

INVERSIÓN DE PATRIMONIOS



Lecciones para inversores
a largo plazo del modelo
de gestión de *endowments*

JAIME ALONSO STUYCK

Prólogo de
Francisco García Paramés

DEUSTO

Inversión de patrimonios

Lecciones para inversores a largo plazo
del modelo de gestión de *endowments*

JAIME ALONSO STUYCK



EDICIONES DEUSTO

© Jaime Alonso Stuyck, 2022

© Centro de Libros PAPP, SLU., 2022

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAPP, SLU.

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-234-3323-0

Depósito legal: B. 18.408-2021

Primera edición: enero de 2022

Preimpresión: Pleka, scp

Impreso por Romanyà Valls, S. A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

El papel utilizado para la impresión de este libro está calificado como **papel ecológico** y procede de bosques gestionados de manera **sostenible**.

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Sumario

Prólogo , por Francisco García Paramés	11
Presentación	29

PARTE I

Introducción

Capítulo 1. El <i>endowment</i> : un instrumento de excelencia	43
1.1. La función de un <i>endowment</i>	45
1.2. Tipos de <i>endowments</i>	49
En cuanto al horizonte: <i>True, Quasi-endowment</i> y <i>Term</i> ..	50
En cuanto al uso: de libre disposición y finalista	52
1.3. Equidad intergeneracional	54
1.4. Principales retos que plantea	63
1.5. El <i>fundraising</i>	66
Capítulo 2. Constitución y gobierno	73
2.1. Una decisión institucional	73
2.2. Factores de éxito en la constitución	82
2.3. La estructura de gobierno	85
2.4. La función de cada órgano	90
Consejo de administración	91
Comité de inversiones	95
El <i>Chief Investment Officer</i>	105
Consultores externos	108

PARTE II
Inversiones financieras

Capítulo 3. Activos tradicionales	117
3.1. Clases de activos	117
3.2. <i>Cash</i>	120
3.3. Renta fija	123
Riesgos: crédito, duración, inflación y liquidez	126
Renta fija corporativa	143
3.4. Renta variable	147
Riesgos: valoración, inflación y volatilidad	147
<i>Equity risk premium</i>	158
3.5. Carteras de inversión	163
Gestión del riesgo: diversificar, cubrir y asegurar	169
Capítulo 4. Clases alternativas de activos	177
4.1. Activos reales	179
Activos inmobiliarios	183
Materias primas, oro y recursos naturales	188
Infraestructuras	195
4.2. <i>Private equity</i>	196
Características	198
Estrategias: <i>Venture Capital, Mezzanine, LBO</i> , otras ..	200
Generación de valor: importancia del múltiplo y del gestor	209
4.3. Estrategias alternativas	215
Estrategias <i>long/short</i>	215
Derivados: futuros y opciones	218
Criptomonedas	232
4.4. Productos estructurados: CDO; derivados de crédito...	234
Capítulo 5. Vehículos de inversión	239
5.1. Fondos de inversión	239
5.2. Fondos de <i>private equity</i>	250
<i>Limited partnership</i>	252
<i>Search funds</i>	253
5.3. <i>Hedge funds</i>	256
Características	256
Clasificación: <i>L/S, global macro, event driven, arbitrage</i>	259
Generación de valor: promesa e importancia del gestor	271
5.4. El (fuerte) impacto de las comisiones	277

PARTE III

Gestión de patrimonios

Capítulo 6. Política de inversión	285
6.1. <i>Investment policy statement</i>	285
Alcance.....	286
Disciplina inversora	288
Condiciones: cultura financiera y tolerancia al riesgo	291
El horizonte de inversión.....	294
6.2. <i>Asset allocation</i>	298
6.3. Política de distribución.....	322
6.4. Política de inversión responsable. ESG	327
Capítulo 7. Gestión del riesgo	341
7.1. El riesgo en el largo plazo	341
7.2. Gestión de algunos riesgos.....	349
Diversificar	349
Proteger la distribución	350
Cubrirse frente a riesgos conocidos	355
Rebalancear.....	357
<i>Due dilligence</i> operativa.....	360
7.3. Navegar el ciclo	361
El ciclo económico	362
El ciclo de los mercados	364
Posicionarse en el ciclo.....	367
El arte de la ejecución.....	374
7.4. Medir los riesgos	379
Capítulo 8. Gestión de las operaciones	383
8.1. El modelo de gestión	383
Gestión externa o interna	384
Gestión activa o pasiva.....	389
8.2. Ejecución de las decisiones de inversión	397
8.3. Selección de vehículos	406
Gestión pasiva: <i>track record</i>	406
Gestión activa: selección y evaluación de gestores	409
8.4. Medición, evaluación y comunicación de resultados ...	419
Métodos de cálculo de la rentabilidad	419
<i>Benchmarking</i>	427
<i>Reporting</i>	436

