

INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE: ASPECTOS ECONÓMICOS Y PSICOLÓGICOS EN LA GESTIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN

SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT: ECONOMIC AND PSYCHOLOGICAL ASPECTS OF MUTUAL FUNDS MANAGEMENT

Beatrice Carole Boumda Djampou
Universidad de Zaragoza

doi: <https://doi.org/10.18543/bee.2428>

Recibido: 6 de julio de 2022
Aceptado: 21 de julio de 2022
Publicado en línea: marzo de 2023

RESUMEN

Los datos proporcionados por organismos tanto nacionales como internacionales revelan el interés creciente que los inversores particulares manifiestan hacia los fondos de inversiones sostenibles y responsables (ISR). Si bien desean rentabilidades positivas, dichos inversores esperan de esos fondos una inversión en activos que cumplen criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG). Estos criterios imponen una clara limitación en las estrategias que los gestores de fondos ISR pueden aplicar. ¿El doble objetivo financiero y ético implica un comportamiento diferencial de los gestores de fondos ISR? El propósito principal de este artículo es proporcionar una visión económica y psicológica de los ISR. Analizaremos desde la revisión bibliográfica si existen diferencias de rentabilidad entre fondos convencionales y fondos ISR e investigaremos la relación entre rentabilidad y flujo de dinero y la existencia del efecto disposición en ISR, con el fin de ofrecer a los gestores y a los inversores una visión global para sus tomas de decisiones financieras.

Palabras clave: sesgos de comportamiento, rentabilidad, fondos ISR, gestores de cartera, finanzas del comportamiento

ABSTRACT

Data provided by both national and international organizations reveal the growing interest of individual investors in Sustainable and Responsible Investment (SRI) funds. Although they seek positive returns, these investors also expect these funds to invest in assets that meet Environmental, Social, and corporate Governance (ESG) criteria. These criteria impose a clear constraint on the strategies that SRI fund managers can pursue. Does the dual financial and ethical objective imply a distinctive behaviour by SRI fund managers? The main purpose of this article is to provide an economic and psychological view of SRI. Based on the literature review, we analyse whether there are differences in performance between conventional and SRI funds and investigate the relationship between performance and cash flow and the existence of the disposition effect in SRI, in order to provide managers and investors with a global view for their financial decision making.

Keywords: behavioural biases, performance, SRI funds, portfolio managers, behavioural finance

1. Introducción y contextualización

Las Inversiones Sostenibles y Responsables, también conocidas como Inversiones Socialmente Responsables, se definen como aquellas que incorporan criterios ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG) en el proceso de selección de los títulos de una cartera de inversión. Los criterios ambientales están relacionados con la emisión de gases de efecto invernadero, la gestión de recursos limitados tales como la utilización del agua, la eficiencia energética y la deforestación. Los criterios sociales versan sobre el empleo, la salud y la diversidad, entre otras cosas. Finalmente, los criterios de buen gobierno conciernen a aspectos de gestión, entre otros, la toma de decisiones, los mecanismos de control y de seguimiento y la estructura organizacional.

El interés creciente de los inversores, de las organizaciones y de la sociedad en general por la Inversión Sostenible y Responsable (ISR) es una realidad. En el informe anual de Spainsif (2021), foro español de inversión sostenible, se señala que por primera vez la inversión en activos sostenibles o activos ASG supera a la tradicional. A nivel mundial, la *Global Sustainable Investment Alliance*, GSIA (2018) informa de un incremento de un 15% en la inversión sostenible en los dos años anteriores, alcanzando a principios de 2020 35,3 trillones de dólares en las cinco grandes regiones del informe: Unión Europea (UE), Estados Unidos (EE. UU.), Canadá, Australia, Asia y Japón. Esto supone un 35,9% de los activos totales gestionados en estas regiones.

