo de país o región, ya que en gran medida los estudios que revelan una relación positiva corresponden a economías desarrolladas con altos potenciales de inversión en ESG, mientras que se evidencia una relación negativa en regiones

geográficas en vía de desarrollo o subdesarrolladas. Cabe señalar que, entre los estudios que han obtenido una relación negativa el 33,33% eran de la India, que al ser una nación en desarrollo, conocemos que las altas divulgaciones voluntarias en materia ESG, tienen un efecto adverso en el rendimiento de las compañías debido al alto coste asociado con las causas y preocupaciones ambientales y sociales. Estos resultados estarían en la misma línea del meta-estudio de Whelan et al., (2021), que habían encontrado una relación positiva entre las inversiones ESG y rendimiento financiero en el 58% de los casos, un 13% de la muestra el impacto había sido neutro, y en un 8% la relación había sido negativa.

Sin embargo, las conclusiones de los 14 estudios que han analizado la rentabilidad de los fondos de inversión que invierten bajo criterios de ESG, el resultado obtenido ha sido que en un 7% mejoran la rentabilidad, 28% empeora y la mayoría, un 65%, no muestra una diferencia significativa en su rendimiento.

En relación al horizonte temporal, la totalidad de estudios analizados concluyen un mejor comportamiento de las finanzas sostenibles en el largo plazo, debido a la reacción positiva de los

3. Conclusiones

mercados a los compromisos, políticas de RSC y estrategias a largo plazo.

Por último, en la bibliografía relacionada con la resiliencia de las inversiones sostenibles, las empresas con elevadas calificaciones en ESG muestran una correlación positiva entre la inversión ESG y la baja volatilidad, lo que reduce su riesgo sistémico o de mercado de la empresa. Esto explicaría que en momentos de caídas en los mercados estas acciones no sufren bajadas tan fuertes, pero que, en momentos de subidas en los mercados, las empresas con mejor calificación ESG muestran unos incrementos más contenidos. Sin embargo, las conclusiones respecto a este punto no son unánimes, existen ciertas divergencias en los resultados obtenidos; mientras que el 82% de los estudios revisados concluye una mayor resiliencia por parte de las inversiones sostenibles, un 18% determina que las finanzas sostenibles no muestran diferencias en su reacción a situaciones de crisis respecto a las inversiones convencionales. Consideramos que para evaluar las conclusiones de dichos estudios es importante tener en cuenta

el periodo revisado, de manera que se considere el número de los eventos de crisis que se han producido en dicho periodo y su gravedad, así como el área geográfica analizada.

Este trabajo pone de relieve al menos dos líneas de investigación futuras. En primer lugar, dada la concentración de estudios globales o en países anglosajones, consideramos interesante estudiar el comportamiento de las inversiones sostenibles en otras áreas geográficas con tal de identificar la correlación entre las inversiones en ESG y la rentabilidad de las acciones o fondos de inversión de renta variable tradicionales. En segundo lugar, consideramos relevante el estudio de cómo la normativa europea afectará al mercado de las finanzas sostenibles. Por un lado, comparando Europa con otras regiones geográficas cuya regulación no sea tan exigente. Y por otro lado, sería interesante analizar si la nueva normativa obligará a cambiar la composición de las carteras consideradas ESG en relación a las actuales y cuál puede ser su impacto en la rentabilidad.

