



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Behavioral Finance

La Relación entre las Finanzas de Impacto y el Behavioral Finance

Autor: Jaime Sabau Jiménez

Directora: Raquel Redondo Palomo

Madrid

Junio 2018

BEHAVIORAL FINANCE

La Relación entre las Finanzas de Impacto y el Behavioral Finance



Resumen

La elaboración de esta investigación persigue comprender por qué los inversores se decantan por las Finanzas de Impacto y no por las inversiones tradicionales.

Tras comprender qué son las Finanzas de Impacto, y qué es lo que mueve a este tipo de inversores, se tratará de justificar su comportamiento con el Behavioral Finance. La elección del Behavioral Finance para explicarlo se debe a que es un campo que trata de explicar aquellos comportamientos que a priori parecen irracionales. El Behavioral Finance podría llegar a explicar esta decisión puesto que, los motivos que llevan a los inversores a escoger la generación de impacto se podrían explicar con diferentes teorías que define el Behavioral Finance como son las heurísticas y los sesgos. Tras el análisis de diferentes heurísticas y sesgos, se procederá a la justificación del comportamiento del inversor.

Finalmente, se emitirán unas conclusiones acerca de si este comportamiento se puede explicar o no con el Behavioral Finance.

Palabras Clave: Behavioral Finance, Heurística, Sesgo, Finanzas de Impacto, Creación de Valor y Comportamiento.

Abstract

The elaboration of this research aims to understand why investors opt for Impact Finance and not for traditional investments.

After understanding what Impact Finance is, and what is driving this type of investors, we will try to justify their behavior with the Behavioral Finance. The choice of Behavioral Finance to explain this is, is because it is a field that tries to explain those behaviors which a priori seem irrational. The Behavioral Finance could explain this decision because, the reasons that lead investors to choose the generation of impact could be explained with different theories defined by Behavioral Finance such as heuristics and biases. After the analysis of different heuristics and biases, the investor's behavior will be justified.

Finally, conclusions will be issued about whether this behavior can be explained or not with the Behavioral Finance.

Key Words: Behavioral Finance, Heuristic, Bias, Impact Investing, Value Creation and Behavior

Índice

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN	4
1.1 Motivación del trabajo	4
1.2 Objetivos del Trabajo	4
1.3 Metodología y Estructura	5
CAPÍTULO 2. MARCO TEÓRICO	6
2.1. La necesidad de una nueva teoría financiera	6
2.2. Finanzas de Impacto	7
2.2.1 Introducción a las Finanzas de Impacto	8
2.2.2 Ecosistema de las Finanzas de Impacto	11
2.2.3 Medición del Impacto Social.....	14
2.2.4 Clases de Activos de las Finanzas de Impacto	16
2.3 Behavioral Finance	19
2.3.1 Heurísticas y Sesgos.....	19
2.3.2 Análisis de las Heurísticas y Sesgos	27
CAPITULO 3. RELACION ENTRE BEHAVIORAL FINANCE E INVERSIONES DE IMPACTO	34
CAPÍTULO 4: CONCLUSIÓN	37
5. BIBLIOGRAFÍA	39

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN

1.1 Motivación del trabajo

La realización del siguiente trabajo de investigación acerca de la influencia que tiene el Behavioral Finance sobre las Finanzas de Impacto, se debe por la fuerte aparición en el mundo económico de las conocidas como Finanzas de Impacto o Inversiones de Impacto.

Tanto el Behavioral Finance como las Finanzas de Impacto están viviendo un auge en su estudio durante los últimos años, actualmente el Behavioral Finance está adquiriendo cierta importancia a la hora de explicar los comportamientos de los mercados financieros debido a que se centra en explicar las anomalías que hay en estos. Por otro lado, las Finanzas de Impacto han ido ganando fuerza debido a que entidades globales como The Giin¹ o JP Morgan tratan de promoverlas e instaurarlas en la vida cotidiana del inversor.

Por ello, resulta interesante ver si a través del Behavioral Finance se pueden explicar las conductas de los distintos inversores de impacto y en qué grado se mueven, si por factores filantrópicos o por factores irracionales.

1.2 Objetivos del Trabajo

El objetivo principal de este trabajo será comprender cuál es el motivo que lleva a los inversores a buscar y realizar un tipo de inversión como la que define las Finanzas de Impacto, así como la popularidad que está adquiriendo hoy en día.

Para ello, será necesario entender aquellos factores que influyen en el inversor y qué le hacen comportarse de una forma irracional, los cuales serán explicados gracias al estudio del Behavioral Finance y de las diferentes teorías y sesgos que lo forman.

Intentaremos dar explicación a las Finanzas de Impacto, usando como herramientas las diferentes teorías que ofrece el Behavioral Finance para explicar los distintos comportamientos de los inversores.

¹ Global Impact Investing Network

1.3 Metodología y Estructura

El proceso que se ha seguido para la realización de este trabajo se ha priorizado el análisis de distintas obras y artículos académicos publicados por Daniel Kahneman, Gerd Gigerenzer o Amos Tversky entre otros muchos autores, así como los artículos de entidades financieras como JP Morgan, u organizaciones sin ánimo de lucro como The Giin.

Estos autores y entidades son los que van a pasar a formar parte de la bibliografía. Tras el análisis de dicha bibliografía, se tratarán las emisiones de juicios y conclusiones acerca de los temas estudiados, con el fin de comprender las obras de los autores para lograr el objetivo de explicar las Finanzas de Impacto a través del Behavioral Finance.

El trabajo estará estructurado de tal forma, que comenzaremos por una breve introducción al marco teórico, para comprender el contexto, y explicar por qué surgen tanto el Behavioral Finance como las Finanzas de Impacto.

A continuación, se entrará en el estudio primero de las Finanzas de Impacto y después del Behavioral Finance y finalmente tratar de explicar las relaciones existentes entre el Behavioral Finance y las Finanzas de Impacto.

Para finalizar, se incluirán una serie de conclusiones extraídas de la realización de este estudio.

CAPÍTULO 2. MARCO TEÓRICO

2.1. La necesidad de una nueva teoría financiera

Para comenzar la investigación, será necesario explicar la evolución de los estudios económicos. Gracias a ello, podremos comprender por qué surgen tanto el Behavioral Finance como las Finanzas de Impacto.

Durante muchos años, los estudios académicos se centraban en la investigación y análisis econométrico de cualquier variable cuantitativa como pueden ser las series de precios, los dividendos, los beneficios...

Las principales teorías encargadas de explicar estas variables son las siguientes:

- La Teoría de la utilidad esperada de von Neumann y Morgenstern (1944), donde se explica “la capacidad del inversor de escoger entre diferentes decisiones en una situación de incertidumbre tratando de seleccionar aquella que maximice su utilidad monetaria”.
- La teoría del CAPM², desarrollada por William F. Sharpe, la cual trata de poner un precio al riesgo, y donde los aportes de Markowitz y Tobin serán fundamentales para el desarrollo de dicha teoría.
- Por último, la hipótesis del mercado eficiente, cuyo principal valedor es Eugene Fama (1970) “Esta hipótesis explica la relevancia de los mercados de capitales a la hora de asignar los recursos, y en la medida que estos sean eficientes estarán ofreciendo la mejor relación riesgo rentabilidad y por tanto los inversores estarán escogiendo entre las mejores oportunidades. Es imprescindible que los precios reflejen toda la información disponible para la eficiencia del mercado.”

A partir de la década de los noventa, se descubrió que estas teorías no eran capaces de justificar el funcionamiento del mercado, ya que, había una serie de anomalías en los mercados financieros. Los investigadores no podían explicar estas anomalías con las teorías que se habían desarrollado hasta entonces.

Por este motivo, en la década de los noventa surgió un cambio hacia el estudio de la psicología y el comportamiento humano en lo relacionado con su toma de decisiones en torno a los mercados financieros. Los dos autores de referencia y pioneros en el comienzo

² Capital Assets Pricing Model

de este nuevo campo de estudio son Richard Thaler y Robert Schiller. Este descubrimiento representa el paso de los “mercados eficientes” hacia el concepto “Behavioral Finance”. (Shiller, 2003). A pesar de ello, aún queda mucho camino para que el Behavioral Finance llegue a convertirse en el principal campo de investigación económica. (Stracca, 2004)

R. Páscale, en su obra Teoría de las Finanzas (2011), justifica en su obra la transición que se produjo en la década de los 90 a través de la explicación de dos paradigmas que influyen a la hora de la toma de decisiones:

- El primer paradigma, consiste en realizar una serie de cálculos para explicar las decisiones del inversor, que responden a las Teorías Tradicionales de las finanzas.
- El segundo paradigma, se centra en aspectos psicológicos, emocionales, cognitivos... para a partir de ellos explicar el comportamiento del inversor. Este paradigma es el que actualmente se conoce y estudia como Behavioral Finance.

Behavioral Finance es un concepto proveniente de estudios de todo tipo de campos e individuos, desde estudiantes no graduados hasta académicos profesionales. Cubre aspectos desde la sociología hasta la gestión financiera, lo que permite aportar una visión amplia de diversos campos (Ricciardi & K.Simon, 2001).

2.2.Finanzas de Impacto

Una vez explicadas las diferentes teorías tradicionales, y definido brevemente el Behavioral Finance procederemos a definir las Finanzas de Impacto. Se dedicará este apartado de la investigación a explicar en qué consisten las Finanzas de Impacto, también conocidas como Impact Investing o Inversiones de Impacto.

Una vez introducido el tema, se procederá a explicar los *stakeholder*³ que se ven afectados por este tipo de finanzas, el impacto que generan en la sociedad y por ultimo las clases de activos en los que se puede invertir.