A pesar de haber ganado en popularidad en los últimos años, los fondos ISR no son productos de una innovación reciente. Schueth (2003) sigue su rastro desde mediados del siglo XVIII con los *Quakers* en Estados Unidos que prescindían de inversiones en empresas relacionadas con la guerra o la esclavitud. Al inicio del siglo pasado, estas inversiones iban dirigidas principalmente a grupos religiosos (Schwartz, 2003) y a partir de los años 70, se abrieron paso y ganaron terreno en entornos más seculares (Viviers & Eccles, 2012). Desde entonces, el mercado de las ISR ha crecido exponencialmente y se ha diversificado tanto en productos que se ofrecen, como en estrategias y en el público al que se dirigen.

Respecto al marco normativo en España, las ISR no están regidas por una norma específica o un conjunto de normas definido. Para obtener un marco normativo es preciso referirse a normas variadas y dispersas, de

las cuales algunas son de obligado cumplimiento y otras son no vinculantes. Ese marco normativo abarca, por un lado, acuerdos internacionales promovidos principalmente por la Organización de las Naciones Unidas (ONU) y la Unión Europea (UE) y, por otro lado, acuerdos estatales yuxtapuestos a acuerdos de organizaciones no gubernamentales como Spainsif (Paluzie, 2020).

A diferencia de los fondos convencionales que tienen como principal objetivo la rentabilidad económica, los fondos ISR tienen un objetivo ético que se suma al objetivo financiero. Las teorías de las finanzas tradicionales se basan en la hipótesis de agentes racionales interactuando en un mercado eficiente (Markowitz, 1952; Sharpe, 1964). No obstante, la realidad es bien distinta y muchos fenómenos recurrentes como las burbujas no existirían si esas hipótesis fueran certeras. DeBondt et al. (2010) argumentan que las finanzas conductuales o finanzas del comportamiento tienen como enfoque el estudio de la influencia de la psicología en la toma de decisiones de los agentes económicos y su posterior incidencia en el mercado. El aporte de las finanzas del comportamiento es aún más relevante, si cabe, en el contexto de las ISR, puesto que a la motivación económica se une la motivación ética de los inversores.

Partiendo de ese punto surgen varias preguntas de interés tanto para la sociedad civil, como para los inversores y para los profesionales del sector: ¿existe una diferencia en términos de rentabilidad económica entre los fondos convencionales y los fondos ISR? ¿Los inversores de fondos ISR tienen expectativas y comportamientos distintos a los inversores de fondos convencionales? Puesto que los gestores de fondos ISR tienen objetivos de rentabilidad económica, ¿los fondos ISR son realmente fondos éticos o son fondos convencionales disfrazados? ¿La dualidad de objetivos tiene una implicación psicológica en la gestión de fondos ISR?

El presente artículo explora y analiza la literatura existente en el ámbito de los fondos ISR para ofrecer explicaciones y respuestas a las preguntas anteriores y proponer líneas de investigación ajustadas al contexto español. Primero, exploraremos el tema de la rentabilidad económica. ¿Los fondos ISR y los fondos convencionales presentan diferencias en términos de composición de cartera y en términos de rentabilidad económica? A continuación, analizaremos varios estudios para determinar si los flujos de dinero van relacionados con la rentabilidad pasada en fondos ISR. Si es así, ¿en qué medida? Asimismo, investigaremos a través de la literatura si los fondos ISR son o no fondos convencionales disfrazados. Finalmente exploraremos el efecto disposición en los mismos, es decir, analizaremos

si el inversor deshace posiciones en ganancias con mayor rapidez que las posiciones en pérdidas.

2. ¿Los fondos ISR son realmente sostenibles y responsables?

El maquillaje de cartera o “*window dressing*” es una estrategia de manipulación que consiste en hacer cambios en las carteras para mejorar los informes y la información publicada a los inversores, dando una mejor apariencia al fondo. Choi & Chhabria (2013) realizaron un estudio de las composiciones de carteras de 3.000 fondos de inversión estadounidenses sobre un periodo de 10 años y no encontraron indicios de maquillaje de cartera. En España, Ortiz et al. (2013) hallan evidencias en un pequeño porcentaje de fondos, sugiriendo que no es una práctica extendida. Aun así, otros estudios en mercados emergentes han detectado la existencia de esta práctica, por ejemplo, en Taiwan (Hung et al., 2020) o en Brasil (Marques et al., 2019).