Conclusiones	441
Apéndice A. Fundamentos de teorías de factores de riesgo	447
1. Teoría de carteras de inversión	447
<i>Modern Portfolio Theory</i> de Markowitz.....	448
Frontera eficiente con activos libres de riesgo	452
2. <i>Capital Asset Pricing Model</i>	457
Postulados y formulación.....	457
Aplicaciones	461
Validez del CAPM.....	464
3. Modelos multifactor	466
El modelo de tres factores de Fama y French	466
Otros modelos multifactor.....	469
4. Clasificación de factores	472
Macroeconómicos.....	474
Ligados a estilos de inversión: <i>market, size, value, momentum</i>	475
Otros factores de riesgo: <i>low (min) volatility, quality</i>	487
5. Factores de riesgo en diversas clases de activos	489
6. Inversión mediante factores de riesgo	494
<i>Smart Beta</i>	494
<i>Factor allocation</i>	496
Evaluación de gestores.....	499
Apéndice B. Ejemplo de política de inversión	501
Bibliografía	515

Capítulo 1

El *endowment*: un instrumento de excelencia

Hay muchas definiciones de *endowment*, y cada una resalta algunos aspectos particulares y ligeramente distintos. Una definición sencilla y válida, en cuanto que contiene los elementos fundamentales, podría ser la que aporta el diccionario inglés de Collins: «Donación de dinero hecha a una institución o comunidad, con el propósito de que le provea de unos ingresos anuales». El concepto de provisión de ingresos anuales es fundamental, por lo que supone de permanencia en el tiempo.

De manera más específica, se suele definir como un «fondo de capitalización, constituido habitualmente con donaciones, que se funda con el doble objetivo de aportar una fuente permanente de recursos para sufragar actividades y proyectos, al tiempo que mantiene su valor, de manera que generaciones futuras tengan el mismo poder adquisitivo que la actual, lo que se consigue mediante una inversión financiera eficaz».

La palabra inglesa viene del verbo *to endow*, que significa «dotar». Una buena traducción al español del término *Endowment fund* podría ser «fondo de dotación». Un *endowment* es, por tanto, un fondo de dotación, pero con vocación de duración indefinida. En la escasa literatura en castellano sobre la materia, se usa con frecuencia el término en español. Sin embargo, en este libro utilizaré habitualmente el vocablo anglosajón, por-

que el concepto incluye algunas características peculiares y propias a las que no siempre se hace referencia al usar el vocablo español.

Estos fondos están constituidos normalmente con donaciones, aunque no exclusivamente. Por ejemplo, una institución puede decidir constituirlo con parte de sus reservas, o con los frutos de cierta actividad que desarrolla, etcétera. Lo importante a la hora de caracterizarlo no es tanto el origen de los fondos, sino más bien su destino y la manera de gestionarlo: un *endowment* cobra pleno sentido en función de su finalidad y del papel que juega dentro de la institución o actividad a favor de la cual se constituye.

Externamente, dos *endowments* pueden ser muy similares, incluso en tamaño y antigüedad, y sin embargo, tratarse de dos realidades muy diferentes, pues el papel que desempeñan es distinto. La finalidad del fondo y otras circunstancias determinan fuertemente también la manera de invertirlo, y en general de gestionarlo.

Los *endowments* son típicos de instituciones académicas o educativas, fundaciones, asociaciones, las ONG, museos, organizaciones culturales, etcétera. Sin embargo, el modelo no siempre está ligado a entidades sin ánimo de lucro: por ejemplo, hay *family offices* que deciden invertir el patrimonio familiar sobre el modelo de inversión de los grandes *endowments* universitarios y establecen políticas de inversión similares. Algunos llevan años siguiendo esta estrategia, con gran éxito y amplia aceptación entre los miembros de la familia, pues el sistema resuelve algunos de los problemas de relación típicos de estas organizaciones de origen familiar.

En todo caso, en la mayoría de las ocasiones los *endowments* se constituyen a favor de un ideal filantrópico, institucional o familiar, etcétera.

1.1. La función de un *endowment*

a) *Instrumento de financiación*

Para una organización, el *endowment* es un instrumento particular de financiación, que le permite emprender proyectos más ambiciosos y a más largo plazo; proyectos que quizá no abordaría en caso de no disponer de esos medios. Además, es un instrumento idóneo para dar continuidad a un ideal, ya que asegura (o al menos facilita mucho) la continuidad de una institución o de una línea concreta de actividades.

Con un *endowment* más grande, una institución académica puede lanzar programas de becas más generosos o que abarquen a un mayor porcentaje de alumnos, disponer de mayores fuentes de financiación para la investigación o atraer y retener el mejor talento (profesores, investigadores, postdoctorales, etcétera). Las universidades americanas en los últimos lustros han competido a través de sus *endowments*, en cuanto que estos fondos les han permitido atraer y retener talento, más allá de las posibilidades que les permite su propia cuenta de resultados.

Al fijarse en algunas entidades universitarias que tienen a su disposición fondos de cientos o miles de millones de dólares, se corre el riesgo de pensar que la idea es apropiada para grandes organizaciones. Pero no es verdad: hay instituciones pequeñas que disponen de fondos modestos, que cumplen perfectamente su función.

En Europa hay pocos datos, pero en Estados Unidos, *Commonfund* (cuya división de investigación y formación, *Commonfund Institute*, bajo la experta guía de John Griswold, su fundador y director de 1999 a 2016, pone a disposición de *endowments* y otros inversores a largo plazo un conjunto de documentos de gran valor técnico y pedagógico), publica anualmente estudios comparativos de fundaciones y entidades educativas. Además, la National Association of College and University Business Officers (Nacubo) publica un estudio comparativo de fondos universitarios.