Las Finanzas de Impacto se definen técnicamente según The Giin como: “... inversiones realizadas en empresas, organizaciones y fondos con la intención de generar impacto social y ambiental junto con un rendimiento financiero.” Los retornos que el inversor puede conseguir van desde la simple devolución del capital a una rentabilidad poco competitiva respecto a la del mercado. Estas inversiones se realizan típicamente en

³ Quienes afectan o se ven afectados por las decisiones de una empresa.

los mercados privados, proporcionando deuda o capital a las empresas impulsadas por un objetivo social.

2.2.1 Introducción a las Finanzas de Impacto

The Giin es una organización a nivel mundial sin ánimo de lucro, que trata de promover a nivel global las Finanzas de Impacto, buscando inversores de impacto, así como el intercambio de conocimientos entre estos. El fin último de esta organización es reducir las barreras que existen al invertir con el fin de que más inversores puedan realizar este tipo de actividad.

Para Fontrodona, Levy, Sanz y Casas (2015) “Las Finanzas de Impacto son aquellas inversiones llevadas a cabo en empresas sociales, de forma directa o a través de intermediarios, con la intención de generar un impacto social y medioambiental junto con la obtención de un retorno financiero.”

Fontrodona et al. (2015), analizan las diferentes causas del surgir de las Finanzas de Impacto. Hoy en día nos encontramos en un mundo globalizado, y por ello los gobiernos están adquiriendo conciencia de los diferentes retos a los que se enfrenta el mundo como los problemas sociales y medioambientales. Estos problemas pueden abarcar “la escasez de agua y alimentos, la contaminación, la deforestación, el desempleo, o sistemas sanitarios deficientes”. La globalización tiene multitud de características positivas para la actividad empresarial, pero también hace que los problemas sean más visibles. Estos problemas, hacen que, para estos autores, el mundo empresarial y económico debe actuar de una forma responsable, y ser conscientes del impacto que generan en la sociedad.

Otro motivo que consideran Fontrodona et al. (2015) es que tras la crisis financiera de 2008 se hizo patente la necesidad de hacer un gran esfuerzo para que el mundo financiero contribuya a la creación de una sociedad más próspera.

Fernández Terricabras (2015) señala, además, otros motivos adicionales que son las circunstancias favorables para el crecimiento de las Finanzas de Impacto. Dichas circunstancias son “la disminución de ayudas económicas a proyectos sociales, lo que les ha llevado a transformarse en empresas para generar ingresos” y, por otro lado, el aumento de la conciencia social.

Entidades como The Giin creen que hay otro motivo por el cual entidades financieras apuesta por este sector, y es que quieren compensar el papel que tuvieron este tipo de entidades en la crisis del 2008, sin dejar de lado la obtención de una rentabilidad. Es decir, pretenden mostrar unas finanzas más responsables y redimirse por el papel que tuvieron en dicha crisis financiera, especialmente el banco JP Morgan, que fue principal entidad financiera propulsora de este activo y una entidad con gran implicación en la crisis financiera de 2008.

Una vez expuesto los motivos que impulsan a La Finanzas de Impacto, se analizará lo que este tipo de finanzas persigue.

Para The Giin, las inversiones de impacto comprenden dos conceptos:

- 1) La integración social ya sea facilitando el acceso a viviendas, salud, educación...
- 2) Proyectos relacionados con la sostenibilidad como la energía renovable, agricultura sostenible... por tanto, gracias a este impacto social se pretende obtener una rentabilidad.

De la definición ofrecida para el concepto de Finanzas de Impacto, se pueden extraer las características que diferencian este tipo de inversión respecto al resto. Estas características serán:

1. Son inversiones. Es decir, es una forma de provisión de capital, ya sea a corto o largo plazo, en la que se puede invertir en cualquier clase de activo.
2. Intencionalidad. Hace referencia a la actitud del propio inversor, cuya finalidad es generar un impacto social o medio ambiental positivo.
3. Rentabilidad. Son inversiones que no son a fondo perdido, sino que el inversor espera obtener un retorno de ellas. Esto lo diferencia de acciones como el donar donde se entrega el dinero a fondo perdido.
4. Dimensión económica y social. Estas dos dimensiones deberían ir unidas, ya que tanto el impacto que recibe el inversor, como aquellos que reciben el capital o rentabilidad de la inversión, tendrán que ir a la par para así poder medir el impacto que genera dicha inversión en la sociedad.

Si se analizaran las características de los distintos tipos de inversiones, las Inversiones de Impacto están en un punto medio entre las Inversiones tradicionales cuyo fin último es la rentabilidad y generación de valor para el propio inversor, y las actividades filantrópicas como la donación a organizaciones sin ánimo de lucro.

Las Inversiones tradicionales son aquellas en las que lo único relevante es el resultado obtenido para el inversor. Sin embargo, existe otra forma de inversión a medio camino entre las Finanzas de Impacto e Inversiones Tradicionales. Estas son las *Inversiones Socialmente Responsables*. Según Fontrodona et al. (2015), estas inversiones tienen en consideración tanto los riesgos como las oportunidades en materia económica, medioambiental y social que se plantean en la economía global, así como las prioridades éticas del inversor.

Cabe mencionar la actividad filantrópica, la cual Fontrodona et al. (2015) la definen como el punto extremo a la inversión tradicional. Es decir, la provisión de capital a terceros sin esperar obtener un retorno de ella. Este tipo de actividad se debe a que tiene fines completamente sociales y así no se verá afectado por los intereses de los particulares.

Respecto a esta actividad The Giin realiza una matización para entender las diferencias entre donar e Inversiones de Impacto, en la que explica que “es importante diferenciar entre donar y las finanzas de impacto”. El donante no se guía por razones de impacto a la hora de escoger el destinatario. “Tan solo entorno al 5% de los donantes se basa en criterios sobre el desempeño de la organización que recibe los fondos.” En general, la forma de actuar de los donantes es muy difícil de comprender, debido a que suelen guiarse por su fidelidad con las organizaciones. Por el contrario, el inversor de impacto sí se basa en unos argumentos más sólidos, ya que en su decisión combina rendimiento e impacto.

Ahora bien, ¿Cuál es la apuesta de un Inversor de Impacto? Un inversor de impacto busca escalabilidad, lo que significa que busca modelos de negocio rentable y generador de impacto. Esto se debe a que una característica del perfil de este tipo de inversores es que la rentabilidad que obtiene se destina a reinvertir para aumentar el impacto y fortalecer los proyectos. Esto es lo que diferencia a un inversor de impacto y uno tradicional, el cual buscaría maximizar su cartera.

Por otro lado, los inversores de impacto buscan la auto sostenibilidad de la inversión, es decir que la iniciativa social se sostenga por sí misma y no por donaciones de terceros. También pretenden encontrar una gestión más eficiente, ya que aquellas empresas que incorporan esta inversión, tienen una forma de analizar más completa el impacto de su actividad.

Además, quieren encontrar un mayor compromiso de los *stakeholders* a través de la alineación de los objetivos sociales y económicos.

Por último, también buscan un menor riesgo, y es que como resultado de una gestión eficiente y una mayor implicación se conseguirá que las empresas volcadas con la sociedad y medioambiente tengan un menor riesgo.

2.2.2 Ecosistema de las Finanzas de Impacto

Cabe destacar que las Finanzas de Impacto además de ofrecer una forma de inversión rentable y socialmente activa, son consideradas como una solución a un contexto global complejo. Por tanto, en la Actividad de las Finanzas de Impacto se verán afectados diferentes *stakeholders*.

Según el Foro Económico Mundial “Las Inversiones de Impacto son una cuestión de muchos *stakeholders*” por lo que para su optimización es necesario la alineación de todos los *stakeholders*.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, (en adelante OCDE) reconoce los siguientes *stakeholders*: “sociedad y medio ambiente, empresas sociales, inversores de impacto, agentes intermediarios y gobierno y administraciones.”

A continuación, se procederá a explicar el papel de cada uno de ellos de acuerdo a las definiciones de Fontrodona et al. (2015)

1. Sociedad y medioambiente

La sociedad y medioambiente son el último fin de las Finanzas de Impacto. Todos los recursos y esfuerzos van orientados a generar un impacto tanto en la sociedad como en el medioambiente. Por tanto, el objetivo es “ofrecer diferentes propuestas que generen un impacto positivo en la sociedad y medioambiente.” Fontrodona et al. (2015)

Hay multitud de mercados en los que actuar como la sanidad, la alimentación o el agua, así como el desempleo o las viviendas. Normalmente la actividad de las Finanzas de Impacto va destinada aquellas personas que no tienen suficientes recursos. Es por esto que el objetivo de estas finanzas no es solo hacer llegar los recursos, sino hacérselos llegar al mayor número de personas posibles para que ellos sean quienes lo gestionen. Es aquí donde radica la diferencia con las actividades filantrópicas, ya que éstas consisten en dar dinero y generarles a través de este capital, los recursos necesarios. Sin embargo, las Finanzas de Impacto tratan de aportar capital y que ellos mismos se gestionen y obtengan

los recursos necesarios. De esta definición también se puede extraer que no existe ningún límite para las Inversiones de Impacto, ya que se puede realizar dicha actividad en cualquier área o sector, siempre y cuando cumpla el objetivo de la generación de un impacto positivo.

2. Empresas sociales

Las empresas sociales son aquellos agentes que se van a encargar de transformar la inversión en impacto para la sociedad. Para Kabuca⁴, una organización que trabaja para desarrollar comunidades africanas, “el concepto de donación quedó anticuado porque el dinero no llegaba a su destino, o no lograban lo que se prometía.” Por esto, surgen las empresas sociales con el fin de crear un impacto social, sin olvidar que económicamente han de ser sostenibles. Además, como ya se explicó, el contexto de la crisis financiera de 2008, hizo que numerosas organizaciones tuviesen que transformarse en empresas económicamente sostenibles.