En el contexto de los fondos ISR, hablamos de maquillaje de cartera si los fondos invierten en todo tipo de activos mientras invierten en activos ASG sólo cuando deben hacer públicas sus carteras. Muñoz et al. (2022) hacen referencia al maquillaje de carteras ético cuando lo que se intenta mejorar es la media de las puntuaciones éticas recibidas por las empresas que forman parte de la cartera.

Los inversores de fondos ISR eligen esos fondos principalmente por motivos sociales (Riedl & Smeets, 2017). Motivados por la prensa y algunos resultados que sugieren que los ISR son fondos convencionales disfrazados, autores como Benson et al. (2006) se preguntan si las carteras de los fondos ISR se diferencian realmente de las de los fondos convencionales. En consecuencia, si se contrastase la existencia del fenómeno de maquillaje de carteras en ISR, la realidad de las inversiones en fondos ISR podría alejarse considerablemente de las expectativas de los inversores.

Otro punto fundamental cuando hablamos de fondos de inversión ISR es el fenómeno conocido como “ecoblanqueo”, o mejor conocido por su terminología inglesa “*greenwashing*”. El “*greenwashing*” es una técnica de marketing empleada por algunas empresas que consiste en transmitir al público una imagen “verde” mientras que las acciones reales de la empresa no protegen el medio ambiente, o incluso lo perjudican. De ahí el

papel fundamental que juegan las agencias de “*rating*” especializadas en el desarrollo de las ISR (Fernández-Izquierdo et al., 2018).

Varios estudios han investigado si los gestores de fondos ISR estadounidenses realizaban esta práctica. En concreto, Kempf & Osthoff (2008) compararon las composiciones de carteras de fondos SRI con composiciones de carteras de fondos convencionales sobre un periodo de más de 10 años. Estos autores concluyen que los fondos ISR estadounidenses tienen una mayor puntuación ética que los fondos convencionales. Por lo tanto, no incurrir en este tipo de prácticas de manipulación de carteras. Muñoz et al. (2022) llegaron a una conclusión similar con una metodología distinta: compararon información pública y datos de composición de carteras que no están a disposición del inversor particular. Asimismo, Curtis et al. (2021) analizaron más de 200 fondos ISR y no encontraron evidencias compatibles con el “*window dressing*”.

En conclusión, estos estudios confirman que no hay indicios de cambios significativos en las carteras con el fin de manipular la orientación ética de los fondos. Por lo tanto, los inversores pueden confiar en que los fondos ISR invierten realmente en activos ASG, incluso cuando las composiciones de sus carteras no se hacen públicas. Como futura línea de investigación, sería de sumo interés realizar unos estudios similares en fondos ISR en España.

3. ¿Los fondos ISR sacrifican su rentabilidad?

El inversor, desde su punto de vista, se plantea si el hecho de incorporar aspectos ASG en la toma de decisiones de inversión, pueda estar afectando a su rentabilidad. Basado en Rudd (1981) es posible argumentar que, puesto que los fondos ISR se construyen partiendo de un universo más reducido que el de los fondos convencionales, su diversificación y su rentabilidad se verían mermadas. Otros autores, sin embargo, argumentan que los filtros ASG actúan a favor de una selección de activos de mejor calidad y por lo tanto los fondos ISR pueden obtener mejores rentabilidades a largo plazo (Kempf & Osthoff, 2007; Cortez et al., 2009).