Con frecuencia se hace referencia a los grandes *endowments* de Harvard, Yale, Stanford o Princeton, todos ellos de más de

20.000 millones de dólares. Sin embargo, de las 800 universidades del estudio, casi la mitad tienen fondos que no llegan a los 100 millones, y hay unas 100 con fondos de menos de 25 millones. Lo mismo puede decirse de las fundaciones: es frecuente oír hablar de los grandes patrimonios de la Gates Foundation, Ford Foundation, Getty Trust o Kellogg Foundation, todas ellas con fondos de más de 5.000 millones de dólares. Pero hay cientos de fundaciones con fondos modestos, que son gestionados con un estándar profesional y que aportan a sus respectivas entidades unos recursos inestimables y proporcionados a su actividad.

El modelo de gobierno y gestión que se propone en estas páginas es válido tanto para fondos grandes o modestos, institucionales o patrimonios personales, de fines filantrópicos o familiares como para fondos antiguos o recién creados.

Con frecuencia se hace referencia a patrimonios centenarios, como los de las universidades británicas de Oxford y Cambridge, pero lo cierto es que la mayoría de las fundaciones y entidades educativas tienen fondos con sólo unas décadas de historia. Y es que el gran auge de estos fondos es propio de los últimos años: en torno a la década de los ochenta muchas instituciones fueron conscientes de la importancia estratégica del instrumento y decidieron lanzar proyectos de captación de fondos para conseguir disponer de su propio *endowment* o aumentar significativamente el tamaño que tenían previamente.

b) Instrumento de excelencia

La solidez de muchas de estas entidades académicas tiene que ver con su *endowment*, no sólo por el tamaño y los medios que le ofrece, sino porque han manifestado en el pasado una madurez institucional capaz de constituir fondos de los que se beneficiarían generaciones futuras. Y es que la constitución de un fondo permanente es una decisión que toma un equipo de gobierno en favor, sobre todo, de generaciones venideras. Y esto implica tener una visión de largo plazo, con la vista puesta en la misión

de la propia organización y cómo se va a concretar en los años. También por esto los *endowments* son típicos de organizaciones del tercer sector social, en el que es más frecuente que se otorgue un gran valor a la continuidad en el tiempo de la propia actividad.

La constitución de un *endowment* es un proyecto de gran calado. Requiere madurez institucional al tiempo que visión de futuro: sólo si se piensa que la organización va a durar muchos años, tiene sentido constituir un fondo en favor de generaciones futuras.

Un *endowment* es, ante todo, un instrumento de excelencia institucional, pues permite a la organización cumplir su misión de manera más perfecta y acometer retos y proyectos que no lanzaría en otro caso. Son muchas las ventajas de disponer de un fondo de este tipo para el cumplimiento de los fines institucionales, pero podrían resumirse en cuatro: permite abordar iniciativas ambiciosas, dota de cierta estabilidad financiera, así como de independencia y, en general, contribuye al prestigio de la institución.

Iniciativas ambiciosas

Disponer de un fondo permanente facilita a una organización acometer iniciativas muy ambiciosas, como pueden ser determinados proyectos:

- *De largo plazo*, en cuanto que se va a disponer de un flujo estable de ingresos para ese proyecto. Además, los impulsores se podrán centrar en el propio proyecto, al tener la financiación asegurada, o al menos parte de ella, y sin el peligro de cambios de personas o prioridades en la sociedad o en la propia organización, que pongan en riesgo la permanencia del proyecto.
- *Innovadores y arriesgados*: proyectos que quizá no serían aprobados si tuvieran que competir con otros más seguros, de éxito más cierto, aunque de alcance o impacto menor. De alguna manera es, por tanto, un instrumento de innovación, que facilita destinar recursos a proyectos

en fases embrionarias y que quizá sean estratégicos en el futuro.

- *De largo alcance*: este tipo de proyectos suelen requerir una financiación mayor, que quizá sólo es posible conseguir con sucesivas aportaciones, de manera coherente con un fondo indefinido, siempre y cuando se pueda distribuir en el tiempo su ejecución.

Independencia

El *endowment* permite a una organización disponer de recursos que puede destinar directamente al cumplimiento de la propia misión, sin tener en cuenta necesariamente exigencias o condiciones de financiación externa, aportando de alguna manera una mayor independencia institucional. Por ejemplo, en países en los que la educación privada está financiada por el Estado, al menos en parte, algunas condiciones que se imponen en los conciertos pueden no estar alineadas con la propia misión, y un fondo permanente puede aportar mayor independencia.

La Harvard Business School decidió hace años financiar la totalidad de sus proyectos de investigación con los rendimientos de su *endowment*, sin acudir a fondos públicos que el Estado destina a financiar proyectos competitivos, de manera que sus profesores tuvieran total libertad a la hora de elegir los ámbitos y temas de su investigación, con independencia de las condiciones de una posible financiación externa, ya fuera ésta pública o privada. Es cierto que esto lo puede hacer sólo una institución con un fondo grande, pero ilustra bien el concepto de independencia institucional.

Estabilidad financiera

Un *endowment* aporta recursos que contribuyen a la estabilidad de la organización desde el punto de vista financiero, al permitirle, entre otras cosas:

- *Capear mejor los ciclos económicos*: muchas veces, justo en los momentos en los que la economía se encuentra en

una fase recesiva, es cuando más importante puede ser la acción social, y por tanto cuando más necesarios son los donativos; sin embargo, es cuando más cuesta conseguirlos. Un fondo bien gestionado, sin embargo, seguirá aportando de manera estable financiación a una organización, también en momentos de crisis.