4. Bibliografía

- Abate, G., Basile, I., & Ferrari, P. (2021). The level of sustainability and mutual fund performance in Europe: An empirical analysis using ESG ratings. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.
- Aguinis, H., & Glavas, A. (2019). On corporate social responsibility, sensemaking, and the search for meaningfulness through work. *Journal of management*, 45(3), 1057-1086.
- Ahllo, Y., & Lind, C. (2019). E, S or G? A study of ESG score and financial performance.
- Alessi, L., Ossola, E., y Panzica, R. (2019). The Greenium matters: greenhouse gas emissions, environmental disclosures, and stock prices, Working Papers 2019-12, Joint Research Centre, European Commission.
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- 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.
- Aureli, S., Gigli, S., Medei, R., & Supino, E. (2020). The value relevance of environmental, social, and governance disclosure: Evidence from Dow Jones Sustainability World Index listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 43-52.
- Balaguer-Franch, M. (2007). La inversión socialmente responsable y la responsabilidad social empresarial en los mercados financieros: una aplicación a las instituciones gestoras en España (Socially Responsible Investment and Corporate Social Responsibility in Financial Markets: Application to Investment Management Companies in Spain).
- Bannier, C. E., Bofinger, Y., & Rock, B. (2019). Doing safe by doing good: ESG investing and corporate social responsibility in the US and Europe (No. 621). CFS Working Paper Series.
- Baron, D. P., Harjoto, M. A., & Jo, H. (2011). The economics and politics of corporate social performance. *Business and Politics*, 13(2), 1-46.
- Bauer, R., Koedijk, K., Otten, R., 2005. International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking and Finance* 29, 1751-1767.
- Belghitar, Y., Clark, E., & Deshmukh, N. (2017). Importance of the fund management company in the performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Financial Research*, 40(3), 349-367.
- Berges, A. y Ontiveros, E. (2021). El Green New Deal y las finanzas sostenibles en Europa. *Revista DIECISIETE*. N°5. Madrid, pp. 17-32.
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG Ratings:(Dis) agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426-1445.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial management*, 35(3), 97-116.
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance research letters*, 38, 101716.
- Brogi, M., & Lagasio, V. (2019). Environmental, social, and governance and company profitability: Are financial intermediaries different?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(3), 576-587.
- Broman, H., & Lundqvist (2016). Socially Responsible Investing: How sustainability can be used as an opportunity to achieve higher returns. Master Thesis. Stockholm School of Economics.
- Buallay, A., Kukreja, G., Aldhaen, E. S., & Al Mubarak, M. (2020). Corporate Social Responsibility Disclosure and Firms's Performance in Mediterranean Countries a Stakeholders's Perspective. *Research gate*, 17.
- Cerqueti, R., Ciciretti, R., Dalò, A., & Nicolosi, M. (2021). ESG investing: A chance to reduce systemic risk. *Journal of Financial Stability*, 54, 100887.
- CNMV, Plan de Acción de la Comisión Europea. <http://www.cnmv.es/portal/Finanzas-Sostenibles/Plan-accion-CE.aspx>



4. Bibliografía

- Cornett, M. M., Erhemjamts, O., & Tehranian, H. (2014). Corporate social responsibility and its impact on financial performance: Investigation of US commercial banks. Unpublished manuscript.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100.
- Deng, X., & Cheng, X. (2019). Can ESG Indices Improve the Enterprises' Stock Market Performance? An Empirical Study from China. *Research Gate*, 20.
- Derwall, J., Bauer, R., Guenster, N., & Koedijk, K. C. (2004). Socially Responsible Investing: The Eco-Efficiency Premium Puzzle. Available at SSRN 551590.
- Dorfleitner, G., Utz, S., & Wimmer, M. (2018). Patience pays off—corporate social responsibility and long-term stock returns. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 8(2), 132-157. doi:10.1080/20430795.2017.1403272.
- Easton, S., & Pinder, S. (2018). Theory and empirical evidence on socially responsible investing and investment performance: Implications for fund trustees and their members.
- Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*.
- Engle, R. F., III, Giglio, S., Kelly, B., Lee, H., & Stroebe, J. (2020). Hedging climate change news. *The Review of Financial Studies*, 33(3), 1184– 1216. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz072>.
- Ferrat, Y., Daty, F., & Burlacu, R. (2022). Short- and long-term effects of responsible investment growth on equity returns. *Journal of Risk Finance*, 23(1), 1-13. doi:10.1108/JRF-07-2021-0107
- 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. (2009). *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press.
- Garcia-Castro, R., Arino, M. A., & Canela, M. A. (2010). Does social performance really lead to financial performance? Accounting for endogeneity. *Journal of Business Ethics*, 92(1), 107-126.
- Geczy, C., Stambaugh, R. F., & Levin, D. (2005). Investing in socially responsible mutual funds. Available at SSRN 416380.
- Giese, G., Nagy, Z., & Lee, L. -. (2021). Deconstructing ESG ratings performance: Risk and return for E, S, and G by time horizon, sector, and weighting. *Journal of Portfolio Management*, 47(3), 95-111. doi:10.3905/JPM.2020.1.198.
- Górka, J., & Kuziak, K. (2022). Volatility modeling and dependence structure of ESG and conventional investments. *Risks*, 10(1), 20. doi:<http://dx.doi.org/10.3390/risks10010020>
- GSIA (2020). “Global Sustainable Investment Review 2020”.
- Guerard, J., 1997. Is there a cost to being socially responsible in investing? *Journal of Investing* 6, 11-18
- Haigh, M., & Hazelton, J. (2004). Financial markets: a tool for social responsibility?. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 59-71.
- Halbritter, G., & Dorfleitner, G. (2015). The wages of social responsibility—Where are they? A critical review of ESG investing. *Review of Financial Economics*, 26, 25-35
- Hamdan, A., & Alareeni, A. (2020). ESG Impact on Performance of US SP 500 Listed Firms. *Research Gate*, 22. Obtenido de www.researchgate.net
- Hamilton, S., Jo, H., & Statman, M. (1993). Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds. *Financial Analysts Journal*, 49(6), 62-66.
- Han, J. J., Kim, H. J., & Yu, J. (2016). Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea. *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, 1(1), 61-76.
- Hang, M., Geyer-Klingenberg, J., & Rathgeber, A. W. (2019). It is merely a matter of time: A meta-analysis of the causality between environmental performance and financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 257-273. doi:10.1002/bse.2215.
- Hawn, O. V. (2012). Do actions speak louder than words? The case of corporate social responsibility (CSR). In *Academy of Management Proceedings* (Vol. 2012, No. 1, p. 14137). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- Heinkel, R., Kraus, A., y Zechner, J. (2001). “The Effect of Green Investment on Corporate Behavior”, en *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4),