La rentabilidad es uno de los temas que más atención ha recibido en la literatura sobre los fondos ISR. Lean et al. (2015) analizan 500 fondos europeos y 248 fondos norteamericanos y concluyen que los fondos ISR superan/sobrepasan su índice en ambas regiones. En su análisis comparativo, su trabajo revela que los fondos ISR norteamericanos tienen mejores rentabilidades que los fondos europeos y, sin embargo, los fondos euro-

peos tienen más persistencia en su rentabilidad que los fondos estadounidenses.

Comparando la rentabilidad de los fondos ISR y los convencionales, algunos estudios concluyen que no presentan diferencias significativas en rentabilidad (Bauer et al., 2005; Cortez et al., 2009; Kempf & Osthoff, 2008; Humphrey et al., 2016); incluso que podrían llegar a obtener mayores rentabilidades (Kempf & Osthoff, 2007; Gil-Bazo et al., 2010); si bien es cierto que Renneboog et al. (2008) muestran que los fondos ISR obtienen resultados inferiores a los de los fondos convencionales.¹ Nofsinger & Varma (2014) distinguen un patrón interesante: los fondos ISR obtienen mejores rentabilidades que los fondos convencionales en periodos de crisis y fuera de esos periodos la tendencia se invierte. Además, recalcan que el efecto es más pronunciado si uno se centra exclusivamente en fondos con estrategia de selección positiva. En esos fondos, para diseñar la cartera, se incluyen únicamente empresas que cumplen ciertos requisitos.

Cuando se acomete un análisis más profundo, se puede observar que la diferencia entre la rentabilidad de los fondos ISR y la de los fondos convencionales puede variar según los mercados. Cortez et al. (2012) realizan un estudio comparativo del rendimiento de los fondos ISR y los fondos convencionales. En la mayor parte de Europa, no se encuentran diferencias significativas entre la rentabilidad de los fondos convencionales y la rentabilidad de los fondos ISR. Sin embargo, su estudio revela que la rentabilidad de los fondos convencionales es superior a la rentabilidad de los fondos ISR en Estados Unidos y también en Austria, aunque en menor medida.

Dentro de lo permitido por las normas de obligado cumplimiento, existen numerosas estrategias, cada vez más sofisticadas, que se pueden emplear en la orientación de las carteras de los fondos ISR. Según Eurosif (2018) la estrategia más usada es la exclusión que consiste en eliminar empresas, sectores o incluso países del universo de inversiones permitidas. Asimismo, se observa que la rentabilidad de los fondos ISR podría estar ligada también a la estrategia empleada. Capelle-Blancard & Monjon (2014) concluyen que cuantos más filtros, menor es la rentabilidad del fondo ISR, hasta un máximo. A partir de ese punto, la tendencia se invierte: cuantos más filtros, mayor es la rentabilidad.

¹ Para una revisión bibliográfica exhaustiva, consultar Arefeen and Shimada (2020)

4. ¿Cómo es la relación entre rentabilidad y flujos de dinero en los fondos ISR?

Estrechamente relacionado con el motivo por el que los inversores eligen fondos ISR es el tema de los flujos de dinero. Chevalier & Ellison (1997) y Sirri & Tufano (1998) son dos de los estudios pioneros en el análisis de la relación entre la rentabilidad pasada y los flujos de dinero en fondos de inversión. Ambos estudios y también estudios posteriores como Ferreira et al. (2012) concluyen que la relación entre la rentabilidad pasada y los flujos de dinero posteriores es convexa: los inversores tienden a premiar de forma desproporcionada los fondos con mejores rentabilidades mientras que son más reacios en deshacerse de fondos con peores rentabilidades.

Un factor determinante en las ISR es la perspectiva del inversor y sus diferentes motivaciones o sensibilidades a la hora de invertir. Durán-Santomil et al. (2019) concluyen que la puntuación ASG de los fondos está significativamente correlacionada con las entradas de dinero en los fondos ISR. En esa línea, Riedl & Smeets (2017) confirman que los inversores se interesan por las ISR principalmente por motivos sociales y que la motivación financiera también juega un papel, aunque más limitado.