- *Potenciar proyectos estratégicos*, que son los que dan solidez y estabilidad a la organización, pero para los que no siempre se encuentran más fácilmente recursos. Es frecuente que una organización tenga entre sus planes algunos proyectos muy estratégicos, aunque de difícil financiación o cuyo objeto está de moda sólo durante un tiempo, quizá por un acontecimiento externo. La constitución de un fondo permanente permite a la organización impulsar estos proyectos, con independencia de modas o usos del momento.

Prestigio de la institución

Un *endowment* aporta prestigio, ya que hace a la organización ser vista como más sólida, más capaz de desarrollar su misión de manera excelente y de forma continuada. Este punto con frecuencia atrae a su vez donaciones, pues el donante busca normalmente cumplir un fin o resolver una necesidad concreta, y una organización sólida le da más garantías de éxito que una con dificultades. Junto a esto, comporta también una mayor responsabilidad, y las instituciones con *endowments* están más sometidas al escrutinio del donante y, en general, de la sociedad a la que sirven.

1.2. Tipos de *endowments*

Se suelen clasificar los *endowments* en torno a un doble criterio: en función de su horizonte, y en cuanto a las condiciones establecidas para su uso.

a) En cuanto al horizonte

En función de estas condiciones que establecen la intención de permanencia, se suelen distinguir tres tipos: el *True endowment*, el *Quasi-endowment* y el *Term endowment*.

True endowment

Es el *endowment* propiamente dicho: se constituye con el propósito de que no pierda poder adquisitivo con el paso del tiempo. En la mente de sus promotores debería existir indefinidamente y, además, con la misma capacidad de actuación. Como tiene vocación de permanencia indefinida, el horizonte de inversión es de muy largo plazo, y esto aconseja unas políticas de inversión particulares, capaces de resolver un cierto conflicto que existe entre optimizar resultados a largo y satisfacer necesidades a corto.

En ocasiones se constituyen con donaciones en las que el donante establece como condición la obligación de gestionar el capital sin que pierda poder adquisitivo. En otras ocasiones, la condición la impone la propia institución. En cualquier caso, como la inflación hace perder valor al dinero, se tiene que *recapitalizar* periódicamente el fondo, reteniendo una parte de los rendimientos, para que la capacidad de actuación no disminuya con el tiempo. El fondo, por tanto, es verdaderamente permanente (*true endowment*). Algunas de las orientaciones de este libro se refieren específicamente a este tipo de fondos, pero la mayoría son aplicables a cualquier tipo de fondo.

Quasi-endowment

Fondo constituido por la propia organización que decide separar una parte de sus reservas y tratarlas como un *endowment*, con vocación de permanencia y sin que pierda valor adquisitivo, pero, a diferencia del primero, la misma autoridad que lo constituyó puede posteriormente cambiar su decisión y dejar de considerarlo *endowment*. Es muy frecuente en entidades educativas y otras instituciones (fundaciones, asociaciones...) constituir un fondo con parte de las reservas históricas (resultados positivos

de ejercicios anteriores) o destinar un porcentaje de los resultados de la actividad a incrementarlo a lo largo de los años. Es también una forma de manifestar el compromiso con el futuro de la propia institución, que, sin embargo, deja abierta la puerta a modificar su decisión más adelante, por si conviene destinar todo el capital a un proyecto que considera realmente estratégico, o ante un cambio de fines institucionales, etcétera.

Normalmente el *Quasi-endowment* se invierte como si fuera un *True endowment*, con un horizonte de inversión de muy largo plazo. Si en algún momento se deja de considerar *endowment*, se establece entonces la mejor estrategia posible de salida, de acuerdo con las circunstancias del momento.

Term endowment

Es un *endowment* a tiempo determinado, que no tiene vocación de permanencia indefinida, sino que está llamado a durar un tiempo concreto. Aunque puede ser una condición impuesta por la propia organización, normalmente es el donante el que impone la restricción. Suele ser más complicado de invertir, ya que, aunque el término temporal sea inicialmente largo (por ejemplo, diez años), y por tanto se pueda invertir a largo plazo, con el paso de los años el tiempo restante es menor, y hay que cambiar la política de inversión y adoptar otras medidas de gestión del riesgo.

Normalmente se constituye así con la intención de que, limitando el tiempo, el impacto en la realidad sobre la que se quiere influir sea más profundo, y la donación más efectiva, o para generar una capacidad. Por ejemplo, si un donante dota un fondo con un millón de euros, se puede aspirar a disponer cada año de 50.000 euros (5 por ciento), y al cabo de diez años seguirá teniendo la misma capacidad de actuación. O se puede decidir imponer la obligación de gastarlo en diez años, en cuyo caso se podrá disponer de unos 130.000 euros al año (13 por ciento), pero al cabo de diez años ya no tendrá capacidad de seguir actuando.

Los tres tipos pueden convivir en un mismo fondo. Es decir, es muy frecuente encontrarse con instituciones que tienen una

parte del fondo *True endowment* y otra parte de *Quasi-endowment*. O incluso otra parte que han constituido con una donación que impone la obligación de gastarse la cantidad total en un tiempo determinado.