Las empresas sociales son, por tanto, aquellas empresas cuya actividad está destinada a la creación de valor para la sociedad sin renunciar a un retorno. Según Fontrodona et al. (2015), para poder desarrollar su actividad, necesitan de la aportación de capital a cambio de ofrecer rentabilidad y una actividad social. Se las conoce como la demanda de inversión. Estas empresas tienen una característica diferenciadora, y es que no es necesario que creen valor para ellas mismas, sino que su objetivo radica en generar impacto en la sociedad. Esta es la característica que la diferencia de las empresas tradicionales, pues éstas pretenden que al satisfacer necesidades de la sociedad creen valor para sí mismas, mientras que las empresas sociales quieren crear un impacto en la sociedad para mejorarla. Por tanto, el papel que tiene este tipo de empresas en las Finanzas de Impacto es crucial ya que las podemos considerar como puntos de unión entre inversores y sociedad, gracias a que éstas son quienes captan inversores, para que con la actividad que realizan, la sociedad a nivel global pueda mejorar.

3. Inversores de Impacto

Los inversores de impacto poseen el papel fundamental de estas finanzas, ya que serán ellos quienes aporten el capital necesario para generar impacto.

⁴ ONGD que trabaja en Kenia y Zambia para crear desarrollo sostenible.

Fontrodona et al. (2015) los definen como “la oferta de la Inversión de Impacto. Son aquellos inversores que movidos por la bondad de la contribución social y los beneficios financieros aportan capital a las empresas sociales.” Estos inversores tienen perfiles muy variados en función de sus objetivos y estrategias, pero pueden ser tanto inversores públicos como privados.

Entre estos tipos de inversores podemos encontrar una división principal:

- Según su fin. Se pueden clasificar en: aquellos que buscan rentabilidad, o en aquellos que buscan crear un impacto social
- Según la forma en la que se organicen. Pueden ser inversores organizados en fundaciones, Family Offices, Fondos de Pensión o empresas.

Existe cierta similitud con las inversiones tradicionales, lo único que cambia en los inversores de impacto es aquello que les mueve, su objetivo de crear valor.

4. Agentes intermediarios

Los agentes intermediarios son aquellos agentes que realizan la función de conectar a las a empresas sociales con los inversores. “En algunos casos gestionan de forma directa los flujos de capital entre empresas e inversores, en otros casos tienen un papel más separado de la acción.” Fontrodona et al. (2015). Si quisiésemos clasificar los agentes intermedios podríamos encontrar desde Asesores financieros o Gestoras hasta Fondos de Inversión o empresas de consultoría.

5. Gobiernos y Administraciones

El sector público es quien se encarga de establecer el marco jurídico para delimitar las actuaciones de las empresas. “...pero como las Inversiones de Impacto tienen un doble impacto, no solo habrá de regular la parte económica sino participar de forma activa en la parte social y medioambiental.” Fontrodona et al. (2015).

El papel del gobierno y administraciones es crucial y no secundario, ya que hoy en día vivimos en un contexto global donde los problemas mencionados anteriormente como “la escasez de agua, la vivienda, el desempleo...” cada vez son más visibles y más importantes. Es por esto que tanto gobierno como administraciones deberán tratar de fomentar este tipo de inversiones, ya que estarían involucrando a la sociedad en mejorar a esta. De esta forma, no sería necesario destinar fondos de los presupuestos para

solucionar estos problemas, sino que a través de la propia actividad de la sociedad irían desapareciendo. El papel de estas administraciones públicas tiene que ser el de facilitar a través de bonificaciones fiscales, o cualquier tipo de retribución a aquellos individuos o empresas que a través de su actividad tratasen de mejorar la sociedad.

2.2.3 Medición del Impacto Social

En este apartado se tratará de explicar cómo se mide el impacto que generan estas inversiones. Y es que, a diferencia de las inversiones tradicionales, las Finanzas de Impacto no solo miden la rentabilidad obtenida, sino que su principal preocupación será el impacto generado a la sociedad. La medición del impacto será realmente importante para todo inversor de impacto, ya que este indicador puede ayudar al inversor a escoger entre varias opciones en función de los beneficios globales que ofrezca dicha inversión.

Para cualquier empresa resulta sencillo medir sus resultados, ya que lo único que debe hacer es analizar qué retornos obtiene. Sin embargo, la observación del impacto social es más compleja, debido a que el impacto que realiza, incluye varias dimensiones como pueden ser la dimensión social y ambiental. Por esto, la dificultad radica en encontrar variables que pueden medir el impacto que genera dicha inversión.

A continuación, exponemos diferentes indicadores de medición en función de los pasos para medir el impacto que ofrecen J. Fontdrona, D. Levy, P. Sanz y M. Casas en su artículo *La apuesta del Impact Investment, Invertir contribuyendo a la sociedad*. Estos pasos son: Planificar, Hacer, Evaluar, y Revisar.

Primero se propondrán una serie de ejemplos que podrían llegar a ser indicadores de la inversión, para después desglosarlos según los pasos que indican los autores.

Según el objetivo social de la inversión, se podrán crear diferentes indicadores que se puedan comparar antes y después de la inversión. Por ejemplo:

- En el caso que trata la escasez de agua, se puede incluir como indicador el número existente de pozos abiertos.
- En el caso de los alimentos, usar como indicador el porcentaje de la población cuya dieta se ha visto mejorada gracias a la inversión, o el porcentaje de población malnutrida.
- Respecto a inversiones en sanidad, podría medirse el porcentaje de población con enfermedades antes y después de la inversión y ver cómo han evolucionado.

- Por último, en caso de viviendas, ver la evolución entre gente sin hogar antes y después de llevar acabo la inversión.

Recordemos que son inversiones a largo plazo por lo que habría que dejar actuar las inversiones durante un largo periodo de tiempo.

Para la medición del impacto se podrían considerar los siguientes pasos.

1. Planificación

El primer paso que consideran Fontrodona et al. (2015) que se debe dar es el de la Planificación del impacto que se desea lograr.

Hoy en día cualquier empresa quiere analizar y controlar toda actividad que realiza, para ello realiza unas planificaciones, y tras el desarrollo de sus actividades compara lo planificado con lo que realmente se realizó.

De esta manera, en el primer paso de planificación hay que pensar lo que se pretende lograr, cómo se pretende, lo que se necesita para llevar a cabo esa inversión y por último su viabilidad. Para esto, sería fundamental tener ciertos parámetros en cuenta. Dichos parámetros incluyen analizar el contexto en el que se encuentra, ver con qué recursos se disponen y establecer los plazos que se desean cumplir. Este punto es crucial, ya que no es lo mismo tratar de solucionar problemas de una región devastada por un desastre natural, que la vivienda en países subdesarrollados, o tratar la escasez de agua y alimentos en el contexto anterior. Este paso va a permitir conocer las limitaciones de la inversión, así como los resultados esperados.

2. Hacer

El siguiente paso que ofrecen los autores Fontrodona et al. (2015) es el de Hacer, que hace referencia a recoger y validar la información. En función a los indicadores que se han mencionado anteriormente, se debe recoger la información de manera que para el inversor sea clara y transparente. Para ello, se verá la evolución de la inversión de esta, antes, durante y después de la inversión.

Por ejemplo, en caso de invertir en viviendas sociales, se pueden ofrecer los datos de cuanta gente no tenía una vivienda, cuantas se han construido y cuantas están en proceso para así ver cuántas vidas se han mejorado gracias a esa inversión. Posteriormente, se

podría calcular el porcentaje en el que ha crecido la posesión de viviendas y utilizarlo como medición del impacto de dicha inversión.

3. Evaluar

Una vez se ha preparado la información, comienza el paso de evaluar la misma. Para ello se utilizarán los indicadores escogidos. Una vez los datos de la inversión recogidos, comenzará el estudio, para observar si gracias a la inversión realizada se ha creado un impacto en la sociedad. Dentro de los que se mencionaron anteriormente, tomando el ejemplo de las viviendas, se verán como han ido cambiando con el paso del tiempo. Con esto se puede ver cómo ha variado se pueda medir el impacto que genera la inversión, ya que habrá variado el número de viviendas.

4. Revisar

El último paso será Revisar. En este punto se analiza toda la información que se ha ido recogiendo en los pasos anteriores y se utilizará para compararla con los objetivos establecidos al principio. En este apartado se tratará de ver en qué grado se han cumplido los objetivos y si dicha inversión es capaz de generar el impacto esperado o no.

Estableciendo este tipo de indicadores, el inversor tendría diferente información sobre el portfolio de inversiones, y para el inversor sería más fácil escoger, ya que sabría lo que se genera y lo que podría generar, así como el impacto real que están generando en la sociedad.

2.2.4 Clases de Activos de las Finanzas de Impacto

En el mundo de las finanzas tradicionales, el inversor tiene multitud de activos para invertir. Desde divisas, Renta Fija, Variable, Materias primas...

Sin embargo, dentro de las finanzas de impacto los activos disponibles se reducen para el inversor. Estos se pueden clasificar en: Préstamos, inversión en capital o productos híbridos. Cabe destacar que las Finanzas de Impacto actuaban en las mismas geografías y sectores que las inversiones tradicionales. En este caso, se tratará de explicar cuáles son los activos más comunes dentro de las Finanzas de Impacto y ver qué similitudes tienen con los activos clásicos.

De igual modo, se indicó que el inversor de impacto busca reducir el riesgo por una práctica más eficaz y responsable, pero hay que mencionar la existencia de ciertos riesgos como son que todavía es un mercado emergente, apenas lleva 10 años de

recorrido, y por tanto encontrar oportunidades y empresas especializadas es complicado para el inversor.

Dicho lo cual, comenzamos con la descripción de los diferentes activos según los definen Fontrodona et al. (2015):

1. Préstamos

La primera clase de activos que definen son los préstamos. Consisten en que se presta capital a las empresas sociales durante un largo periodo de tiempo, concretamente entre 3-7 años. Este producto no afecta la estrategia de la empresa, ya que no varía su estructura de capital. El inversor acabará recibiendo tu principal más intereses. Este activo sería el equivalente a la inversión en deuda por parte de un inversor tradicional. Los préstamos tienen las mismas características, ya que su finalidad es la de financiar en un periodo de tiempo a la empresa. Es la opción más común, ya que el inversor escogerá entre un abanico de empresas sociales, y la que más se ajuste a su perfil será la seleccionada.