Bollen (2007) analiza la relación entre rentabilidad pasada y flujos posteriores de dinero en fondos ISR. Concluye que en fondos ISR los flujos de dinero están más relacionados con rentabilidades pasadas que en fondos convencionales. También encuentra evidencia, aunque menos significativa, de una menor relación de los flujos de dinero con rentabilidades negativas en ISR. Benson & Humphrey (2008) demuestran que los inversores sostenibles y responsables son menos sensibles que los inversores convencionales a la rentabilidad pasada y son más propensos a mantener sus inversiones tras resultados negativos. Lo que confirmaría que la motivación primera de los inversores no es la rentabilidad, sino el aspecto ético de los fondos ISR.

Renneboog et al. (2011) confirman los resultados obtenidos por Benson & Humphrey (2008): los inversores de fondos ISR son menos sensibles a las rentabilidades negativas y además muestran que este efecto se acentúa según la estrategia empleada por los fondos. Demuestran que los fondos que emplean estrategia de exclusión son menos sensibles a las rentabilidades negativas que los fondos convencionales, mientras que los fondos ISR dedicados a temas medioambientales son más susceptibles a rentabilidades positivas. Renneboog et al. (2011) investigan también si los fondos ISR que más flujos de dinero reciben tienen mejores rentabili-

dades posteriormente. Según su análisis, no se hallan evidencias significativas que respalden que los fondos ISR que reciben más dinero exceden o no su índice o fondos convencionales.

5. ¿Cómo opera el efecto disposición en los fondos ISR?

Las emociones suelen jugar un papel importante en la inversión y, por ello, es importante ser conscientes de ellas (Summers & Duxbury, 2012). Algunos de estos comportamientos en la gestión son el orgullo o el arrepentimiento del perdedor, entre otros. El orgullo puede provocar un exceso de confianza y un incremento de las operaciones de trading. Por otro lado, existe una gran asimetría en los sentimientos provocados por una situación de ganancias o pérdidas, el ser humano manifiesta un total rechazo al error, no reconocerá en público las pérdidas sufridas en mercados financieros, pero expondrá sin tapujos el éxito de sus operaciones retroalimentando su confianza en sí mismo.

Estos patrones, podrían desembocar en el sesgo conocido como efecto disposición tal y como lo definió originalmente Shefrin & Statman (1985). Este sesgo consiste en que el inversor deshace posiciones en ganancias con mayor rapidez que las posiciones en pérdidas. De este modo, materializa las ganancias, pero retrasa la materialización de las pérdidas para retrasar el sentimiento de error, ya que dicha materialización confirmaría su equivocación en la estrategia elegida manteniendo así la posición con ánimo de recuperar lo perdido. Estas decisiones de mantener o vender se toman sobre un punto de referencia que es el precio de compra, es decir, valoras las pérdidas o ganancias respecto a ese punto tal y como se define en la Teoría Prospectiva de Kahneman & Tversky (1979). Este efecto ha sido analizado y confirmado en varios mercados, a nivel de inversor individual y profesional (Cici, 2012; Summers & Duxbury, 2012; Andreu et al., 2020).

¿En el contexto de las ISR, la motivación ética de los inversores influye en el comportamiento de los gestores? ¿Se observa más tendencia a mantener las pérdidas en gestores de fondos ISR que gestores de fondos convencionales? Los resultados obtenidos por Boumda et al. (2021) revelan varios datos interesantes sobre el efecto disposición. Analizando la muestra completa del estudio, los resultados indican que los gestores tienen tendencia a realizar pérdidas y se resisten a realizar ganancias, puesto que el *spread* o brecha de disposición es negativo y significativo. Con la muestra dividida entre fondos ISR y fondos convencionales, los

resultados reflejan que los fondos ISR son los que principalmente tienden a un comportamiento inverso al efecto disposición, ya que presentan unos resultados significativos. Las estadísticas descriptivas de este trabajo, una vez más, confirman también que, en general, la tendencia se dirige hacia la realización de las pérdidas frente a las ganancias y que esa tendencia está más pronunciada en ISR que en fondos convencionales.