Ocurre con frecuencia que el *Endowment Fund* de una institución está constituido con varios subfondos, cada uno de los cuales tiene una finalidad específica. Por ejemplo, es posible que una fundación reciba un donativo importante a favor de unas actividades de cooperación internacional, otro para el que el donante ha puesto una condición de destino, en favor de una zona marginal de la propia ciudad, y finalmente, que la propia fundación promueva un programa de becas, para el que constituye un fondo permanente. Los tres subfondos forman parte del mismo *endowment*, pero cada uno tiene una finalidad. Es importante que en todo momento se tenga clara la composición, para saber cuáles son las condiciones de cada subfondo, y aunque compartan una misma política de inversión, es necesario que contablemente se distingan y se lleve siempre traza del valor actual de cada subfondo.

b) En cuanto al uso

Según las condiciones que se hayan establecido para el destino de los resultados de inversión, se puede hablar de *endowments*:

De libre disposición

Un fondo de libre disposición (*unrestricted*) se puede destinar a lo que decida en cada momento el órgano de gobierno correspondiente.

Normalmente el *Quasi-endowment* es, por su propia naturaleza, de libre disposición (al tratarse de fondos propios, pueden destinarse a la actividad que se desee, siempre que sea acorde con el fin fundacional de la propia institución); pero también se puede crear un fondo con donativos sin restricción particular o incluso con donativos ordinarios o recurrentes que se deciden destinar a un proyecto concreto.

Finalista

Un fondo finalista (*restricted*) se debe destinar necesariamente a la finalidad para la que se constituyó, y sólo para esa finalidad. Si un donante hace una donación para constituir un fondo con el que dar becas a estudiantes de países africanos, y se acepta la donación, se está obligado a respetar su voluntad. Y, por tanto, el subfondo tiene un fin, en cuanto a que sus rendimientos se pueden utilizar sólo para la finalidad propia.

En las universidades ocurre con frecuencia que cada facultad, escuela, cátedra, etcétera, tienen su propio fondo dentro del *endowment* de la universidad; y dentro del subfondo puede haber una parte de libre disposición y otra finalista. Aunque estas limitaciones sobre el uso posible puedan parecer al principio de poca importancia, también pueden adquirir relevancia con el tiempo. Es obligación de la institución llevar una traza clara de la composición y evolución de cada subfondo.

Muchas instituciones procuran tener el mayor porcentaje posible de libre disposición, de manera que puedan a lo largo de los años desarrollar la propia estrategia según las necesidades del momento y el criterio de su órgano de gobierno estratégico. Es vital hacer entender al donante la conveniencia de no establecer demasiados condicionantes a la donación, teniendo en cuenta que ya de por sí la institución está obligada a destinar los frutos del fondo sólo a los fines institucionales, normalmente establecidos por los propios estatutos. El acto de confianza que ha llevado al donante a realizar la donación en favor de una institución le debe también llevar a confiar en los fines institucionales, y en que sus gestores buscarán en cada momento el mejor modo de cumplir su finalidad. En la medida en que haya confianza con el donante, se le puede pedir que deje lo más abiertas posible las condiciones de su donación: idealmente podría ser una donación para los fines fundacionales de la entidad, con la intención de constituir un fondo permanente.

Si esto no es posible, se puede establecer una cierta condición o ámbito de actuación, pero también en este caso debe ser lo más amplia posible. Por ejemplo, si se va a constituir un fondo de becas, mejor establecer que se destinarán a estudiantes con falta

de recursos o provenientes de países en vías de desarrollo que decir que se dedicarán a estudiantes africanos, pues esta limitación en cuanto al alcance geográfico, aunque inicialmente pueda ser coherente con la estrategia de la entidad, quizá en el futuro no lo sea, porque ha decidido destinar sus recursos y esfuerzos a países asiáticos.

Es interesante hacer notar que, con frecuencia, una fundación tiene proyectos diversos, y los donantes suelen indicar a qué proyecto quieren ayudar: van tomando cuerpo aquéllos para los que se consiguen más donaciones y, por tanto, los donantes, en su conjunto, configuran en cierta medida la actividad de la fundación.

1.3. Equidad intergeneracional

Un concepto fundamental que tiene que ver con su propia concepción de fondo permanente es la *intergenerational equity*. La idea, en esencia, es que el fondo se constituye en beneficio no sólo de la generación presente, sino también de las venideras. El concepto no es exclusivo de los fondos de entidades educativas y fundaciones, también en entornos familiares se entiende muy bien que el patrimonio generado pueda ser destinado a varias generaciones.

El fondo se debe invertir, por tanto, de manera que con parte de los rendimientos se financien actividades para las que se constituyó el fondo, al tiempo que se evita que el fondo pierda valor adquisitivo, por lo que otra parte de los rendimientos se deberá reinvertir en el fondo para contrarrestar el efecto de la inflación. Si está constituido con donaciones, se consiguen dilatar en el tiempo de manera indefinida los efectos de una donación o de un patrimonio destinado a este fin.

El premio Nobel de Economía de 1981, James Tobin, profesor de la Universidad de Yale, acuñó el término *intergenerational equity* con la siguiente expresión: «The trustees of an endowment institution are the guardians of the future against the claims of the present. Their task is to preserve equity among

generations». Una traducción libre del texto podría formularse así: «Los patronos de una fundación que dispone de un *endowment* deben preservar la equidad entre generaciones, buscando siempre un equilibrio entre lo que se destina a financiar actividades del presente y lo que se guarda para que las generaciones venideras tengan la misma capacidad de actuación que la presente».