2. Capital

El siguiente producto es la entrada en la compañía como accionista. Esto se refiere a que en la empresa entra capital, y para el inversor implica un mayor riesgo por lo que exige una mayor rentabilidad, además de un derecho de participar en la toma de decisiones. Esta inversión es a muy largo plazo, ya que su rentabilidad será generada por el impacto que genere dicha inversión en la sociedad. Por lo que habrá que esperar a que las inversiones den sus frutos. Este producto es el equivalente a invertir en cualquier compañía, mediante la compra de acciones. Existe una diferencia, que es que en esta compra de paquetes accionariales el objetivo es poder lograr una posición poder dentro de la compañía y no la especulación. Esta forma de inversión no es muy común debido a la imagen de complejidad y de riesgo que percibe el inversor de entrar en un mercado que aún no está consolidado.

3. Productos Híbridos

Por último, se puede hacer una mezcla entre estos dos, llamándoseles productos híbridos⁵. Estos productos híbridos son el resultado de la mezcla en la inversión en préstamos y capital. En estos productos se reduce el riesgo de la inversión, ya que no

⁵ Aquellos activos que por su naturaleza no se pueden clasificar ni como renta fija ni como renta variable.

depende de la empresa tanto como cuando se pasa a ser accionista. El producto equivalente en las inversiones tradicionales podría ser los Bonos Canjeables⁶, donde se adquiere un bono para financiar la empresa a cambio de que a su vencimiento se conviertan en acciones nuevas de la compañía.

Respecto a estos activos, es importante analizar la rentabilidad que ofrecen al inversor. Se debe mencionar, que la rentabilidad que ofrecen para Saltuk et al (2015), tras realizar una encuesta a las principales entidades creadoras de impacto, determinó que, en la gran mayoría de empresas sociales, sus activos guardan una semejanza en cuanto a la rentabilidad que ofrece el mercado, sin embargo, destaca que la opción más escogida, los préstamos, en su mayoría ofrecen rentabilidades por debajo del mercado.

Tras este análisis de los activos, se extraen las siguientes conclusiones:

La primera que los activos guardan cierta similitud con los activos clásicos en los que puede invertir cualquier inversor, pues funcionan del mismo modo. Ya sea invirtiendo en deuda o en el capital de la misma empresa.

La segunda es que existe la posibilidad de obtener rentabilidades equivalentes a las del mercado dentro de las Finanzas de Impacto, pero la realidad de ser un mercado emergente y la imagen de complejidad de entrar como accionista hace que los inversores se decanten por los préstamos donde periódicamente podrán recibir sus intereses.

Por último, las Finanzas de Impacto no son inversiones en concreto, sino que se dota de capital a una empresa y esta lo invertirá en aquello que considere mejor. Es por ello que el inversor previamente debe poder escoger entre varias empresas sociales, para ver cuál está especializada en aquello que más le interesa al inversor.

Las Finanzas de Impacto no deben asociarse con invertir en algún activo en concreto ya que esa no su forma de funcionar. El inversor de impacto deberá de tener claro que está prestando dinero a un intermediario con el fin de que este se encargue de crear impacto. La única forma de que el inversor controle la forma de generar el impacto será entrando como accionista de la empresa.

En este sentido, se observa una gran similitud con las empresas tradicionales, ya que normalmente los pequeños accionistas o acreedores no tienen poder de decisión, pero en

⁶ Activo con características de Renta Fija, que a su vencimiento se puede canjear por acciones de nueva emisión.

el momento que entran en la Junta General de Accionistas o Consejo de Administración ya tienen capacidad de decisión dentro de estas.

2.3 Behavioral Finance

El Behavioral Finance es un campo de las finanzas basado en teorías que se apoyan en la psicología, con el fin de explicar aquellas anomalías que generan variaciones en los precios de las acciones.

Llegados a este punto, y una vez analizado las Finanzas de Impacto, incidiremos en el estudio a través del Behavioral Finance de aquellos factores que hacen que los individuos se comporten de una forma irracional para posteriormente poder justificar la elección de las Finanzas de Impacto como modelo de inversión.

Para ello, procederemos a explicar las diferentes teorías que explican estos comportamientos, así como las teorías que, de forma más común, afectan a los individuos.

2.3.1 Heurísticas⁷ y Sesgos

Como punto de partida, expondremos la diferencia entre las dos clases de teorías existentes: las heurísticas y los sesgos.

El concepto de heurística es explicado como “la forma en que las personas toman decisiones sin emplear probabilidades ni utilidades” (Gigerenzer, 2004) Su origen griego viene a significar “hallar o descubrir”.

Los sesgos son prejuicios que posee el inversor, y que van a condicionar la toma de decisión. Esto le llevará al inversor a seguir tendencias, modas o comportamientos sin tener una base de argumentos sólidos que sostenga su decisión.

Si tenemos en cuenta que el Behavioral Finance trata de explicar las anomalías que explican los comportamientos irracionales del inversor. Suponiendo que en la mayoría de los casos se expone que la toma de decisiones ha de provenir de las leyes de la lógica, cálculos matemáticos, y de probabilidades y demás sistemas modelizados de alguna forma y perfectamente racionales. De no ser así, existirían fallos cognitivos y o motivacionales.

⁷ Conjunto de técnicas y métodos que facilitan la resolución de un problema.

Sin embargo, según expone el autor Gigerenzer (2004) “...no se debe caer en estas definiciones puesto que, a pesar de que los procesos lógicos y matemáticos parezcan ser sistemas más elegantes no están reflejando de manera fiel a la realidad como es el proceso de decisión de las personas.” De hecho, Polya (2001) sugiere que las heurísticas son tan indispensables como el pensamiento analítico para resolver problemas que no puedan ser resueltos por medio de cálculos.

Por tanto, el concepto de la heurística para Gigerenzer (2004) se refiere al uso de la experiencia, esfuerzos prácticos y demás elementos como una forma de interpretación selectiva de la información.

Las heurísticas son reglas con las siguientes tres cualidades.

- I. Las heurísticas aprovechan las capacidades desarrolladas. Son simplicidades de aquellas capacidades aprendidas por un organismo. La simplicidad es lo que permite realizar evoluciones rápidas, sencillas, transparentes y robustas, es decir, que permiten generalizarse para diferentes reglas. Por ello las capacidades que las personas desarrollan permiten generar heurísticas simples.
- II. Las heurísticas aprovechan las estructuras del entorno. Esto explica que las heurísticas no se definen como buenas o malas de por sí. Lo que quiere decir es que las heurísticas se interpretan en función del entorno. Cada una de ellas es creada para solucionar un tipo de problema, por ello no depende de la heurística en sí, sino que depende del enfoque que hay que tomar en función de la situación en la cual se encuentre. Es decir, “las capacidades desarrolladas pueden hacer una heurística simple, mientras que la estructura de su entorno la puede hacer inteligente.”
- III. Las heurísticas se diferencian de los modelos de optimización. Dichos modelos tratan de explicar el comportamiento humano, pero no llega a plantear el proceso real, sino que simplemente plantea el resultado de una acción. Por el contrario, las heurísticas son reglas que tratan de explicar los procesos que llevan a cabo las personas.

Las heurísticas se utilizan como un atajo a la hora de procesar la información. Esto puede ser por diversos motivos. Uno de ellos es el de la racionalidad limitada. Existe la asunción del acceso libre y total a toda la información relevante en aquellos modelos de racionalidad ilimitada. Sin embargo, es necesario volver a la situación humana real a la hora de tomar las decisiones en situación de conocimiento y tiempo limitadas. Para ello

se emplearán, los modelos de racionalidad limitada. La racionalidad limitada se puede aplicar a distintas líneas como son la optimización bajo restricciones, el estudio de ilusiones cognitivas y el estudio de las heurísticas simples y rápidas. Esta última línea sería la correspondida con este estudio, en el cual la racionalidad limitada se aplica a las heurísticas, que son las que permiten llegar a un final dado, en este caso a una decisión.

Un modelo para la heurística específica es una regla de procesamiento, de la cual aprovecha las capacidades para su simplicidad. Además, especifica el tipo de problemas que la heurística soluciona.

En líneas generales, dos ejemplos de heurísticas empleadas por las personas a la hora de tomar una decisión son las heurísticas de reconocimiento, y las heurísticas basadas en razones.

Las primeras explican que existe una correlación directa entre los objetos de decisión a tomar y su conocimiento sobre ellos. En este caso, ante una situación de tener que tomar una decisión sobre dos objetos, aplicamos la heurística de reconocimiento cuando solo conocemos uno de ellos. Por tanto, le daremos mayor valor e importancia a aquel valor del cual tenemos más información. Sin embargo, para ella se aplica el llamado efecto *menos, es más*, el cual explica que no se podría emplear en aquellos casos en los cuales el individuo tiene mayor información. Para dichos casos se pasarían a emplear heurísticas basadas en razones. Estas heurísticas consisten a grandes rasgos o bien en hacer lo que hace la mayoría para tomar una decisión, o bien tomar valores como referencia para ello.

Dentro del Behavioral no todo son heurísticas y podemos encontrar teorías que no siguen las reglas anteriores, sino que explican las anomalías del mercado. Estas teorías se conocen como Sesgos o Prejuicios.

Los Sesgos son prejuicios que tiene el sujeto que va a tomar la decisión sobre algo, y que, por tanto, explica el comportamiento de este. También podrían ser explicadas como el instinto que justifica que un individuo siga modas o tendencias, sin tener una base o explicación sólida y racional, es decir que se deja guiar por las emociones del momento. Cualquier argumento que se fundamente en modas, tendencias, o cualquier idea que no se sostenga en un argumento sólido y racional y haga al sujeto llevarse por las emociones del momento será considerado como un Sesgo. Un ejemplo de Sesgo es el Efecto Halo,

el cual consiste en dejar influenciar el cerebro por ciertos aspectos positivos que hacen que la evaluación de algo sea más positiva que lo que en realidad es.