En general, estos resultados están en consonancia con Cici (2012) que no encuentra evidencia de la existencia de un efecto disposición. Así mismo, separando los datos entre fondos ISR y fondos convencionales y empleando datos con mayor frecuencia, Cici (2012) no aprecia una diferencia significativa entre ISR y fondos convencionales.

Por otro lado, distintos estudios han establecido la existencia de una relación entre el efecto disposición y la tendencia del mercado (Leal et al., 2010), las características de los gestores (Cici, 2012) o el rendimiento pasado (An et al., 2019). En concreto, Boumda et al. (2021) con relación a la tendencia del mercado, confirman la tendencia a realizar las pérdidas y mantener las ventas, tanto en mercado alcistas como en mercado bajistas. Una vez más, esa tendencia está impulsada por fondos ISR. Además, analizando las características de los gestores, Boumda et al. (2021) destacan que los equipos en general cierran menos posiciones que los gestores individuales, tanto en términos de ganancias como en términos de pérdidas, no resultando estas diferencias significativas. Comparando entre fondos ISR y fondos convencionales, los resultados son consonantes con los anteriores: los ISR tienen más tendencia a realizar las pérdidas y a mantener las ganancias. Además, la perspectiva de género en los gestores de inversión no supone comportamientos diferenciales en los fondos analizados bien sean ISR o convencionales y ni los ISR ni los fondos convencionales presentan más tendencia al efecto disposición, tomando en cuenta el rendimiento pasado. En definitiva, y tras explorar varios aspectos relevantes, estos autores concluyen que, si bien los fondos ISR tienen un componente de sostenibilidad añadido, el comportamiento de sus gestores no es significativamente distinto al comportamiento de los gestores de fondos convencionales en términos de efecto disposición.

6. Conclusiones principales

Las Inversiones Sostenibles y Responsables (ISR) están en pleno auge, tanto a nivel nacional como a nivel global. Al interés cada vez más creciente de los inversores se suma una avanzada sofisticación de las estrate-

gías empleadas, lo que lleva a un desarrollo importante del sector. La motivación de los inversores no es meramente económica, sino que responde a un deseo de generar impacto social por parte de estos.

El crecimiento de ese sector viene acompañado por muchas preguntas y dudas, tanto de la sociedad civil como de los profesionales e investigadores del sector. ¿Las ISR son realmente sostenibles y responsables? ¿Para obtener ese impacto social, los inversores deben renunciar a obtener rentabilidad económica? ¿La rentabilidad de los fondos ISR influye en los flujos de dinero posteriores? Puesto que los inversores tienen también una motivación ética, ¿tendría este factor una incidencia en el comportamiento de los gestores? ¿Cuál es la tendencia de los gestores de fondos ISR frente a las pérdidas? ¿Tienden a un comportamiento distinto al de los gestores de fondos convencionales?

El presente estudio presenta las siguientes conclusiones:

1. Una de las preocupaciones de los inversores es saber si realmente los fondos ISR invierten en activos que cumplen criterios ASG. Los estudios realizados no encuentran indicios de la existencia del maquillaje de cartera en fondos ISR en Estados Unidos.
2. Otra de las preocupaciones de los inversores es saber si los fondos ISR tienen más o menos rentabilidad que los fondos convencionales. A pesar de no haber consenso en la literatura sobre este tema, los estudios realizados en la Unión Europea no hallan diferencias significativas entre ambos grupos de fondos.
3. Varios estudios indican que los inversores de fondos ISR tienen menos sensibilidad a la rentabilidad pasada y que son más propensos a mantener fondos a pesar de resultados negativos. Lo que confirma, como apuntaban estudios previos, que los inversores de fondos ISR optan por esos fondos principalmente impulsados por una motivación ética.
4. En relación con el comportamiento de los gestores, las investigaciones señalan que no presentan el sesgo de disposición. Las evidencias indican lo contrario: los gestores de fondos ISR son más reacios a realizar ganancias y cierran antes posiciones en pérdidas.