4. Bibliografía

- 431-449, 2001.
- Herringer, A., Firer, C., & Viviers, S. (2009). Key challenges facing the socially responsible investment (SRI) sector in South Africa. *Investment Analysts Journal*, 38(70), 11-26.
- Hildebrand, P., Deese, B., Mateos y Lago, I. (2018). Sustainable investing: a “why not” moment. *BlackRock Global Insights*.
- Hildebrand, P., Kushel, R., Bertolotti, A., Deese, B., Weinberg, C. (2020). Sustainable investing: Resilience amid uncertainty. *BlackRock*.
- Hong Harrison y Kacperczyk Marcin (2009). “The price of sin: The effects of social norms on markets,” *The Journal of Financial Economics*, 93(1), 15–36.
- IEAF-FEF (2021). El rol de las finanzas en una economía sostenible. Directores: J.L. Blasco y J.C. Delrieu. Papeles de la Fundación num.60.
- INVESTING, P. B. O. S. (2020). Sustainable investing. *Sustainable Investing: A Path to a New Horizon*. Blackrock.
- Jacobsen B, Lee W, Ma C. The Alpha, Beta, and Sigma of ESG: Better Beta, Additional Alpha? *Journal of portfolio management*. 2019;45(6):6–15.
- Jin, I. (2020). ESG-screening and factor-risk-adjusted performance: The concentration level of screening does matter. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-21.
- Jiménez, J. M. L., & Muñoz, A. Z. (2021). La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles (Vol. 1263). ARANZADI/CIVITAS.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 103(3), 351-383.
- Kjerstensson, L., & Nygren, H. (2019). ESG Rating and Corporate Bond Performance: An analysis of the effect of ESG rating on yield spread.
- Koh, P. S., Qian, C., & Wang, H. (2014). Firm litigation risk and the insurance value of corporate social performance. *Strategic Management Journal*, 35(10), 1464-1482.
- Kotsantonis, S., Rehnberg, C., Serafeim, G., Ward, B., & Tomlinson, B. (2019). The economic significance of long-term plans. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 22-33.
- Kurtz, L., & DiBartolomeo, D. (1996). Socially screened portfolios: an attribution analysis of relative performance. *Journal of Investing*, 5(3), 35-41.
- La Torre M, Mango F, Cafaro A, Leo S. Does the ESG Index Affect Stock Return? Evidence from the Eurostoxx50. *Sustainability*. 2020; 12(16):6387.
- Landi, G., & Sciarelli, M. (2018). Towards a more ethical market: the impact of ESG rating on corporate financial performance. *Research Gate*, 25.
- Le Maux, J., & Le Saout, E. (2004). The performance of sustainability indexes. *Finance India*, 18, 737.
- Liang, H., & Renneboog, L. (2014). Finance and society: On the foundations of corporate social responsibility.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824.
- Luo, H. A. y Balvers, R. (2017). “Social Screens and Systematic Investor Boycott Risk”, en *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(1), 365–399.
- Lundgren, J., & Olin, R. (2019). Ethical Fund Performance-A matched pair analysis of the Swedish fund market.
- Mahoney L, Roberts RW. Corporate social performance, financial performance and institutional ownership in Canadian firms. *Accounting forum*. 2007;31(3):233–53.
- Mallin, C. A., B. Saadouni and R. J. Briston: 1995, The Financial Performance of Ethical Investment Fund, *Journal of Finance and Accounting* 22(4), 483–496.
- Manrique, S., & Martí-Ballester, C. P. (2017). Analyzing the effect of corporate environmental performance on corporate financial performance in developed and developing countries. *Sustainability*, 9(11), 1957.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?. *Strategic management journal*, 21(5), 603-609.
- Meher, B. K., Hawaldar, I. T., Mohapatra, L., Spulbar, C., & Birau, R. (2020). The Effects of Environment, Society and Governance Scores on Investment Returns and Stock Market Volatility. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10(4), 234–239. Retrieved from <https://www.econjournals.com/index.php/ijeeep/article/view/9311>
- Mikołajek-Gocejna, M. (2018). The Environmental,