A continuación, analizaremos algunos de los sesgos y heurísticas más importantes que define el Behavioral Finance.

1. Anclaje

El primer motivo relevante que influye es el denominado *Anclaje*. Según Tversky y Kahneman (1974), se da cuando un inversor se ve en la situación de tener que valorar una decisión, la cual se hace a través de unas estimaciones. Pues el inversor escoge unos puntos de partida sesgados, que se ajustan al resultado final deseado. Este fenómeno es el denominado anclaje. Esta teoría hace referencia al grado en el que el juicio inicial sobre un evento o situación le prohíbe a uno desviarse de esa posición, independientemente de la información nueva que indique lo contrario. Por tanto, a falta de nueva información sólida, los precios pasados funcionan como anclaje de los nuevos precios. Esto explica por qué el mercado de valores tiene una tendencia a reaccionar de manera insuficiente a la información del análisis fundamental. El anclaje hace que el inversor se vea influenciado por determinados estímulos, que normalmente son el primer y último estímulo que recibe a la hora de la toma de decisión. Los inversores utilizan la información inicial para emitir juicios posteriores, y esto no es más que un prejuicio, lo cual clasificaría al Anclaje como una Sesgo.

2. Disonancia Cognitiva

Otro factor relevante es la Disonancia Cognitiva. Para Montier (2002) “La disonancia cognitiva es el conflicto mental que las personas experimentan cuando se les presenta evidencia de que sus creencias o suposiciones son incorrectas”. La teoría de la disonancia cognitiva sostiene que las cogniciones contradictorias sirven como una fuerza motriz que impulsa la mente a adquirir o inventar nuevos pensamientos o creencias, o modificar las creencias existentes, a fin de reducir la cantidad de disonancia (conflicto) entre las cogniciones. Un concepto presentado por Festinger, *A Theory of Cognitive* (1962) en el que la propuesta principal es que “cada individuo se esfuerza por mantener la coherencia entre sus diferentes cogniciones. Si surge una inconsistencia notable, esto producirá un estado de disonancia cognitiva, que el individuo experimenta como incómodo e intenta. La disonancia se reduce ajustando una de las creencias o actitudes involucradas en la inconsistencia, de modo que el conflicto desaparece”.

Atendiendo a la definición de heurística explicada en los apartados anteriores, son aquellas reglas que se basan en “la experiencia, la práctica y la interpretación selectiva de la información para la toma de decisiones” se considerará a la Disonancia Cognitiva una heurística, debido a que quien tome la decisión, por motivos de experiencia, y la interpretación selectiva de la información querrá cambiar sus convicciones, solo porque no se consideran las adecuadas. Esto a la hora de invertir puede tener una gran repercusión, ya que, al escoger la información de forma selectiva, puedes estar eliminando ciertas convicciones que para ti no son relevantes, pero que en la realidad tenían un gran peso.

3. Sesgo de Información

Este factor explica como el inversor escoge aquella información que más le beneficia. Este efecto se llama *Sesgo de Información*. “El sesgo de confirmación es un sesgo cognitivo por el cual se tiende a observar y buscar información que confirma las creencias existentes, mientras se ignora todo lo que contradice esas creencias. Es un tipo de pensamiento selectivo” Montier (2002). Es decir, es la forma en la que las personas buscan información que se acerque a sus pensamientos. En este caso, se refleja el instinto de los individuos a basar su decisión sin argumentos sólidos, ya que está dejando de lado muchos argumentos que no le interesan simplemente porque son diferentes a sus tendencias. Por tanto, el Sesgo de Confirmación se clasificará como un Sesgo.

4. Sobre confianza

Para Shefrin (2000), la sobre confianza es el motivo que lleva a la mayoría de individuos a incurrir en pérdidas. Esto se deberá a que invierten sin ser conscientes en que no tienen la información necesaria para la toma de decisión.

Por otro lado, Shiller (2000) justifica el exceso de negociación en los mercados especulativos gracias a esta teoría.

Esta teoría se clasifica como un sesgo, ya que es un prejuicio que lleva al inversor a confiar en aquello que sabe. Sin embargo, el mundo de las finanzas esto se traduce en un sobre exceso de confianza debido que al confiar en lo que sabemos, no tenemos en cuenta otra información porque el individuo cree que ya sabe suficiente, y que el resto de información es errónea. Una persona sufre este sesgo, cuando antes de una inversión piensa: conozco la compañía y los riesgos, ¿que podría salir mal? En este caso el inversor

estaría incurriendo en sobre confianza. Porque considera que conoce toda la información y rechaza aquella nueva información que le sea útil para la toma de decisiones.

Este sesgo lo explicó Kahneman en su obra *Pensar rápido Pensar Despacio* (2003) y explica el sesgo a través del siguiente acrónimo: WYSIATI⁸. A través de esto explica que el ser humano toma las decisiones con la información que dispone, confiando plenamente en esta información y sin preocuparse de si es correcta, o de si existe más información complementaria. Continúa poniendo un ejemplo sobre “como las personas son capaces de tener un juicio sobre otra en tan solo unos segundos. Y que gente preparada como los entrevistadores de trabajo, tras 30 segundos ya tienen una conclusión sobre el candidato.” Estas impresiones las define como erróneas porque no contienen toda información necesaria para emitir tales juicios.

5. Framing

El conocido como *Framing*⁹ según Shefrin (2000) “significa que la forma en que las personas se comportan depende de la forma en la que se enmarquen sus problemas de decisión”. “Contrariamente a esta suposición, hay mucha evidencia de variaciones en el encuadre de las opciones (por ejemplo, en términos de ganancias o pérdidas) produce preferencias sistemáticamente diferentes” Tversky y Kahneman, (1986). Los inversores se dan cuenta de sus ganancias más fácilmente que sus pérdidas. Y las inversiones ganadoras que los inversores eligen vender siguen superando a los perdedores a los que se aferran en los meses posteriores. “Los estudios empíricos muestran que las decisiones se desvían de las predicciones de la teoría de la utilidad esperada y violan sus fundamentos axiomáticos. Por lo tanto, se han desarrollado muchas generalizaciones de la teoría de la utilidad no esperada, pero empíricamente no proporcionaron una mejora sobre el enfoque estándar. Los errores aleatorios se integran en un marco de utilidad esperado. Estos errores se producen cuando los agentes tienen capacidades de procesamiento de información limitadas. Se proporciona un criterio de rendimiento para medir el éxito esperado de las estrategias de comportamiento”. Pascale (2011)

⁸ “What you see is all there is.” Lo que ves, es todo lo que hay

⁹ Se denomina encuadre a aquellos esquemas que ayudan a los individuos a comprender y resolver problemas.

En función de la definición de esta teoría podríamos clasificarla como una Sesgo en debido a que el individuo se deja guiar por su instinto, razones sin fundamento racional para de una forma u otra sentirse mejor.

6. Aversión a la pérdida

El siguiente factor es el conocido como *Aversión a la pérdida (Loss Aversion)*. Este factor es muy común y conocido por la mayoría de inversores, pero vamos a explicarlo de forma más detallada. Este factor describe que para el inversor tiene más importancia una pérdida, por pequeña que sea, que una ganancia. Según Tversky y Kahneman (1979) "En la teoría de las perspectivas, la aversión a la pérdida se refiere a la tendencia de las personas a preferir evitar las pérdidas antes que a obtener ganancias. Algunos estudios sugieren que las pérdidas son dos veces más poderosas psicológicamente que las ganancias". En 1991 estos dos mismos autores ahondaron en el asunto. "La suposición central de la teoría es que las pérdidas y desventajas tienen un mayor impacto en las preferencias que las ganancias y las ventajas." Esto quiere decir que la decisión del inversor o decisor se verá influenciada por el miedo a perder, y no por buscar lo que maximice su resultado, sino que minimice el riesgo de pérdida. Este factor se clasifica como una heurística, ya que no es un factor que justifique que el inversor siga tendencias, sino que a través de su experiencia considera que es más importante minimizar pérdidas frente a maximizar las ganancias.

7. Mental Accounting¹⁰

La teoría que se va a explicar a continuación es uno de los pilares del Behavioral Finance y fue introducido por R. Thaler en 1980. Este concepto es el *Mental Accounting (Contabilidad Mental)*. "Mental Accounting sostiene que los individuos dividen sus activos actuales y futuros en porciones separadas e intransferibles. La teoría pretende que los individuos asignan diferentes niveles de utilidad a cada grupo de activos, lo que afecta sus decisiones de consumo y otros comportamientos" Thaler (1980). En otras palabras, esta teoría quiere analizar cuáles son los gastos fundamentales del individuo para darles una prioridad, y así en el futuro poder escoger según la utilidad y prioridad que tenga cada uno.

Más tarde en 1988 Shefrin y Thaler detallaron más la teoría explicando "que esta teoría responde a la hipótesis de una vida conductual, donde las personas enmarcan

¹⁰ Contabilidad Mental.

mentalmente los activos que poseen relacionándolo a ingresos actuales o futuros y esto tiene implicaciones en el comportamiento del inversor ya que las cuentas condicionan la forma de consumir.” Para comprenderlo mejor, explicaremos un ejemplo de Thaler usando como referencia la teoría de Loss Aversion¹¹ de Kahneman y Tversky “Un inversor posee dos acciones, una con ganancias y la otra con pérdidas. Cuando el inversor necesita liquidez, el Mental Accounting le lleva a vender la que está en ganancias, pese a que vender la que este en pérdidas sea la decisión más racional” porque te puedes beneficiar de los efectos fiscales, pero como el dolor de vender y darte cuenta de que estas en pérdidas es mayor, es mejor vender la que está en ganancias y así evitas la sensación de vender algo en pérdidas. Esta teoría la vamos a clasificar como una Sesgo, ya que, en este caso, el inversor se va a dejar influenciar por las emociones y tendencias del momento sin buscar argumentos sólidos o sin basarse en su experiencia personal.