Finalmente hemos de destacar que existen otros sesgos de comportamiento que aún no han recibido mucha atención en la literatura, pero cuyo posible impacto podría ser importante. Uno de ellos es el “home bias” también conocido como sesgo doméstico. El “home bias” es un sesgo hacia lo familiar y se manifiesta cuando, pudiendo invertir en otros mercados, el gestor sobreexpone su cartera al mercado que mejor co-

noce, generalmente su mercado nacional. Cortez et al. (2009) realizaron un estudio internacional sobre el “home bias” en fondos ISR y hallaron evidencias significativas de la presencia generalizada de este fenómeno. Esto implicaría que los gestores de fondos no aprovechan plenamente sus oportunidades y que los inversores no se están beneficiando de las posibles ventajas de una diversificación internacional. Sería interesante tanto para los inversores como para los profesionales del sector indagar más en temas de finanzas conductuales en el mercado español.

Referencias

- An, L., Engelberg, J., Henriksson, M., Wang, B., & Williams, J. (2019). The portfolio-driven disposition effect. *Working Paper, Available at SSRN 3126997* https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3126997
- Andreu, L., Ortiz, C., & Sarto, J. L. (2020). Disposition effect in fund managers. Fund and stock-specific factors and the upshot for investors. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 176, 253-268.
- Arefeen, S., & Shimada, K. (2020). Performance and Resilience of socially responsible investing (SRI) and conventional funds during different shocks in 2016: evidence from Japan. *Sustainability*, 12(2), 540.
- Bauer, R., Koedijk, K., & Otten, R. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1751-1767.
- Benson, K. L., Brailsford, T. J., & Humphrey, J. E. (2006). Do socially responsible fund managers really invest differently? *Journal of Business Ethics*, 65(4), 337-357.
- Benson, K. L., & Humphrey, J. E. (2008). Socially responsible investment funds: Investor reaction to current and past returns. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1850-1859.
- Bollen, N. P. (2007). Mutual fund attributes and investor behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 683-708.
- Boumda, B., Duxbury, D., Ortiz, C., & Vicente, L. (2021). Do Socially Responsible Investment Funds Sell Losses and Ride Gains? The Disposition Effect in SRI Funds. *Sustainability*, 13(15), 8142.
- Capelle-Blancard, G., & Monjon, S. (2014). The performance of socially responsible funds: Does the screening process matter? *European Financial Management*, 20(3), 494-520.
- Cici, G. (2012). The prevalence of the disposition effect in mutual funds' trades. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(4), 795-820.
- Chevalier, J., & Ellison, G. (1997). Risk taking by mutual funds as a response to incentives. *Journal of Political Economy*, 105(6), 1167-1200.