4. Bibliografía

- Social and Governance Aspects of Social Responsibility Indices—A Comparative Analysis of European SRI Indices. *Comparative Economic Research*. Central and Eastern Europe, 21(3), 25–44.
- Morgan Stanley (2019). Sustainable reality. Analyzing Risk and Returns of Sustainable Funds. Institute for sustainable investing.
 - Ortas, E., Álvarez, I., & Garayar, A. (2015). The environmental, social, governance, and financial performance effects on companies that adopt the United Nations Global Compact. *Sustainability*, 7(2), 1932–1956.
 - Pasquin-Descomps, H., & Shaut, J.-M. (2013). ESG Impact on a Firm's Performance in Switzerland. *Research Gate*, 26.
 - Prado Martínez, D. D. ¿ Influye la inversión socialmente responsable de los países en su nivel de desarrollo sostenible? Evidencia empírica en Europa (2015-2017)= Does the socially responsible investment of the countries influence on their level of sustainable development? Empirical evidence in Europe (2015-2017).
 - 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.
 - Revelli, C. (2016). Re-embedding financial stakes within ethical and social values in socially responsible investing (SRI). *Research in International Business and Finance*, 38, 1–5.
 - Raza, S. (2018), Institutional Investors Focus On ESG, Alternatives As Volatility Returns. from:<https://www.valuwalk.com/2018/02/institutional-investors-focus-esg-alternative-investments-volatility-returns>.
 - Roman RM, Hayibor S, Agle BR. The Relationship between Social and Financial Performance: Repainting a Portrait. *Business & society*. 1999;38(1):109–25.
 - Riedl, Arno. y Smeets, Paul (2017). “Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?” *The Journal of Finance*, 72(6), 2505–2550.
 - Sampedro Torres-Quevedo, M. (2018). Aplicación de los criterios de ESG en renta variable cotizada europea y elaboración de carteras.
 - Sanz, J. (2021). Comportamiento diferencial en mercados de capitales de empresas sostenibles. Una mirada a las empresas emisoras de bonos verdes.
 - Sauer, D. A. (1997). The impact of social-responsibility screens on investment performance: Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund. *Review of Financial Economics*, 6(2), 137–149.
 - Schopohl, L. (2017). The Materiality of Environmental and Social Shareholder Activism—Who cares?!. Available at SSRN 2991544.
 - Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management science*, 59(5), 1045–1061.
 - Shafer M, Szado E. Environmental, social, and governance practices and perceived tail risk. *Accounting and finance (Parkville)*. 2020;60(4):4195–224.
 - Sharma, D., & Thukral, S. (2015). Do Social, Environmental and Governance Concerns Reward Value to Firms? An Investigation of BSE-500 listed Firms. *Research Gate*, 7.
 - Sherwood, M. W., & Pollard, J. L. (2018). The risk-adjusted return potential of integrating ESG strategies into emerging market equities. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 8(1), 26–44. <https://doi.org/10.1080/20430795.2017.1331118>.
 - Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 45–57.
 - Stanley, M. (2015). Sustainable Reality: Understanding the performance of sustainable investment strategies, Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing.
 - Stanley, M. (2019). Sustainable Reality: Understanding the performance of sustainable investment strategies, Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing.
 - Statman, M. y Glushkov, D. (2009). “The Wages of Social Responsibility,” en *Financial Analysts Journal*, 65(4), 33–46.
 - Tan, J., & Moshinsky, B. (2020). Putting sustainability to the test: ESG outperformance amid volatility, Fidelity International.
 - Tarmuji, I., Maelah, R., & Tarmuji, N. H. (2016). The impact of environmental, social and governance practices (ESG) on economic performance: Evidence from ESG score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7(3), 67.