8. Arrepentimiento

Como última teoría tomaremos la del *Arrepentimiento*, y como esta puede afectar al inversor según sus experiencias a tomar decisiones en el futuro. La teoría del arrepentimiento viene a explicar las emociones que siente el inversor cuando por una aversión al riesgo alta pierde grandes oportunidades de obtener beneficio. El arrepentimiento explica que el inversor ha de analizar aquellas decisiones que en el pasado le hicieron arrepentirse, y si en ellas se ve que era muy precavido, aumentar su capacidad de asumir riesgo y tomar decisiones de inversión. Por el contrario, le puede servir para aumentar su aversión al riesgo y ser más prudente a la hora de invertir. Esta teoría se clasifica como una heurística ya que el inversor va a apoyar sus decisiones en su experiencia previa y en sus vivencias.

9. Disponibilidad

Tversky y Kahneman (1974) definieron esta heurística como la capacidad que tiene el inversor de tomar decisiones con aquello de lo que dispone, o le resulta fácil de adquirir. De esta manera no se preocupará por buscar nueva información, ya que esto le resultaría más difícil. Ambos autores, explican que el funcionamiento de esta heurística de la siguiente forma. Narran que los individuos siguen una serie de atajos mentales, buscando ejemplos del pasado, que les sirva para responder a determinadas situaciones. Al recordar estos eventos del pasado les atribuyen una probabilidad de que vuelvan a ocurrir, así

¹¹ Aversión a la pérdida.

pueden decir si es una solución válida para el problema actual o no. Esto se debe a que los individuos tienen la convicción de que si algo se recuerda es porque debe ser importante y, por tanto, podría ser la solución de determinados problemas. Esta heurística guarda cierta relación con la de Sobre confianza, ya que en ambas se confía en aquello que se posee, y no se trata de buscar más información o conocimientos para la toma de decisiones. Esta teoría se considera una heurística porque los individuos que se ven afectados por ella lo que realizan son una serie de atajos mentales en el momento de la toma de decisión.

10. Falacia del Jugador

Esta heurística explicada por Shefrin (2000) expone que los individuos tienen muy pocos conocimientos acerca de los fenómenos aleatorios. De esta forma los que se ven influidos por esta teoría piensan que los fenómenos van a cambiar con una frecuencia diferente de lo que en la realidad ocurre. Esto es a que, tras la observación de un fenómeno por los diferentes individuos, el cual está ocurriendo con una probabilidad más alta de lo normal, los individuos pensarán que en un futuro este dejará de ocurrir con la misma frecuencia. En estos casos los individuos que se ven afectados por esta teoría en vez de razonar los motivos que justifican que este fenómeno aleatorio tenga más frecuencia, emiten el juicio de que en un futuro dejará de ocurrir. Esta teoría es muy común entre jugadores de azar, y es por esto que esta teoría es comúnmente conocida como La Falacia de Montecarlo. Esta última teoría también se clasifica como una heurística debido a que consiste en otra forma de atajos para el individuo que toma la decisión.

2.3.2 Análisis de las Heurísticas y Sesgos

En este punto se va intentar analizar las distintas Heurísticas y Sesgos comentados anteriormente. El objetivo de este análisis, es que una vez definidas cada una de estas teorías, se quiere ver como son capaces de influir en la decisión de un inversor.

Para ello primero analizaremos cómo influye cada una de estas de forma individual, y posteriormente se supondrán casos donde el inversor quede afectado por varias de estas.

2.3.2.1 Análisis individual de las Heurísticas y Sesgos

Durante este epígrafe se tratará de explicar las teorías, explicando diferentes factores que se consideraran importantes en la toma de decisión como: la información, grado de influencia y posibles consecuencias que puede conllevar. Gracias a estos factores

se pretenderá observar si estas teorías distorsionan notablemente o no la capacidad de decisión del inversor.

La primera teoría, el Anclaje la asigno un nivel medio de influencia. Esto se debe, a que como se explicó en su definición, el anclaje consiste en realizar una estimación dependiendo de qué resultado quieras alcanzar, por ello dependiendo del resultado podrías llegar a tener toda la información disponible, por lo que creo que el grado en el que afecta a la decisión no es crucial. En cuanto a la información que utiliza el individuo, será sesgado ya que sus estimaciones se realizan para acercarse lo máximo posible a los resultados esperados. Por esto, considero que la información que se use dependerá de que resultados quiera alcanzar. En definitiva, las consecuencias que tiene el anclaje serán la omisión de cierta información, por lo que las decisiones se pueden tomar basándose en la información errónea y por tanto aumentan las posibilidades de que esta decisión sea equivocada.

A la siguiente teoría, la Disonancia Cognitiva, se le otorga un grado de influencia alto ya que el individuo puede estar omitiendo información relevante con tal de minimizar las confrontaciones con sus creencias. Con tal de evitar que ocurra esto, dejaría de lado información relevante, y por esto mismo considero que la información que maneja el individuo es incompleta y además manipulada para que dicha información no esté en contra de sus creencias. En este caso, también un inversor omitiría información por evitarse contradicciones personales. De esta meditación se extrae que las consecuencias de verse afectado por esta teoría guarda cierta similitud con las del punto anterior ya que, supone al inversor a trabajar solo con aquella información que defiende sus credenciales, sin estos ser los correctos. Por tanto, la Disonancia Cognitiva, tiene una fuerte influencia que puede llevar al inversor a tomar decisiones inadecuadas.

La tercera teoría, Sesgo de la Información, lleva al individuo a escoger la información que más le guste y convenga por eso su información esta sesgada, hacia las credenciales de este. Por estos motivos tiene una influencia alta, porque si el individuo posee este sesgo al igual que en los anteriores, se podría estar omitiendo información relevante, lo que en un futuro podría acarrearle pérdidas. Por ello si el inversor está afectado por la teoría del Sesgo de Información no debería invertir.

El Sesgo de Sobre confianza es uno de los sesgos más comunes e importantes. Es por esto que el grado de influencia sobre la decisión es alto. En este caso, la sobre

confianza como se definió anteriormente, se basa en confiar en los conocimientos del propio inversor. Esto te puede llevar a la arrogancia de pensar que lo sabes todo, o incluso a rechazar cierta información relevante. Este sesgo, por tanto, condiciona la información que dispone, ya que el inversor solo considera necesaria aquella que ya conoce. Según Raymond James¹², cuando el inversor haga usar juicios como “nada puede ir mal” o “conozco la empresa” para darse cuenta de que no está contemplando todos los posibles riesgos.

La quinta teoría, el Framing, está relacionada con como los individuos evalúan sus problemas de decisión para después actuar. De esta forma vemos como su influencia en el inversor es relativamente baja porque la decisión no se vería muy alterada. Esto se debe a que su información quedara condicionada a su forma de enmarcar los problemas, pero la información con la que cuenta el individuo no se vería afectada y de él depende otorgarla más o menos importancia a dicha decisión. Es por ello, que al tener de toda la información disponible se tendrían altas probabilidades de tomar una decisión correcta.

La siguiente teoría, la de la Aversión a la Pérdida se la considera como de alta importancia. Es una teoría muy común en los individuos con cierta experiencia en inversiones pues cualquiera querrá minimizar las pérdidas. En este caso, los individuos cuentan con información completa, y dependiendo del grado de aversión que tenga, su decisión final sería invertir. Esta teoría les va a hacer más precavidos, por tanto, no correrán riesgos innecesarios, y al tener toda la información en su mano, sin dejar que el miedo a perder les condicione tendrán más probabilidades de ganar, y en caso contrario las pérdidas se podrían llegar a minimizar. Para Raymond James, es muy común en todos los individuos, y se debe a que disfrutamos menos las ganancias que sufrimos las pérdidas. Para ello recomienda “dejar actuar a la cartera de inversión y asumir lo que tenga que ocurrir.”

A continuación, se expone una teoría que como se dijo en su explicación es uno de los pilares del Behavioral Finance, se trata del Mental Accounting y el grado de influencia en la decisión del inversor no es considerado muy alto. Esta teoría está más relacionada con una forma de organización en función de los gastos para planear las decisiones futuras. Permite al individuo contar con toda la información disponible. Por ello puede deducirse que esta teoría ayuda al individuo a organizarse y a poder seleccionar

¹² Holding americano, que presta servicios financieros a diferentes perfiles de clientes.

de mejor forma sus inversiones, por lo que al tener toda la información disponible tendría más probabilidades de tomar decisiones acertadas. En este caso Raymond James, aconseja que priorizar las decisiones no es del todo positivo y lo explica con el siguiente ejemplo. “Nunca te enamores de un valor, porque este nunca se enamorará de ti.” Con esto quiere explicar que no se debe dar prioridad a decisiones por tus gustos, sino da prioridad aquello que tras un análisis exhaustivo merezca la pena.

La teoría del arrepentimiento, como estas dos anteriores, no va a condicionar la información que posee el inversor, sino que condiciona su actividad por miedo a arrepentirse. Por tanto, si sus experiencias pasadas no resultan negativas, o no tiene un alto grado de arrepentimiento, sus decisiones no se verán muy afectadas por esta teoría. Es más, esta teoría al permitirle disponer de toda la información, le permitiría altas probabilidades de obtener ganancias, y en su defecto minimizaría las probabilidades de que incurriese en pérdidas.