- Choi, S. H., & Chhabria, M. (2013). Window dressing in mutual fund portfolios: fact or fiction? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 21(2), 136-149.
- Cortez, M. C., Silva, F., & Areal, N. (2009). The Performance of European Socially Responsible Funds. *Journal of Business Ethics*, 87(4), 573-588.
- Curtis, Q., Fisch, J., & Robertson, A. Z. (2021). Do ESG mutual funds deliver on their promises? *Michigan Law Review*, 120, 393-450.
- DeBonds, W., Forbes, W., Hamalainen, P., & Muradoglu, Y. G. (2010). What can behavioural finance teach us about finance? *Qualitative Research in Financial Markets*, 2(1), 29-36.
- Durán-Santomil, P., Otero-González, L., Correia-Domingues, R. H., & Reboredo, J. C. (2019). Does sustainability score impact mutual fund performance? *Sustainability*, 11(10), 2972.
- Eurosif (2018). *European SRI Study – Eurosif 2018*. Brussels.
- Fernández-Izquierdo, M. A., Muñoz-Torres, M. J., Escrig-Olmedo, E., Rivera-Lirio, J. M., & Ferrero-Ferrero, I. (2018). Las agencias de calificación de la sostenibilidad, impulsoras de la inversión socialmente responsable. *Boletín de Estudios Económicos*, 73(224), 367-385.
- Ferreira, M. A., Keswani, A., Miguel, A. F., & Ramos, S. B. (2012). The flow-performance relationship around the world. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1759-1780.
- Gil-Bazo, J., Ruiz-Verdú, P., & Santos, A. A. (2010). The performance of socially responsible mutual funds: The role of fees and management companies. *Journal of Business Ethics*, 94(2), 243-263.
- Global Sustainable Investment alliance. (2018). *Global Sustainable Investment Review 2018*. http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf
- Humphrey, J. E., Warren, G. J., & Boon, J. (2016). What is different about socially responsible funds? A holdings-based analysis. *Journal of Business Ethics*, 138(2), 263-277.
- Hung, P. H., Lien, D., & Kuo, M. S. (2020). Window dressing in equity mutual funds. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 78, 338-354.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292.
- Kempf, A., & Osthoff, P. (2007). The effect of socially responsible investing on portfolio performance. *European Financial Management*, 13(5), 908-922.
- Kempf, A., & Osthoff, P. (2008). SRI funds: Nomen est omen. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(9-10), 1276-1294.
- Leal, C. C., Armada, M. J. R., & Duque, J. C. (2010). Are all individual investors equally prone to the disposition effect all the time? New evidence from a small market. *Frontiers in Finance and Economics*, 7(2), 38-68.
- Lean, H. H., Ang, W.R., & Smyth, R. (2015). Performance and performance persistence of socially responsible investment funds in Europe and North America. *The North American Journal of Economics and Finance*, 34, 254-266.

- Markowitz, H. (1952). The utility of wealth. *Journal of political Economy*, 60(2), 151-158.
- Marques, M. R., Sampaio, J. O., & Silva, V. A. B. (2019). Window dressing in Brazilian investment funds. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31, 116-128.
- Muñoz, F., Ortiz, C., & Vicente, L. (2022). Ethical Window Dressing: SRI Funds are as Good as their Word. *Finance Research Letters*, 49, 103109.
- Nofsinger, J., & Varma, A. (2014). Socially responsible funds and market crises. *Journal of Banking & Finance*, 48, 180-193.
- Ortiz, C., Ramírez, G., & Sarto, J. L. (2013). Assessment of window dressing using fund returns and portfolio holdings. *The Spanish Review of Financial Economics*, 11(2), 85-93.
- Paluzie, A. P. (2020). Origen, desarrollo y futuro de las inversiones socialmente responsables (ISR). *Revista Española de Capital Riesgo*, (2), 39-58.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723-1742.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2011). Is ethical money financially smart? Nonfinancial attributes and money flows of socially responsible investment funds. *Journal of Financial Intermediation*, 20(4), 562-588.
- Riedl, A., & Smeets, P. (2017). Why do investors hold socially responsible mutual funds? *The Journal of Finance*, 72(6), 2505-2550.
- Rudd, A. (1981). Social Responsibility and Portfolio Performance. *California Management Review*, 23(4), 55-61.
- Schueth, S. (2003). Socially responsible investing in the United States. *Journal of business ethics*, 43(3), 189-194.
- Schwartz, M. S. (2003). The "ethics" of ethical investing. *Journal of business ethics*, 43(3), 195-213.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777-790.
- Sirri, E. R., & Tufano, P. (1998). Costly search and mutual fund flows. *The Journal of Finance*, 53(5), 1589-1622.
- Spainsif (2021). *La inversión sostenible y responsable en España – Estudio Spainsif 2021*. Madrid.
- Summers, B., & Duxbury, D. (2012). Decision-dependent emotions and behavioral anomalies. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 118(2), 226-238.
- Viviers, S., & Eccles, N. S. (2012). 35 years of socially responsible investing (SRI) research-general trends over time. *South African Journal of Business Management*, 43(4), 1-16.