4. Bibliografía

- Triodos Bank (2019). Towards a low carbon economy. Triodos Bank's vision paper on energy and climate. September.
- UN. (2004). Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world. Tech.rep., United Nations Global Compact. New York.
- van Duuren, E., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2016). ESG integration and the investment management process: Fundamental investing reinvented. *Journal of Business Ethics*, 138(3), 525–533. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8>
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Research Gate*, 28.
- Waddock SA, Graves SB. 1997. The corporate socialperformance-financial performance link. *StrategicManagement Journal*18(4): 303–319
- Whelan, T., Atz, U., & Casey Clark, C. F. A. (2021). ESG and Financial Performance. Centre for Sustainable Business, NYU–Stern.
- Wu, M. W., & Shen, C. H. (2013). Corporate social responsibility in the banking industry: Motives and financial performance. *Journal of Banking & Finance*, 37(9), 3529–3547.
- Yuwen Dai (2021) Can ESG Investing Beat the Market and Improve Portfolio Diversification? Evidence from China, *The Chinese Economy*, 54:4, 272–285, DOI: 10.1080/10971475.2020.1857063
- Ziegler, A., Schröder, M., & Rennings, K. (2007). The effect of environmental and social performance on the stock performance of European corporations. *Environmental and Resource Economics*, 37(4), 661–680.

UPF-BSM

La UPF-BSM es la escuela de management de la Universidad Pompeu Fabra, una universidad reconocida internacionalmente por su nivel de excelencia en docencia e investigación.

Nuestro propósito es contribuir al desarrollo del management y de las personas que lo ponen en práctica. Formamos profesionales capaces de gestionar empresas e instituciones y liderar proyectos con una visión global. Personas que buscan aportar valor, innovar y transformar la sociedad desde el compromiso con la cultura y el bienestar global.

Triodos Bank

La Cátedra Internacional en Finanzas Sostenibles de la UPF-Barcelona School of Management cuenta con el apoyo de **Triodos Bank**, NV, Sucursal en España. Es centro internacional de investigación, intercambio de experiencias, divulgación y formación. La independencia de actuación y su inclusividad son sus principales activos. La visión de la Cátedra es promover un sector financiero estable y resiliente que contribuya a una economía centrada en las personas y el mantenimiento de la vida en el planeta. Su misión es favorecer y contribuir al debate y a la acción en finanzas sostenibles con un enfoque teórico-práctico, y de manera independiente.

En el momento de publicación de este paper, los miembros del Consejo Académico de la Cátedra son:

- | | |
|---|--|
| ■ Marcos Eguiguren Huerta
DIRECTOR DE LA CÁTEDRA | ■ Patricia Gabeiras Vázquez
SOCIA FUNDADORA DE GABEIRAS Y ASOCIADOS |
| ■ Mikel García-Prieto
DIRECTOR GENERAL TRIODOS BANK ESPAÑA | ■ Marta de la Cuesta
SOCIA FUNDADORA DE ECONOMISTAS SIN FRONTERAS |
| ■ Oriol Amat Sala
RECTOR DE LA UNIVERSITAT POMPEU FABRA | |