La penúltima teoría es la heurística de Disponibilidad. Esta teoría es muy común entre los diferentes individuos puesto que por diferentes motivos de actitud. Como la pereza o por conformismo se van a autoconvenir de que la información de la que disponen es suficiente. Por otro lado, esta teoría tiene un efecto en la información que poseen y es que está incompleta. Es incompleta porque eventos del pasado no podrán justificar situaciones futuras, y es que en cada situación influyen unos factores diferentes. De esta manera, quien se viese afectado por esta teoría podría tomar decisiones erróneas ya que esta justificando con el pasado algo que probablemente no tenga relación con aquel evento.

Por último, la teoría de la Falacia del Jugador, pese a que es muy común entre los jugadores de azar. En esta teoría los inversores sí que podrían disponer de toda la información, el problema radica en que no utilizan la información de la que podrían disponer, sino que hacen cálculos probabilísticos en función a sus creencias, las cuales se suelen asociar a los deseos que tienen sobre un evento. De esta forma las decisiones de estos individuos tienen posibilidades de ser errónea ya que se guían por la probabilidad en vez de por las circunstancias actuales.

2.3.2.2 Análisis conjunto de las Heurísticas y Sesgos

A continuación, se va a proceder a analizar el efecto conjunto que tendrían algunos de los diferentes Sesgos y Heurísticas sobre el inversor.

Para ello, vamos a suponer diferentes supuestos donde el inversor se ve afectado por varias de estas teorías, con el fin de analizar cuáles son las que prevalecen y en caso de que se viese afectado por varias como debería actuar este inversor.

En el primer supuesto vamos a imaginar que el inversor se ve afectadas por Heurísticas o Sesgos.

En este primer caso figuremos que el inversor se verá afectado por dos teorías clasificadas como “Invertir” como son el Framing y el Mental Accounting a la vez. Recordaremos que el Framing consistía que las decisiones de las personas dependen de cómo cada uno enmarque sus problemas antes de decidir, mientras que el Mental Accounting era la división de sus activos según el grado de utilidad que les aporte, con el fin de destinar sus decisiones a aquellos que más les aporte. Según como analizamos anteriormente estos dos Sesgos, el Framing tiene un bajo grado de importancia en la decisión del inversor mientras que el Mental Accounting tiene un nivel medio. Al analizar ambas por separado, se recomendaría que la decisión sea de inversión, ya que el Mental Accounting afecta a la actitud del inversor más que a la información que posee, mientras que el Framing según como enmarque sus problemas, puede alterar poco la información y utilizar la información correcta para basar su decisión.

Por tanto, en caso de que el inversor se viese afectado por estos dos Sesgos, prevalecería el Framing. Esto será así ya que con el Mental Accounting clasificas tus activos por utilidad para darles un orden de prioridad. Sin embargo, una vez hecho esto, el Framing enmarcaría los problemas, lo que supondría que se pasaría de contar con toda la información disponible a tener la información condicionada a la forma de enmarcar. Esto haría que en determinados casos se contase con información errónea o insuficiente, aumentando por tanto las probabilidades que esa decisión no sea la adecuada. Con esto podemos ver como dos Sesgos que por separados no supondrían problema alguno al inversor, al juntarse condicionan su actividad llevándole a realizar posibles inversiones inoportunas.

En el siguiente caso, imaginaremos la misma situación que en el anterior, teorías con mismo signo de decisión, pero en este caso escogeremos dos donde la probabilidad de error es mayor. Para ello, el inversor se verá afectado por la Disonancia Cognitiva y el Sesgo de la Información. Ambas fueron clasificadas con un grado alto de influencia sobre la decisión del inversor, y se debe a que condicionan la información de la que dispone el

inversor. El sesgo de Información era como el individuo era capaz de seleccionar la información que más le conviniese con tal de que sus creencias no se viesan afectadas, mientras que la Disonancia Cognitiva es la capacidad e invención de argumentos que reduzcan la confrontación entre dos o más ideas.

En este caso, ambas teorías son complementarias entre sí, ya que el Sesgo de Información hará que la información quede condicionada para no perturbar sus creencias, mientras que la Disonancia Cognitiva, inventará o buscará nuevos argumentos que refuercen estas creencias para así minimizar la confrontación con otras creencias diferentes. Como resultado se obtiene que el individuo queda con una información muy sesgada por sus creencias iniciales, que, en caso de ser erróneas, se está quedando con información incorrecta, y que, si la utiliza como base de sus decisiones, estas no estarán fundamentadas en argumentos sólidos. Hay que mencionar que existe la posibilidad de que su decisión tuviese resultados positivos puntuales, pero estos serían difíciles de mantener el tiempo debido a que está dejando mucha información relevante de lado.

Otro caso a analizar sería un supuesto donde el inversor se viese afectado por una teoría donde la decisión se clasificase como favorable y otra clasificada como no favorable.

Para este caso escogeremos un individuo que se viese afectado por el Mental Accounting ya que, como se mencionó, es uno de los pilares del Behavioral Finance, y a su vez por el Sesgo de Información un Sesgo muy común en la sociedad. En este caso, el individuo se vería afectado en su actitud de como clasificar sus bienes por utilidad, lo cual le permite seguir contando con toda la información y herramientas necesarias, y por sus creencias. Es por esto que el Sesgo de Información prevalecería sobre el Mental Accounting ya que una vez clasificados sus bienes, este con tal de no ver sus creencias afectadas escogería aquella información que sostuviese sus creencias, generando que la información y herramienta final de las que dispondría el individuo quedaría sesgada, y por tanto no tendría toda la información necesaria. También hay que recalcar que existe la posibilidad de obtener ganancias puntuales, pero no mantenidas en el tiempo que es lo que busca este modelo.

Otro caso frecuente es el de individuos que se ven afectados por la Disonancia Cognitiva y la Sobre confianza. En este caso el individuo tiene altas probabilidades de cometer un error. Y es que no solo trata de motivos en los que apoyar sus creencias, sino

que la confianza en aquello que sabe, le hace menospreciar el resto de información. Esto implica que la sobre confianza prevalece a la disonancia cognitiva, pese que en ambas se omite información relevante para la toma de decisiones. Esto puede acabar generando que sus decisiones no estén apoyadas en argumentos sólidos.

Por último, mencionar que las teorías que requieren analizar la experiencia e historial del individuo. En casos donde el individuo ha tomado decisiones que han sido erróneas, su grado de arrepentimiento será mayor que en aquellos individuos cuyas decisiones sean más positivas. Así, en la heurística del Arrepentimiento existe una fuerte relación con la experiencia del individuo y por tanto cuanto mayor grado de arrepentimiento, más cohibido quedará el individuo. Esto se traducirá en que sus actuaciones serán precavidas y necesitará probar más cosas, aumentando su coste de oportunidad, aunque lo que obtendría sería una minimización de pérdidas.

Igual que este último caso podríamos enmarcar la heurística de la Aversión a la Pérdida, ya que, dependiendo de la experiencia del individuo, su actitud quedara condicionada de una forma u otra. Esto implicaría que minimizaría sus pérdidas en caso de tener una fuerte aversión porque el individuo necesitaría estar muy seguro de la decisión de inversión que va a llevar a cabo.

CAPITULO 3. RELACION ENTRE BEHAVIORAL FINANCE E INVERSIONES DE IMPACTO

En este punto del análisis trabajo se va a tratar de poner en conjunto todo lo investigado anteriormente, para así tratar de explicar las Finanzas de Impacto a través del Behavioral Finance.

Para relacionarlo, primero comentaremos una serie de opiniones de autores reconocidos en este campo, para después tratar de emitir un juicio global.

Como hemos visto, el Behavioral Finance trata de explicar las anomalías que ocurren en el mercado financiero, y es por ello que encontramos un vínculo entre el Behavioral Finance y las Finanzas de Impacto. Este vínculo, no es otro que aquel que mueve al individuo a escoger el perfil de inversor de impacto en vez de un perfil clásico de inversor.

Las siguientes opiniones de Odeam y Shefrin, responden a la siguiente pregunta: ¿Creen ustedes que el Behavioral Finance tienen algún efecto sobre las Finanzas de Impacto? Procedente de una entrevista realizada por Kuo, J (2013) recogidas en el portal Netwallet.

Para Shefrin se puede justificar la actitud del inversor de impacto a través de las teorías de del Behavioral Finance. Explica que gracias al Framing, los inversores de impacto tratan de hacer este tipo de inversiones más familiares buscando similitudes con otras inversiones. Otro argumento en el que se basa es el miedo. Este ha llevado a inversores a alejarse de las finanzas de impacto, puesto que por el desconocimiento no han querido indagar en la búsqueda de activos que ofrecen un impacto social.

Shefrin concluye explicando que el Behavioral Finance justifica las finanzas de impacto, pues estas no son solo el retorno de capital, sino que también admite el retorno de otras dimensiones como el impacto social. Apoyándose en teorías del Behavioral Finance como el Framing, la Sobre confianza, o Disonancia Cognitiva.

Por otro lado, nos encontramos con Odeam. Explica que no observa evidencias significativas para la justificación de las Finanzas de Impacto a través del Behavioral Finance. Solo encuentra una relación, asumir cierto riesgo a cambio de generar impacto. Por tanto, esto no puede justificar las Finanzas de Impacto, sino que lo ve como una

oportunidad donde los inversores pueden unificar la rentabilidad y la generación de impacto.

Davies y Bhargava El valor de ser humano (2015), defienden que el comportamiento de los inversores de impacto se debe a dos motivos. El primero es el deber moral, en el cual para los inversores cuyo deber moral es generar impacto para la sociedad, las finanzas de impacto no son una opción, sino una obligación. La segunda es la satisfacción personal. Este motivo defiende que los inversores de impacto dedican sus recursos a este tipo de inversión ya que lo que más les preocupa es la satisfacción a través de ayudar a los demás. Por ello, estos inversores no tienen noción de la rentabilidad, sino que solo se fijaran en el impacto que generen.