El concepto de equidad (junto con los de diversidad e inclusión) está muy presente en la sociedad actual, y particularmente en las fundaciones y entidades educativas. Se trata de que todos tengan igual acceso a los medios para desarrollar su propio proyecto vital: acceso a formación de calidad, posibilidad de oportunidades laborales, etcétera.

Un ejemplo emblemático de equidad lo constituye la actuación del pueblo noruego cuando encontró petróleo en abundancia en el mar del Norte. El país se dispuso a explotar los yacimientos, y tras un debate de ámbito nacional, se decidió constituir un fondo permanente con los beneficios de esas explotaciones: el Norway's Pension Fund Global. Aunque se llama así, no es propiamente un fondo de pensiones, sino que se gestiona como un *endowment*, financiando cada año una parte del presupuesto nacional y sin que pierda poder adquisitivo. El razonamiento implícito es considerar el petróleo como patrimonio de todos los noruegos, también de las generaciones futuras: es una riqueza natural del entorno geográfico de la que ninguna generación se puede apropiar. La constitución de un *endowment* con los beneficios de la explotación del petróleo permitía a generaciones futuras beneficiarse del oro negro, al menos en la misma medida en que se iba a beneficiar la presente generación.

A la hora de pensar en la estructura de gobierno que soporte la gestión de un *endowment*, se aconseja distinguir entre la autoridad que tiene como misión la gestión del fondo, de la que desarrolla la actividad para la que se creó éste.

El fondo se constituye en favor de una actividad (por ejemplo, en el caso de un colegio, se puede establecer un fondo con cuyos rendimientos dar becas a alumnos con escasez de recur-

sos). Sin embargo, es importante distinguir de alguna manera entre la autoridad que gestiona el colegio y la que gestiona el *endowment*. Los primeros tenderán a maximizar el impacto en el presente, amparados quizá en la necesidad de constituir una organización sólida y prestigiosa, y en el razonamiento de que sólo así se garantiza el futuro de la institución; los segundos, sin embargo, deberán tener la cabeza puesta también en generaciones futuras y buscar la equidad.

Esta distinción de roles se puede materializar de maneras muy diversas: se pueden reservar las decisiones de gobierno al consejo de administración y dejar las operativas al comité de dirección o constituir un comité autónomo con la misión de gobernar y gestionar el *endowment*, dándole reglas claras de actuación. Otra solución es constituir el fondo en una entidad separada (una fundación). En todo caso, lo importante de verdad es que haya un órgano de gobierno con la autonomía necesaria para poder ejercer su papel de árbitro o garante del patrimonio, con la función específica de buscar cierta equidad o equilibrio entre generaciones.

Esto no impide que, en circunstancias especiales (por ejemplo, ante una crisis especialmente grave o ante un cambio de legislación), el *endowment* apoye de manera más decidida la actividad del presente, incluso destinando para ello una parte del capital del fondo (ante circunstancias especiales hay que aplicar medidas especiales, sobre todo si está en peligro la propia existencia de la entidad).

a) Equilibrio de flujos

La equidad intergeneracional implica que, nuevas donaciones aparte, se encuentre un equilibrio entre los flujos negativos y los positivos:

- La *distribución*, es decir, lo que cada año el fondo destina a financiar actividades. Es dinero que sale definitivamente del fondo, y contribuye claramente a que éste

disminuya: es un flujo negativo. Se suele determinar con un porcentaje del valor del fondo (por ejemplo, 4 o 5 por ciento), aunque puede hacerse de otra manera.

- El *coste interno de gestión*. Por ejemplo, el salario de las personas que se dedican a invertirlo o el coste de los asesores financieros. Es un flujo también negativo.
- La *inflación*: por efecto de ella, aunque el fondo sigue teniendo el mismo valor nominal (no es propiamente un flujo), de hecho el real disminuye, pues se reduce el poder adquisitivo. Es posible que durante ciertos períodos la inflación sea negativa (deflación), pero son infrecuentes y con tasas de deflación pequeñas.
- La *rentabilidad de la inversión*, que puede ser negativa o positiva en un año, aunque de media, a lo largo de los años, tiende a ser positiva. En circunstancias normales este flujo debe contrarrestar el efecto diluyente de los otros tres.

La rentabilidad de las inversiones es, como todo el mundo sabe, variable. La bolsa de cualquier país tiene unos años una alta rentabilidad, otros años más moderada y algunos años negativa. Lo que nos interesa a este propósito es la rentabilidad media a largo plazo, por ejemplo, de cinco o diez años. El propósito de una buena gestión financiera es que los flujos positivos (la rentabilidad de la inversión) sean mayores que los flujos negativos (la distribución más el coste de gestión, más la inflación), pues esto es lo que garantizará la equidad intergeneracional.

b) Objetivo de rentabilidad

La obtención de esa equidad establece, de alguna manera, un *objetivo de rentabilidad*. Según lo que queramos distribuir, más lo que nos cueste la gestión, más la inflación esperada, tendremos un objetivo para la rentabilidad media.