De este último motivo podemos extraer ciertas relaciones con el Behavioral Finance, y es que la obsesión de estos inversores de generar impacto, les lleva a olvidarse de la rentabilidad que pueden tener. Esto se puede ligar a la disonancia cognitiva, y es que en caso de que esa rentabilidad no sea lo suficientemente competitiva podría crear un dilema al inversor y por esto ver su satisfacción personal minimizada.

Si analizamos la opinión de los diferentes autores, podemos concluir que no existe una postura clara sobre qué es lo que influye a un inversor a invertir en impacto. Unos defienden que lo que les mueve es su forma de ser, otros defienden que no existe relación y otros que el Behavioral Finance afecta al comportamiento del inversor como a cualquier otro.

Por tanto, podemos pensar que el Behavioral Finance no justifica la elección de un inversor de las Finanzas de Impacto, frente a las inversiones tradicionales. Sino que justifica el comportamiento de este una vez haya invertido en las Finanzas de Impacto.

Es importante que el Behavioral Finance trate de explicar este comportamiento, y es que hoy en día existe una fuerte convicción de que el objetivo del inversor ha de ser el de maximizar el valor económico de su cartera, y quien no lo maximiza es porque sigue razonamientos irracionales.

El Behavioral Finance, como explican Davies y Bharava (2015), ayuda a los inversores a seguir manteniendo sus inversiones de impacto. Y es que, gracias a heurísticas como la Disonancia Cognitiva, omiten información relevante acerca de la rentabilidad que obtienen, a fin de centrarse en el impacto que generan. Por otro lado, de

una forma errónea, por sesgos como el Sesgo de Información omiten cierta información relevante acerca de los riesgos y la rentabilidad de estas inversiones. Esto se debe a que tienen la convicción de que lo que hacen es lo correcto, de manera que hacerles ver, que con otras inversiones podrían aumentar sus beneficios pese a buscar su satisfacción con la generación de un impacto social, les haría dudar sobre si sus inversiones son las más adecuadas.

A partir de la explicación de cómo la Disonancia Cognitiva ayuda al inversor a seguir invirtiendo en las Finanzas de Impacto, podemos estudiar como otra heurística como es caso de la Aversión al Riesgo, hace que el inversor prefiera invertir en impacto y no en otros campos. Esto se debe a que al invertir en impacto la percepción del inversor es que no pierde, pues se centra en satisfacer su necesidad de crear impacto, olvidando la rentabilidad que puede obtener y es que como definen Davies y Bharava (2015) los pensamientos de estos dejan de lado los aspectos económicos a cambio de centrarse en el valor que aportan a la sociedad.

A partir de la última explicación podemos introducir un nuevo sesgo que justifica a los inversores de impacto. Este sesgo es el Anclaje, y es que los inversores de impacto, parten con un objetivo, crear impacto a la sociedad. De esta manera, cuando se plantea distintas formas de alcanzar el objetivo solo tendrán en cuenta aquellas que le permitan conseguirlo, como pueden ser actividades filantrópicas o las inversiones de impacto, dejando de lado las inversiones tradicionales ya que no le aportan ese impacto social que busca.

Tras analizar el punto de vista de diferentes autores, podemos explicar que pese a no existir una opinión común sobre el papel del Behavioral Finance en las Finanzas de Impacto, el papel del Behavioral Finance es crucial, debido a que hoy en día existe una convicción racional a maximizar tu cartera, y aquellos inversores que invierten en impacto, influidos por diferentes heurísticas y sesgos mantienen sus posiciones, y reinvierten sus retornos, por satisfacer aquellas creencias que tienen.

Esto quiere decir, que el Behavioral Finance no influye en que un inversor decida invertir en impacto o en activos tradicionales, sino que una vez que ha escogido invertir en impacto, EL Behavioral Finance le sirve como soporte para ver que las inversiones que realizan son las correctas, en vez de ver que existen otras posibilidades de maximizar sus rentabilidades.

CAPÍTULO 4: CONCLUSIÓN

Tras el estudio que se ha realizado, se pueden extraer las siguientes ideas.

La primera, es mencionar que el Behavioral Finance no puede explicar la aparición de las Finanzas de Impacto. Como se trató a lo largo del trabajo, estas finanzas surgen para resolver los problemas globales existentes, así como por la necesidad de unas finanzas responsables.

Por tanto, como se comentó en el apartado anterior, el Behavioral Finance solo tiene capacidad de explicar el comportamiento individualizado de los inversores, y no el de un campo de inversión completo como las Finanzas de Impacto. Esto se debe a que las diferentes heurísticas y sesgos sirven de apoyo para que los inversores de impacto busquen crear un impacto en la sociedad, ya que la forma que tienen estas de influir en el inversor, refuerza su ideología acerca de la forma de inversión.

Otra conclusión podría ser, que las Finanzas de Impacto surgen por una causa natural. Esta causa no es otra, que, tras crisis financiera del 2008, la sociedad es consciente de implantar unas finanzas más responsables y dejar aquellas finanzas tan agresivas que nos habían llevado a la crisis. Si a este motivo, sumamos que existe una tendencia global en la que de una forma progresiva cada vez se es más consciente de los problemas que nos rodean, la sociedad acaba por buscar formas para resolver estos problemas, y es por ello que surgen estas Finanzas.

Sin embargo, tras la realización de la investigación, queda claro que el Behavioral Finance trata de cubrir aquellos aspectos irracionales que influyen en el inversor, como pueden ser los atajos que busca para solucionar dilemas a la hora de invertir. De aquí se puede extraer que lo racional, son la toma de decisiones que llevan al inversor a maximizar su rentabilidad.

Tras esta última idea sobre qué es lo racional y que no, surgen las siguientes preguntas; ¿Es realmente irracional sacrificar rentabilidad por ayudar a los demás? ¿Es realmente racional maximizar tu cartera?

Como respuesta a estas preguntas, podemos concluir que existe una idea globalmente aceptada donde las inversiones tienen como objetivo para maximizar las diferentes carteras. Aquel que quiera generar impacto a través de sus inversiones se está dejando guiar por otros factores como pueden ser sentimientos, motivos filantrópicos o factores irracionales como pueden ser las heurísticas y sesgos. De esta forma, el Behavioral Finance sí que soporta el comportamiento del inversor, sin embargo, la actitud de estos inversores es del todo racional, pues olvidan el egocentrismo para tratar de ayudar a los demás.

Con esto se pretende explicar, que el sacrificar algo por los demás no se puede catalogar como un acto irracional. Al fin y al cabo, la sociedad es una interrelación de todos los que habitamos el planeta, por ello querer mejorar ayudando a los demás, no se debería clasificar como una anomalía, ya que esto debería ser el comportamiento generalizado de la sociedad. Por tanto, al existir unas creencias ya asentadas en la sociedad, el Behavioral Finance sí podrá explicar a través de sus diferentes teorías, porque los inversores de impacto prefieren invertir sus recursos en estas Finanzas frente a las tradicionales.

5. BIBLIOGRAFÍA

- Annual Impact Investor Survey 2017. (2018). Recuperado de <https://thegiin.org/research/publication/annualsurvey2017>
- Bhargava, A y Davies G (2015) The Value of Being Human: A Behavioral Framework for Impact Investing and Philanthropy. Barclays.com https://wealth.barclays.com/content/dam/bwpublic/global/documents/wealth_management/wp-a-behavioural-framework-for-impact-investing-and-philanthropy.pdf?WT.mc_id=social-li-post2
- Fernández, A (3/09/2015): *Impacto social y rentabilidad*. La Vanguardia pág. 19
- Festinger, L. (1962). *A theory of cognitive dissonance*. California: Stanford University Press.
- Festinger, L. (2009). *A theory of cognitive dissonance*. Stanford, Calif.: Stanford University Press.
- Fontrodona, Joan; Levy, David; Sanz, Pablo y Casas Miguel (2015): *La apuesta del Impact Investing, Invertir contribuyendo a la sociedad*. Documentación académica. Área Financiera IESE Business School.
- Gigerenzer, G (2004) *Judgement and Decision Making*. Koehler y Harvey.
- Hersh, M; Shefrin, M y Thaler, Richard (1988) *The Behavioral life-cycle hypothesis*. *Economic Inquiry*. Pág 609.
- Kuo, J. (2013). Do Behavioral Finance and Impact Investment Make Good Bedfellows? - NerdWallet. [online] NerdWallet. Available at: <https://www.nerdwallet.com/blog/investing/behavioral-finance-impact-investment-good-bedfellows>
- Montie, J. (2002): *Behavioral Finance. Insights into irrational minds and markets*. Nueva Jersey, Estados Unidos. Wiley Finance.
- Pascale, Gabriela y Pascale, Ricardo (2011): *Teoría de las finanzas. Sus supuestos, neoclasicismo y psicología cognitiva*. XXXI Jornadas Nacionales de Administración Financiera.
- Ricciardi, V y Simon, K (2001): *What is Behavioral Finance?* *Business, Education & Technology Journal*, Vol. 2, No. 2, pp. 1-9
- Shefrin, Hersh y Statman, M (2011) *Behavioral Finance in the Financial Crisis: Market Efficiency, Minsky and Keynes*. Santa Clara University

- Shiller, Robert (2003); From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. The Journal of Economic Perspectives, vol. 17, No. 1. pp. 83-104
- Stracca, L (2004); Journal of Economic Psychology. Vol 25, pág 373-405.
- Thaler, R. (1980). Mental accounting matters. Journal Of Behavioral Decision Making, pág 183-206
- Tversky, A y Kahneman, D. (1974). "Juicio bajo incertidumbre: Heurística y sesgos" Ciencia.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974): Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. Science, 185(4157), 1124-1131. doi: 10.1126/science.185.4157.1124
- Von Neumann, J y Morgenstern, (1944): *Expected Utility Theory*. Theory of Games and Economic Behaviour. Vol. 33, N° 2. Pp 730-761.
- WYSIATI. (2018). Recuperado de <https://jeffreysaltzman.wordpress.com/2013/04/08/wysiati/>