Pero uno de los problemas del planteamiento es que, desde el punto de vista de quien tiene que tomar las decisiones, sólo son

ciertos (conocidos con certeza) el coste de gestión y la distribución: cada año se gasta una cantidad, de acuerdo con el modelo de gestión y la regla de distribución. Sin embargo, lo que variará el coste de la vida y la rentabilidad financiera son datos inciertos, no conocidos *a priori*. Podemos aproximarlos por datos históricos, y es útil hacerlo. Pero no es seguro que los comportamientos futuros de las inversiones y de la inflación sean iguales a los del pasado.

Frente a esta incertidumbre, se recurre a la estadística, y se empieza a hablar de porcentajes y posibilidades de éxito. Los gestores de un *endowment* deben organizar las inversiones de manera tal que tras haberse gastado una cantidad determinada cada año (coste + distribución) optimicen las posibilidades de éxito en el objetivo de conseguir la equidad intergeneracional, para que la siguiente generación (tras veinte años) disponga del mismo poder adquisitivo que tiene la actual generación.

Pero sólo al final de ese período estarán seguros de haber conseguido ese objetivo. Mientras tanto, deben adoptar soluciones para optimizar las posibilidades de éxito. Y éste es uno de los problemas inherentes a la gestión de *endowments*: entenderlo bien es vital para poder tomar las decisiones adecuadas, sabiendo que nunca se tendrá la certeza absoluta de conseguirlo.

Además, algunas de las variables exceden a nuestra capacidad de control: la variación del IPC no depende en absoluto de nosotros; es una variable dependiente de parámetros macroeconómicos. Otras dependen de la gestión, aunque en grados diversos: el porcentaje de distribución viene fijado *a priori* (es una variable bajo control), así como el coste de gestión (al menos parcialmente), mientras que la rentabilidad de las inversiones financieras no se puede predecir con precisión.

Al mismo tiempo, es importante evitar que esta incertidumbre sobre el resultado lleve a adoptar soluciones ultragarantistas, con perfiles de inversión muy conservadores, que aseguren quizá la equidad intergeneracional, pero a costa de realizar apenas actividades en el presente. Para una institución no tiene sentido tener un capital importante (decenas o centenares de millones) si después puede hacer muy poca actividad con ese

fondo. Una gestión de las inversiones que apunte a una distribución anual de, por ejemplo, el 2 por ciento, garantiza más fácilmente las posibilidades de éxito en el objetivo de la equidad intergeneracional, pero a costa de dedicar muchos menos recursos a la actividad de los que se podría dedicar con una buena gestión financiera.

De ahí que sea importante organizar el sistema de gestión de la manera más profesional posible, con los mayores estándares de calidad. Y tener referencias externas: conocer el sector y saber qué objetivos de inversión tienen otros fondos similares en cuanto al tamaño, pues nos puede ayudar a calibrar la calidad de nuestra gestión.

Rentabilidad esperada y exigida

El objetivo de rentabilidad se debe establecer conjuntamente con el porcentaje de distribución, a la luz de la capacidad de asumir riesgos que tenga la propia organización. En este punto es útil hacer una distinción entre rentabilidad esperada y exigida.

- La *rentabilidad esperada*, la que se prevé que tenga el fondo durante los siguientes años, de acuerdo con el conjunto de inversiones que lo componen. Evidentemente, es un concepto subjetivo, pues cada uno puede esperar una cosa diversa. Incluso si apoyamos nuestra opinión en modelos de previsión sobre resultados futuros, cada método obtiene una previsión distinta. Nadie tiene una bola de cristal para saber cómo se van a comportar los mercados en el futuro. Muchos recurren entonces a asumir que los mercados se van a comportar de media como lo han hecho en el pasado, pero no hay evidencia de que vaya a ser así. Es por eso por lo que muchos expertos no hablan de rentabilidad esperada.
- La *rentabilidad exigida* es la mínima que exigimos a nuestra inversión en vista del riesgo asumido y a la luz de la situación de los mercados. El concepto es frecuentemente utilizado en la empresa para seleccionar los pro-

yectos de inversión y tomar decisiones sobre estructuras de capital (*capital allocation*). En el caso de *endowments*, la rentabilidad exigida es la suma en porcentaje del gasto anual (distribución + coste) y del aumento esperado de IPC. Es difícil saber cómo variará el IPC en los próximos años, y por eso con frecuencia se utiliza la media histórica o la media de los últimos veinte años. Si asumimos, por ejemplo, un porcentaje de distribución de 4,5 por ciento (la gran mayoría de los fondos distribuyen cada año entre el 4 y el 5 por ciento) y un incremento anual medio del coste de la vida de un 2,5 por ciento (en línea con la media europea de los últimos treinta años), necesitaremos al menos el 7 por ciento.

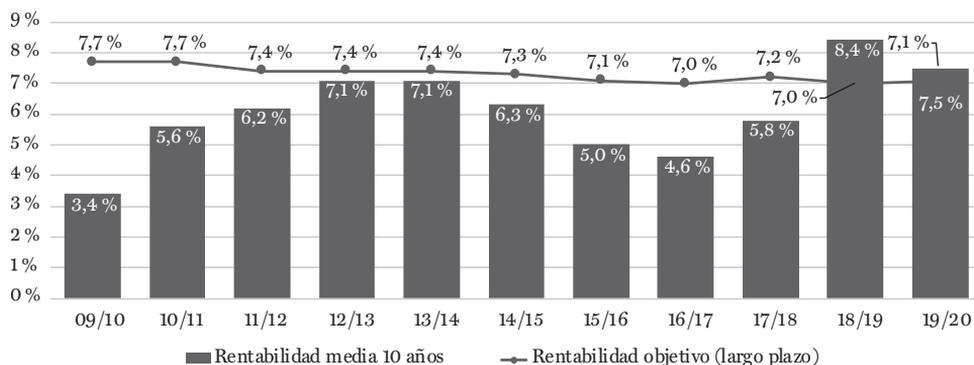
Dado que la rentabilidad y el riesgo son dos elementos que están estrechamente relacionados, cabría preguntarse si exigir demasiado a un *endowment* es obligar a sus gestores a asumir riesgos más allá de lo razonable. En cierto sentido es así: sería imprudente exigir demasiado, pues obligaría a los gestores a asumir riesgos que la organización no debe ni puede soportar. Pero al mismo tiempo, exigir demasiado poco es renunciar a medios para la excelencia y, en cierto sentido, una dejación del propio deber por parte de los responsables últimos del *endowment*.

Es responsabilidad del máximo órgano de gobierno determinar cuánto se va a distribuir cada año y cuánto, por tanto, debe exigir, de media y a largo plazo, a las inversiones del fondo. Y a la hora de decidir sobre este importante punto, no debe olvidar que la gran fortaleza de un *endowment* es su horizonte de inversión de muy largo plazo, que lo hace capaz de aguantar ciertos riesgos que otros pueden soportar con menos facilidad y sobre los que puede obtener una prima (*risk premium*) en forma de mayor rentabilidad. Al mismo tiempo, la mayor debilidad de un *endowment* es un órgano de gobierno poco comprometido o con pocas convicciones, incapaz de diseñar un sistema de gobierno capaz de aguantar la presión con la que esos riesgos someten a la institución.

Objetivos en *endowments* americanos

En el gráfico 1.1 se puede ver el objetivo de rentabilidad al que aspiran los *endowments* universitarios americanos.

Gráfico 1.1. Objetivo versus Rentabilidad en 10 años por *endowments* universitarios americanos



Fuente: Informe Nacubo 2020.

Los objetivos de rentabilidad se sitúan entre el 7 y el 7,7 por ciento. Es interesante notar que los de los últimos años son más bajos, aun cuando la rentabilidad media de diez años es la más alta. Y es que las perspectivas de los mercados financieros de cara al futuro son malas y los órganos de gobierno de los *endowments* han moderado su previsión de rentabilidad, y con ello han moderado también su porcentaje de distribución.

La rentabilidad de la bolsa americana durante los últimos ciento veinte años ha sido, de media, del 9,6 por ciento anual. En ese mismo período la rentabilidad nominal de la renta fija ha sido del 4,9 por ciento. Es evidente que si nuestro objetivo de rentabilidad anual exigida es de aproximadamente el 7 por ciento, para conseguirlo hay que recurrir en una buena parte a la renta variable, pues la renta fija no nos permitirá de media llegar a ese objetivo, al menos si las rentabilidades futuras son parecidas a las pasadas.

Se ve aún más claro si utilizamos la rentabilidad real (después de descontar la inflación): la renta fija en Estados Unidos

ha dado en los últimos ciento veinte años el 1,9 por ciento de media anual. Es decir, si hubiera invertido sólo en renta fija, un *endowment* hubiera podido dedicar a gasto (distribución + coste de la gestión) menos del 2 por ciento. En cambio, la rentabilidad real de la renta variable ha sido del 6,5 por ciento, que sí me hubiera permitido tener un gasto mayor. Los datos son similares en otros países, y también para el conjunto de todos los países. La renta variable de todo el mundo ha dado una rentabilidad real del 5,2 por ciento, y la renta fija mundial el 1,9 por ciento.

Profesionalizar la gestión

Está claro, por tanto, que si aspiro a una rentabilidad real de entre un 4 y un 5 por ciento (estándar en el ámbito de los *endowments*) tendré que hacer una parte importante de las inversiones en renta variable. Un *endowment* bien gestionado debe recurrir sobre todo a la renta variable: se dice que debe tener un *equity bias*, un «sesgo de renta variable», a la hora de organizar sus inversiones.

Pero este sesgo implicará ser capaz como institución de aguantar la volatilidad típica de las bolsas. La renta variable está sometida a fuertes subidas y bajadas, y la institución (en su conjunto, no sólo los órganos de gobierno) debe tener la necesaria cultura financiera como para soportar esos altibajos sin ponerse nerviosa.

En el gráfico 1.2 se da la rentabilidad obtenida por el conjunto de los *endowments* americanos durante los últimos trece años: en cuatro ocasiones se han conseguido rentabilidades negativas, y en algún caso con pérdidas cercanas al -20 por ciento. La media acumulada es positiva, pero una organización ha de ser capaz de soportar esos años con pérdidas.

El horizonte de inversión de muy largo plazo es coherente con la inversión en renta variable (y otros activos con riesgo), pero la volatilidad inherente a esta clase de inversiones exige disciplina inversora, lo que presupone un cierto nivel de cultura financiera. Si pretendemos configurar las inversiones con estándares profesionales, debemos asumir que habrá volatilidad (variabilidad) en los resultados y que la propia institución debe ser capaz de convivir con esos resultados. Todo esto aconseja que se configure un equipo de gestión muy profesional.